

RELATÓRIOS DE GESTÃO

---

IP-PARTICIPAÇÕES FIA / IP-EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO /  
IP-VALUE HEDGE FIA

---

QUARTO TRIMESTRE / 2008

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela Investidor Profissional a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Investidor Profissional utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

## ÍNDICE

---

<b>Sumário</b>	<b>3</b>
<b>Introdução</b>	<b>4</b>
Gol contra	4
<i>Dolus Bonus</i>	8
Diligência Moral	11
<b>Investimentos</b>	<b>16</b>
Anheuser-Busch Inbev (ABI)	21
<b>Performance</b>	<b>25</b>
Informe IP-Participações FIA	25
Informe IP-Equity Hedge FI Multimercado	27
Informe IP-Value Hedge FIA	29
<b>Aleatórias</b>	<b>31</b>
<b>Anexo</b>	<b>32</b>

---

## SUMÁRIO

---

A crise que acometeu o mundo em 2008 vem se credenciando como a mais grave já vivida pela grande maioria das pessoas em atividade nos mercados financeiros de todo o mundo. Para muitos de nós, a "Crise de 1929", a "Grande Depressão" e o "New Deal" sempre foram referências abstratas, distantes. Capítulos dos livros de história e não matéria de capa dos jornais. Se esses temores vão ou não se confirmar, é uma outra história a ser escrita daqui a alguns anos.

Muito tempo tem sido investido em resumir ou explicar a crise atual, cujo espectro promete nos assombrar por algum tempo. Em nossa visão, reduzir os recentes acontecimentos à falência do modelo de livre mercado, às mazelas do capitalismo selvagem, ou mesmo à ganância humana, exacerbada pelos sistemas de incentivos que regem Wall Street, é uma proposta sedutora e conveniente. Remete-nos à confortável posição de apontar os "culpados" entre Eles, os Outros.

Escolhemos seguir outro caminho: refletir um pouco, à luz da crise e suas circunstâncias, sobre a importância de aperfeiçoarmos todos o nosso uso da melhor ferramenta de controle de risco que conhecemos: a diligência moral.

É sobre a fragilidade *by design* de sistemas de incentivo e a importância de elevarmos nosso crivo moral que falam os textos da introdução "Gol contra", "*Dolus Bonus*", seguidos pelo texto que contém o cerne da nossa reflexão: "Diligência Moral".

Na seção de investimentos, apresentamos uma análise sobre o desempenho do IP-Participações em 2008, o pior ano da série histórica de mais de 15 anos do Fundo. Além de uma retrospectiva do ano, comentamos algumas das principais mudanças da carteira do fundo e apresentamos novas posições que foram montadas nos últimos meses de 2008, já aproveitando oportunidades trazidas pela crise, no Brasil e no exterior. Uma novidade neste relatório são as posições em empresas fora do Brasil. A partir da Instrução CVM Nº 450 de março de 2007, fundos de ações do Brasil passaram a poder ter até 10% de suas carteiras investidas em ativos no exterior. Neste contexto, escolhemos fazer uma apresentação sobre a empresa AB-Inbev, o principal investimento dos fundos da IP fora do Brasil.

Concluimos o relatório com a transcrição de uma palestra de José Galló, presidente das Lojas Renner. Na ocasião, Galló havia sido agraciado com o prêmio de "Personalidade de Vendas do Ano" na ADVB. E ao tomar a palavra em agradecimento, escolheu "vender" à platéia bens escassos, verdadeiros artigos de luxo: "princípios", "ética" e "valores". Vale a pena a leitura e a reflexão.

"Como é pequeno o conhecimento do homem sobre o que imagina poder projetar."

*Friedrich Hayek*

### GOL CONTRA

Na Copa Shell de Futebol Caribenho de 1994, dois países lutavam pela classificação para a segunda fase da competição: Barbados e Granada. Barbados precisava vencer por dois gols de diferença. Se ganhasse por apenas um gol ou perdesse, Granada seria classificada. Mas se houvesse empate, a história poderia ser diferente.

Uma nova regra introduzida pelo comitê organizador trazia uma novidade. A fim de dar mais emoção ao espetáculo, **incentivando** os times em jogos "duros", de placar apertado, o comitê organizador inventou a seguinte fórmula: se os jogos terminassem empatados, haveria prorrogação. E mais: os gols marcados na prorrogação (e na vigência do *golden goal* só poderia haver 1 por jogo), valeriam por 2 na contagem de saldo de gols, o critério-chave de desempate caso os times atingissem o mesmo número de pontos.

Em decorrência dessa regra, o jogo foi bem interessante. Barbados, ganhava por 2 a 0 até os minutos finais. Mas eis que aos 38 minutos do segundo tempo, uma ducha de água fria: Granada fez um gol, deixando o placar em 2 x 1.

Pressionado, Barbados tentou por alguns minutos fazer o terceiro, mas a situação era difícil. Depois de fazer o gol, o time de Granada recuou, fechou os espaços e se postou firme na defesa. A pressão sobre Barbados era grande. Faltando pouco tempo para o jogo terminar, seus jogadores estavam visivelmente nervosos. Mas depois de contemplar as opções, agiram racionalmente: concluíram que, graças à nova regra, era muito mais seguro fazer um gol contra e forçar uma prorrogação (onde um gol valeria por dois), do que tentar marcar um gol na equipe de Granada, que se defendia heroicamente.

E não deu outra. Após uma troca de passes com o seu goleiro, o zagueiro Sealy de Barbados, chutou contra o próprio gol, empatando o jogo em 2 x 2.

Mas essa ainda não é a parte mais estranha da partida.

Na saída de bola, aos 40 minutos do segundo tempo, os jogadores de Granada partiram para cima, mas estavam visivelmente abatidos. Após 2 minutos de ataque desesperado, avaliaram as alternativas: se fizessem um improvável gol em Barbados nos minutos finais, se classificariam. Mas se fizessem um gol em si mesmos, perderiam por um gol de diferença, resultado que lhes colocaria automaticamente na próxima fase. Logo, se lançaram com força total em busca do gol contra salvador.

O que se viu na seqüência foi um verdadeiro episódio de comédia pastelão: os jogadores de Barbados se anteciparam ao movimento de Granada e dividiram-se em campo entre defender ao mesmo tempo o seu gol e o do seu adversário (de si mesmos). Sealy, o zagueiro-artilheiro de Barbados, postou-se ao lado do goleiro de Granada para defendê-lo!

O jogo acabou terminando empatado, e aos quatro minutos da prorrogação, Barbados fez o gol de ouro, se classificando. Não houve sanções aos jogadores, dado que "ambos os times estavam tentando genuinamente avançar para a fase seguinte seguindo as regras da competição".

Moral da história: desenhar sistemas de incentivos munido de boas intenções e da crença na nossa capacidade de prever os seus desdobramentos (diretos, indiretos e aqueles que vão emergir lá na frente como fruto da iteração autônoma dos "agentes" do sistema em questão), parece muito mais fácil do que é de fato.

No contexto atual, em que governos e entidades reguladoras aparecem como tábua de salvação para coibir e sanar as limitações e desarranjos do livre mercado, é bom ter exemplos como esse como referência para lembrar do tremendo potencial iatrogênico das regulamentações: o "remédio" às vezes não cura, mata.

A lista de exemplos curiosos de tiros pela culatra cuidadosamente desenhados pelas mais diversas entidades e organizações é bastante extensa. No Brasil, a tributação dos fluxos de comércio entre jurisdições de acordo com o princípio de origem, um dos pivôs da guerra fiscal que acomete nosso sistema federalista, alimenta um incentivo perverso bastante conhecido: o transporte de mercadorias entre Estados segue a rota da eficiência fiscal, tornando o nosso sistema logístico já precário ainda mais improdutivo e ineficaz.

Nos Estados Unidos, a instituição da Lei Seca em 1920 para acabar com a criminalidade revelou-se um fracasso retumbante: foi cara de viabilizar e reforçar, gerando como efeitos colaterais o aumento da criminalidade, a explosão do consumo de bebidas alcoólicas caseiras mais fortes (o número de mortes por cirrose no período manteve-se estável) e uma queda brutal na arrecadação de impostos.

Na Hanói francesa, uma lei criada para acabar com a praga dos ratos remunerava os "caçadores" por cada carcaça de rato morto. Acabou fomentando gigantescas criações de ratos.

Na China, no século XIX, os camponeses recebiam uma recompensa de paleontólogos estrangeiros por cada fragmento de osso de dinossauro encontrado. Para maximizar a sua remuneração, os camponeses quebravam os ossos em vários pedaços.

Por fim, um exemplo mais prosaico, contemporâneo e universal: o sistema de reembolso médico para pacientes segurados que remunera o tratamento da doença e não a sua prevenção é um dos desalinhamentos de interesse mais singelos e nocivos de que temos conhecimento.

Frédéric Bastiat, aclamado por Schumpeter como "o melhor jornalista econômico que o mundo já viu", chamou-nos a atenção em uma colocação famosa, para "o que diferencia um mau economista de um bom economista". "O primeiro só vê as conseqüências diretas, de curto prazo das ações, enquanto o segundo observa as indiretas, de prazo mais longo." Segundo Bastiat, "Entender as conseqüências imediatas de uma lei não é o suficiente para julgar sua eficácia. É necessário procurar desvendar *a priori* todos os seus desdobramentos em longo prazo e para toda a sociedade. Quanto mais os políticos se concentram para resolver problemas específicos, maior se torna o desastre em larga escala. O imediatismo econômico, com suas promessas simples e milagrosas, impressiona muito mais que um convite ao exercício intelectual."

Mas o problema do *design* de incentivos é ainda mais grave. Como o mercado, dinâmico, opera como sistema complexo adaptativo, vai "aprendendo", "evoluindo" e se "autonomizando" com o tempo, conforme os seus agentes interagem, cooperam e competem entre si. Logo, algumas das conseqüências de novos esquemas e regulações, positivas ou negativas são, **por definição**, desconhecidas quando de sua formulação.

E mais: qualquer esquema, sistema de incentivos, tácito ou explícito, é burlável. Como diz Andy Grove: "Para cada meta que você coloca diante de alguém, você também deveria estipular uma contra-meta para restringir o *gaming* da primeira meta". Se você paga seus programadores para solucionar *bugs*, trate de remunerá-los por qualidade e novas funcionalidades ou vários deles vão criar verdadeiras fábricas de *bugs*.

Daí a importância de usarmos, para coibir comportamentos unidimensionais e indesejados, um crivo moral elevado quando da seleção de nossos sócios, parceiros e até mesmo clientes.

Embora os holofotes acadêmicos e da mídia se foquem nos incentivos financeiros, *grosso modo*, podemos dividir as modalidades de incentivos em três grupos: materiais/financeiros, morais/sociais e punitivos/coercivos.

O punitivo é simples: sair da linha implica em demissão, prisão, processo, etc. Os incentivos monetários são velhos conhecidos: motivadores potentes – incentivam as pessoas a quererem... mais incentivos financeiros. O problema não é que não funcionam. Funcionam bem demais, incentivando as pessoas a focar sua atenção nos comportamentos diretamente associados à remuneração. Quando o dinheiro se torna mais saliente, vívido, as pessoas têm muito mais dificuldade de enxergar disfunções de longo-prazo ou dilemas éticos envolvidos no processo de obtenção de seus resultados. Tendem a se focar somente em fazer o que importa pra capturar o incentivo.

Por fim, temos os interesses morais (fazer a coisa "certa" porque é "certo" e ponto), acrescido dos sociais e pessoais. Por mais que alguns teóricos nos levem a pensar o contrário, as pessoas não são meros agentes econômicos agindo em busca da maximização dos seus interesses materiais. Têm outras aspirações, interesses. São movidas por paixões, ideais. Querem ser inspiradas. Sonhar. Realizar. Ser. Têm interesses por vezes ambíguos e conflitantes. Motivações concorrentes. Cedem à pressão dos seus pares. Suas ambições e preferências oscilam e estão sujeitas a interferências.

Acreditar que só agimos porque queremos reter ou acumular riqueza é padecer de miopia extrema com relação ao que somos e fazemos.

Curiosamente, performance excepcional, em diversos domínios – inclusive no próprio mercado financeiro – não decorre necessariamente de recompensas extrínsecas, mas de motivação intrínseca. Nas palavras do empreendedor serial Richard Branson: "Eu nunca, nunca me imaginei um homem de negócios. O que me interessava era criar coisas das quais pudesse me orgulhar." O próprio Buffett se refere à Berkshire Hathaway como sua "tela", dizendo sentir-se como Michelangelo.

E mais: por vezes os incentivos transacionais estão de fato claramente subordinados aos morais. Um exemplo recente: seis creches em Israel impuseram uma multa em dinheiro para incentivar os pais que

se atrasavam para pegar suas crianças a chegarem na hora. O resultado da medida foi meio inesperado: ao invés de diminuir, os atrasos dobraram. E permaneceram altos mesmo depois da multa ter sido removida. **Mudou-se o relacionamento da esfera social, pessoal ("se eu atrasar as professoras vão ser prejudicadas, demorar pra chegar em suas casas"), para a transacional. O custo moral da transgressão ficou baixo.**

Conclusão: o *design* de sistema de incentivos só é bem sucedido, ou seja, a resultante entre os incentivos explícitos e as diversas variáveis que influenciam os comportamentos dos agentes alvo do esquema aponta na direção desejada, se estiver embebido em um conjunto claro de princípios e valores devidamente vivenciados e endossados no dia-a-dia.

Comportamento moral não se conquista com a criação de comitês de ética e a redação de códigos de conduta. Pendurar na parede a missão, princípio e valores nobres, também estão longe de resolver a questão. As empresas precisam de um código de conduta, mas tácito, ancorado na reputação e no comportamento dos seus líderes.

O meio onde os incentivos se (re)criam e se propagam é absolutamente crucial para que a resultante dos comportamentos não aponte na direção e sentido errados. Muitas vezes alguns incentivos explícitos são subsumidos por incentivos tácitos, não declarados mas embrenhados na cultura de uma empresa.

Concordamos, com Freire Costa, que "uma das grandes vantagens da idéia de interesse é nos libertar da tarefa de sermos anjos em corpos de mamíferos falantes". Mas estamos longe de ser apenas mamíferos que acumulam.

As relações sociais são marcadas pela incerteza quanto a reciprocidade futura. As obrigações das partes envolvidas são difusas e incertas – carregam risco de defecção ou exploração/oportunismo. Entendemos que, em qualquer relacionamento, e em especial nos de longo prazo, os incentivos materiais, financeiros, devem estar claramente subordinados a interesses pessoais e sociais mais amplos e princípios

e valores morais simples, como honestidade, integridade, respeito, genuinamente vivenciados no dia-a-dia. A lógica da transação deve se subordinar, por princípio, às relações de longo prazo. Sempre. E isso deve ser ponto pacífico. Não negociável.

Em nossa visão, o melhor sistema de alinhamento possível é selecionarmos com muito zelo os nossos parceiros. Poucos e competentes. Esclarecidos, éticos e genuinamente alinhados e comprometidos com a nossa forma de enxergar as coisas, com nossa visão de longo prazo. É muito mais eficaz do que tentar costurar sistemas de incentivo que são verdadeiras camisas de força de complexidade bizantina que, no fim das contas, são burláveis se o alinhamento entre as partes não for legítimo.

---

"Você recebe de acordo com o que você recompensa. Quer formigas? Jogue açúcar no chão."

Charlie Munger

### *DOLUS BONUS*

Na primeira metade do século passado, alguns dos professores mais ricos das universidades do mundo inteiro eram historiadores da arte, que ganhavam a vida menos por seus dotes pedagógicos, e mais pela força de sua opinião. Como especialistas, atestavam a autenticidade de obras-de-arte dos grandes mestres, especialmente pintores antigos. Sua função: certificar que um quadro era de fato um Rembrandt, um Rubens ou um Tiziano.

Na época, o estudo documental e as análises técnicas laboratoriais ainda eram bastante incipientes, e a atribuição de autoria a uma obra era feita a olho nu, baseada meramente no *connoisseurship*<sup>1</sup>, um processo bastante subjetivo, que requeria sensibilidade e experiência. Alguns especialistas chegavam a cheirar e até mesmo lambe os quadros – convenhamos, funcionava pelo menos para identificar os "Botticellis" produzidos naquela semana – mas a avaliação das obras por meio de fotos era prática comum – especialmente nas transações intercontinentais.

Os *experts* eram verdadeiras autoridades. Pela avaliação de uma obra, recebiam uma comissão, uma porcentagem do preço de venda que podia variar de 5% a 25%. Evidentemente, se o confirmassem como genuíno, faturavam quantias astronômicas. Se o desmerecessem como falso ou como obra de algum outro pintor "menor", seus ganhos eram bem mais modestos.

Grandes colecionadores, como J. Pierpoint Morgan, Andrew Mellon e Henry Clay Frick confiavam a seus *dealers* a seleção desses *experts*. A competição era grande, e as fraudes, comuns. Pouco a pouco, os magnatas estavam aprendendo a se proteger, selecionando apenas os mais confiáveis e experientes como parceiros.

Dentre os *dealers* da época, Joseph Duveen era sem dúvida o mais notório na intermediação das obras de grandes mestres no circuito Nova Iorque-Londres-

Paris. Através de sua empresa, a Duveen Brothers, foi um dos pivôs e grande beneficiário de uma das maiores transferências de patrimônio cultural de todos os tempos: de 1890 a 1929, empreendedores, industriais e banqueiros americanos em franca ascensão tomaram posse, em grande escala, de tesouros culturais europeus. E pela primeira vez na História, não pela força de espadas ou canhões, mas pela "mão invisível" do capitalismo.

O serviço interno de inteligência de Duveen era de dar injeção a muitas organizações contemporâneas: capaz de alertá-lo dos primeiros sinais de doença fatal nas grandes Casas da Europa, de indícios de insolvência premente nas aristocracias inglesa ou francesa, além de mantê-lo sempre informado sobre as predileções secretas dos magnatas americanos. Duveen, um mestre entre os *dealers*, indicava mordomos, camareiras e motoristas para seus clientes, tomando o cuidado de mantê-los em sua própria folha de pagamentos.

Duveen tinha um olho espetacular para objetos de arte (comprovado pelo desfecho claramente positivo das inúmeras batalhas legais sobre autenticidade de objetos de arte em que se envolveu), mas para referendar a autoria nas transações das obras do período renascentista, servia-se da assessoria do eminente professor de história da arte Bernard Berenson, que endossava, *pro homine*, a genuinidade das obras de sua coleção.

Berenson era, de fato, a maior autoridade em pintura renascentista da época, e usou todo o seu *connoisseurship* e reputação como historiador e crítico "independente" para validar a autoria de dezenas de obras em prol de Duveen. Um contrato secreto com o *dealer* lhe garantiu o recebimento de um polpudo percentual por cada peça vendida ao longo de 27 anos.

Uma delas, "Madona e Criança", foi primeiro avaliada por Berenson como "em mau estado, sem origem definida", quando Duveen o adquiriu em 1895, para alguns anos depois ser reclassificada pelo próprio Berenson como um autêntico "Bellini", permitindo a Duveen multiplicar por 10 o preço pago pela obra.

A majestosa Villa i Tatti<sup>2</sup> propriedade de Berenson em Florença, é uma belíssima referência do grau da riqueza amealhada através de seu acordo com Duveen e outros. É importante notar que, ao longo do tempo, várias de suas atribuições acabaram se provando impróprias, embora a maioria estivesse correta.

Em suma, durante o tremendo "*bull-market*" do mercado de arte no início do século passado, fechou-se um verdadeiro círculo virtuoso de incentivos: a opinião favorável que enriquecia o professor, também abonava o "*dealer*" e o vendedor. E mais, o comprador também não ficava de fora: com o aval do *expert*, tornava-se proprietário de uma obra-prima certificada. Ter um "Rafael" autenticado pela grife Berenson valia bem mais que um "simples Rafael". Por fim, se juntarmos a tudo isso os benefícios fiscais concedidos na época para doações a coleções públicas, temos uma verdadeira "festa no céu".

Não por acaso, o período antes da Primeira Guerra foi uma Era de Ouro para os *art dealers*, em que os preços de algumas obras-primas alcançaram níveis aos quais só retornariam nos anos 80. Não só a demanda era grande, como Duveen e sua trupe mantinham o mercado sempre aquecido, alimentando a rivalidade entre os lendários Frick, Altman e a família Huntington com informação e intriga, usando com grande habilidade a imprensa da época (especialmente o New York Times).

A semelhança entre esse círculo "virtuoso" de taxas e comissões com o carrossel da felicidade protagonizado por *brokers*, bancos de investimento, agências de *ratings*, investidores e empresas dos tempos modernos, é evidente. Assim como a vasta gama de desalinhamentos e conflitos de interesse embutidos no modelo. E se Duveen chegou a

transacionar a obra "Aristóteles contemplando o busto de Homero" quatro vezes, sempre puxando os preços para cima, a Avis, empresa de aluguel de veículos, foi negociada nada menos que 18 vezes desde sua fundação em 1946 – provavelmente entregando em taxas e comissões a advogados e banqueiros bem mais do que o valor da companhia inteira a preços de hoje.

No que tange à cadeia dos empréstimos *subprime* americano, consumida de Oslo a Bangkok em sua roupagem ressecuritizada ou a festa dos IPOs aqui no Brasil, a linha mestra é bem semelhante. Com um agravante. As relações e processos de colocação, empacotamento e venda de títulos foram "industrializados". Perdeu-se em arte e romantismo, mas ganhou-se em escala e produtividade. E idéias simples mas poderosas como "A Europa tem arte, a América tem dinheiro" hoje podem ser exploradas e potencializadas de forma muito mais eficiente – pelo menos por algum tempo.

Sistemas como o financeiro, dependentes de cooperação e troca, são fundados em um regime de confiança recíproca. Pessoas, a serviço de instituições ou de si próprias, precisam acreditar nas suas contrapartes.

No coração do sistema de crédito natural, em particular, residem dois aspectos fundamentais: a reputação pessoal e a comunidade. A decisão crucial na concessão do crédito é "esse sujeito vai me pagar?". Não se trata só da capacidade de geração de fluxo de caixa. Mas de caráter. Reputação. Importam, e muito, os papéis desempenhados por quem concede o empréstimo e quem o toma na rede social local. A finalidade do crédito é relevante.

No sistema financeiro contemporâneo, as relações entre os agentes se dão, cada vez mais, em bases estritamente transacionais. A tecnologia, a interconexão entre os mercados, a desregulamentação, a securitização e com elas a profusão de novos produtos, cada vez mais complexos, que ninguém tem tempo de decifrar mas todos querem consumir, criaram uma gigantesca máquina de eficiência que, se por um lado permitiu descomunais "ganhos" de escala, por outro, reduziu os relacionamentos e o crédito à sua dimensão

<sup>2</sup> <http://www.itatti.it/>

transacional, exponencializando o *moral hazard*<sup>3</sup>, transformando os elos sociais e locais em transações pausterizadas, globais no alcance e socialmente sem responsáveis. As engrenagens do sistema nos deram o direito de agir fisicamente sem fazê-lo política ou moralmente. Não há responsabilidade "pessoal", custo de reputação, ao se promover um crédito que vai ser reempacotado, precificado, ratificado e consumido bem longe de onde foi originado.

Inovações como *pools* de hipotecas eliminam o elemento social das transações. Derivativos e *swaps* idem. A relação direta entre quem empresta e quem toma o crédito é dissolvida. A pressão social evanesce. E é a partir daí que, somando-se o rolo compressor transacional dos mercados à ganância dos agentes, potencializada por sistemas de incentivos onde os conflitos de interesse são óbvios e a vigilância dos órgãos reguladores é insuficiente e inoperante, os

*subprimes* do Alabama acabam desovados com seus colegas de tranche em praias remotas do outro lado do mundo, na mão de investidores ávidos por um retorno avantajado mas garantido. Os *credit scores* e as agências de *ratings* revelaram-se péssimos *proxys* não apenas para capacidade de pagamento (geração de caixa), como para a "reputação".

Ao se unidimensionalizar, reduzindo-se ao seu componente transacional, o crédito mascarou o risco tanto para os credores quanto os tomadores. O que somado à opacidade e alto grau de alavancagem das instituições financeiras com controles de risco risíveis, ao excesso de complacência e credulidade dos agentes ao longo da cadeia de consumo, ao invés de promover de forma eficiente a tão celebrada transferência, redistribuição e dispersão do risco, acabou, sim, por contribuir como agente catalisador de uma verdadeira metástase da liquidez do sistema.

<sup>3</sup> Uma tradução possível para o termo seria "risco moral". Trata-se de um conceito de economia que aborda a alteração do comportamento dos agentes em determinadas circunstâncias e os elevados custos de monitoramento ou prevenção decorrentes. O exemplo clássico é o de seguro de carros: refere-se à possibilidade de os donos de carros, ao terem a certeza de serem ressarcidos em casos roubo ou acidentes, terem menos cuidado ao dirigir ou trancar seus veículos. Neste caso, o mecanismo de combate ao *moral hazard* foi a instituição da franquia.

---

"A que não obrigas os corações humanos, ó fome maldita de ouro?"

Seneca

#### DILIGÊNCIA MORAL

2008 foi um ano longo, duro e conturbado, no decorrer do qual o sistema financeiro mundial teve suas estruturas de governança e *compliance* questionadas e abaladas, e em que os mercados saíram completamente fora de prumo, sendo severamente desestabilizados e chacoalhados por uma crise de confiança sem precedentes em complexidade e escala.

Não é exagero dizer que, desde setembro, a incerteza e a desconfiança generalizadas enxugaram de vez a liquidez de um sistema que já vinha cambaleando há mais de um ano, travando suas engrenagens financeiras e transacionais.

Os bancos, que fundamentam sua existência na forma mais básica de "crédito", sua reputação, deixaram de acreditar nos balanços e na capacidade de sobrevivência uns dos outros. Desacreditaram seus próprios auditores, assim como os seus mecanismos de *compliance* e aferição/controle de risco. Passaram a duvidar da capacidade de pagamento de quem financiam. Seguradoras deixaram de confiar em seus segurados. E vice-versa.

Hoje, em todo o mundo, produtores desconfiam de fornecedores. E os vendedores de seus clientes. Contratos foram e estão sendo questionados, interrompidos, cancelados. Eleitores estão descrentes quanto à capacidade de seus governos reerguerem os mercados e a economia de forma justa e eficiente. E os governos não acreditam na autonomia dos mercados. O mercado, por sua vez, não confia nem no governo, nem nos reguladores. Os investidores questionam seus *advisors*. Que questionam seus gestores. Que por sua vez não acreditam mais em seus economistas e analistas. Que não confiam mais em seus modelos. A lista é longa. Laços de confiança, uma vez rompidos,

demandam tempo para que sejam reconstruídos. E vários dos desdobramentos e reverberações dessas rupturas ainda estão por vir.

Nesse contexto de quebra de confiança generalizada, gostaríamos de compartilhar com nossos clientes e parceiros uma reflexão de ordem moral. Mas não moralista.

Em nossa visão, diferente do consenso, reduzir os recentes acontecimentos à "ganância" humana, depositá-los na conta da "irresponsabilidade de poucos" ou, na ponta oposta, interpretá-los como consequência direta, exclusiva e inexorável de um arcabouço de sistemas de incentivos e os conflitos de interesse a eles associados, pelos quais no fundo **ninguém** se sente responsável, é ignorar uma questão que julgamos crucial: nos parece mais interessante enxergar a situação do ponto de vista "micro", onde podemos de fato agir, do que do "macro", onde procurar culpados e explicações definitivas ou mesmo postular soluções está além de nossa alçada e competência.

Na esfera etérea do "macro", território dos outros, todos nos julgamos credores e vítimas. Mas é nas ruas e becos do "micro" que nós somos (ou deveríamos ser) *accountable*.

Nos parece mais produtivo usar a crise como pano de fundo para refletirmos sobre potenciais formas de proteção contra a nossa própria falibilidade recorrente (ganância, imprudência) e as oscilações de alinhamento de interesses intrínsecas a toda e qualquer relação.

Poderíamos, de forma precipitada, chegar à conclusão de que o desenho dos sistemas de incentivos que regem a relação dos agentes em mercados

e organizações, inexoravelmente "corrompem o caráter", incitando os agentes a "agir". E concluir, como o Cassius de Shakespeare tentando convencer Brutus a assassinar César: "Pois quem é tão firme que não possa ser seduzido?".

E como fazer essa premissa valer em escala "macro"? Redesenhando os sistemas de incentivos explícitos e tácitos que regem as trocas entre os agentes? Instituindo mais e melhor vigilância, reforçando a regulamentação, impondo mais controles? Francamente, não fazemos a menor idéia. Está fora do nosso círculo de competência e ingerência e, cá entre nós, somos um tanto quanto céticos a respeito.

Mas no que tange ao nosso "círculo de confiança", enfatizar a importância de agirmos nós todos de forma moralmente diligente – especialmente na seleção de nossos parceiros, sócios, funcionários e investimentos – definitivamente está na pauta do dia. E não resta dúvida: esse é um assunto extremamente importante que, via de regra, passa despercebido enquanto o mundo vai de vento em popa, e só se evidencia e nos assombra em tempos de crise.

Será que se debruçar sobre essa questão é o suprasumo da ingenuidade de nossa parte? Será que queremos tapar o sol inexistente e pragmático da "ganância" com a peneira romântica de um ideal de "virtude" etéreo e tolo?

Ingênuo e tolo é achar que somente os sistemas de incentivo "do mercado" são conflitados, desalinhados ou corrompidos.

Sim, na esfera financeira, há pontos claríssimos de descompasso que, como evidenciado nesta e em várias das últimas crises, instigam comportamentos que cruzam sem nenhum pudor ou remorso as fronteiras entre o simples "desalinhamento" e o "moral". Como vimos, a enorme máquina de eficiência transacional dos mercados globais, exacerba esse efeito.

Mas vale a pena olhar com lupa essa questão: para olhos bem treinados, conflitos de interesse são fáceis de enxergar. Em vários casos, como os bônus de Wall Street, são explícitos – com direito a páginas e páginas de *disclaimers* e tudo mais.

Mas os "desalinhamentos", ou seja, a convergência imperfeita de interesses entre os agentes, esses são muito mais difíceis de enxergar. Pertencem primordialmente à esfera do tácito. São multidimensionais e oscilam ao longo do tempo. São bem mais difíceis de capturar em contratos ou esquemas. As preferências mudam com o tempo. São voláteis, ambíguas e conflitantes. Qualquer um que já teve amigos, sócios, marido ou mulher, sabe bem do que estamos falando. Não há, por definição, alinhamento "perfeito" de interesses. Ou acham que esse "mal" é exclusivo do mercado financeiro?

Sim, estruturalmente, vivemos sob a égide de um desalinhamento de incentivos generalizado – dos nossos sistemas de governo ao mecanismo de remuneração e promoções nas empresas, que com o tempo, até poderia ser corrigido, melhorado, ou pelo menos melhor vigiado, controlado, punido.

Mas o outro lado da moeda, que nos chama muita atenção é que, apesar das "estruturas", "sistemas", "mercados", da pressão social por seguir regras tácitas e consensos comportamentais, da luta por entregarmos resultados expressivos, ser melhor que os concorrentes, existe SEMPRE a opção, por princípio e disciplina, de usarmos *a priori*, de saída, um filtro moral elevado em tudo o que fazemos.

A opção de dizermos "Não vou participar disso", "Não, não vou investir nesse fundo com o melhor Índice de Sharpe sem entender corretamente o processo gerador dessa performance irretocável", "Não, não vou gerir essa empresa ou fundo de investimentos mirando nos resultados de curto prazo", ou "Não vou fazer negócio com esses sujeitos de reputação questionável" sempre EXISTE.

Essa postura vale no que tange à administração do nosso próprio negócio – para variar, é sempre mais fácil falar do que fazer – mas é extensiva à nossa vizinhança, sendo especialmente crítica no que diz respeito aos parceiros que selecionamos – junto aos quais nosso grau de controle é claramente muito menor.

Não por acaso, como investidores de longo prazo, um dos aspectos que mais levamos em consideração na filtragem dos nossos investimentos potenciais são as

peças envolvidas e suas motivações. Que tipo de sócio queremos? A empresa tem dono(s) de fato? Quem são? De onde vêm? O que almejam, ambicionam para si mesmos, para a família e para a empresa? O que prezam? O que desprezam? Como são cobrados? Como medem o seu progresso, o seu sucesso? Como levam a vida? Como agem com seus parceiros (sócios, clientes, fornecedores, etc.)? Quais são os valores realmente esposados e praticados pela empresa: como se evidenciam nos comportamentos dos donos e funcionários? Como interagem entre si os sistemas de incentivos explícitos e tácitos das diferentes áreas da empresa?

Compreender a fundo como realmente funciona na vida real o organograma de um potencial investimento (em maior ou menor sintonia com os incentivos explícitos da empresa) deveria ter um capítulo especial em todo e qualquer livro de "valuation".

É impressionante como fazer a estruturação de uma análise a partir das pessoas e suas motivações pode ser poderoso. E mais, essa auditoria "social" deve se estender à vizinhança da empresa, aos pontos-chave da sua cadeia de valor.

Por exemplo, quando "analisamos" uma empresa que vende produtos e serviços para outra, é crucial saber também: QUEM é realmente responsável pela compra (ou a influencia) do produto da empresa? Como é remunerado? O que ELE, o comprador (ou influenciador) está lucrando com a compra? O que ELE está "colocando na reta"?

Em suma, se o desalinhamento de interesses entre os "agentes" (sempre gente de carne e osso) é geral, só existe uma forma razoavelmente eficaz de lidarmos com esse fato: lançar mão de um filtro moral/reputacional elevado e manter em nosso círculo de confiança poucos e bons parceiros competentes, éticos, e genuinamente alinhados.

Um bom exemplo de diligência moral a ser seguido é o de Warren Buffett, cujo sistema de controle e governança das empresas investidas é, à primeira vista, bastante "frouxo". E mesmo assim, acerta muito mais do que erra.

Nas palavras de Charlie Munger, seu sócio na Berkshire Hathaway: *"É maravilhoso inspirar confiança. Alguns acham que, se tivéssemos um pouco mais de verificações e processos de 'compliance', a virtude seria maximizada. Na Berkshire, temos processo sub-normal. Procuramos operar numa rede de confiança transparente, contínua – confiança merecida, tentando ser bem cuidadosos com quem deixamos entrar."*

Parte do seu segredo: um ótimo olho para avaliar o caráter de uma pessoa (e a capacidade de com dois ou três telefonemas auditar suas reputações). Mas evidentemente, a dupla só desenvolveu essa percepção aguçada porque em um dado momento de sua carreira deram um **peso desproporcionalmente alto** a esse filtro na avaliação de potenciais investimentos. Isso faz toda a diferença.

Se numa escala de um a dez os investidores tradicionais dão peso 3 ou 4 a traços como integridade, caráter, valores, no caso de Buffett, em que o horizonte de carregamento de um investimento é "para sempre", não tem jeito: o peso tem que ser próximo de 10 e, na hierarquia de atributos desejáveis de um bom investimento, preceder todos os demais.

Buffett aplica um filtro moral elevado, segundo ele procurando sempre três características nos seus potenciais parceiros: integridade, energia e inteligência. Nessa ordem. E em suas palavras: "se o seu candidato não tem a primeira, pode apostar que as outras duas vão acabar com você".

Por outro lado, é importante destacar que, às vezes, calcar boa parte do processo de seleção de parceiros num filtro moral aparentemente robusto, mas sem a devida diligência, funciona às avessas. Em casos como o de Madoff, a confiança exagerada que muitas de suas vítimas depositaram nos traços mais salientes do investidor (ex-Presidente da Nasdaq, vínculo com caridade e a comunidade judaica, vários de seus investidores tinham a reputação irretocável, seus intermediários eram empresas de renome, o fundo

sempre entregou resultados bons, consistentes, mas não extraordinários, e por anos a fio) criaram uma aura de "integridade" em torno dele que tornou seu esquema bastante convincente por muito tempo. Nesse caso, a "moral" compareceu ao processo de seleção do parceiro, mas a diligência foi insuficiente. A regra de bolso é: confie. Mas verifique.

Bom, tendo em vista tudo isso, o que fazer do ponto de vista prático para nos guarnecermos no nível "micro" dos nossos próprios equívocos?

Primeiro, tendo uma noção muito clara, sem hipocrisia, de nossa sugestionabilidade e suscetibilidade (falibilidades e vieses recorrentes: há extensa literatura de economia/finanças comportamentais a esse respeito), controlando-a com princípios, valores, disciplina, sistemas, processos internos, equipe competente e alinhada, exigindo uma margem de segurança expressiva em nossos investimentos e sabendo que, mesmo bem intencionados e alertas podemos ser (e somos) iludidos por nossos sentidos, julgamentos, percepções e avaliações de estímulos, informações e, ainda mais importante, pessoas.

Segundo, construir um ambiente que fomente claramente outros incentivos que não apenas os materiais (começando com a seleção de pessoas usando um "filtro moral" cada vez mais elevado), com sintonia com os princípios e valores vivenciados na empresa (seleção de parceiros/contrapartes – poucos, competentes, honestos e alinhados) que compartilhem desses princípios.

Terceiro, precisamos ser moralmente diligentes – conosco e com os nossos parceiros. Isso vale para avaliar as empresas em que investimos, para as pessoas que contratamos e mantemos na nossa equipe, para os nossos prestadores de serviços, para nossos parceiros e, inclusive, nossos clientes.

#### CONCLUSÃO

Usamos como pano de fundo reflexões sobre "sistemas de incentivos", como os que marcaram e contribuíram, dentre diversos outros fatores, para potencializar a atual crise financeira, para lançarmos

uma luz meio solitária sobre outro lugar: a importância de elevarmos ainda mais o nosso crivo, nosso **filtro moral** nas escolhas que fazemos, menos como agentes de um sistema transacional, e mais como membros responsáveis de uma comunidade.

Refletindo sobre o ano que passou, uma de nossas convicções mais importantes se aprofundou: foi que não existe controle de risco melhor do que cercar-se de poucos e bons parceiros, dentro e fora de casa: competentes, esclarecidos, éticos e genuinamente alinhados e comprometidos conosco no longo prazo.

Nesse sentido, procuramos estar sempre alertas e, mesmo assim, volta-e-meia cometemos erros de avaliação e julgamento.

Eleger um filtro moral elevado como instrumento crucial de controle de risco tem um "custo visível" alto. Nosso universo endereçável de investimentos diminui drasticamente (não é à toa que procuramos investir em empresas globalmente de forma a ampliar nosso alcance sem termos que baixar nosso crivo de governança e qualidade de gestão). O de funcionários contratáveis e sócios elegíveis, idem. Em suma, de modo geral, nosso número de parceiros potenciais reduz-se bastante.

Por outro lado, os "benefícios invisíveis" gerados por essa conduta mais conservadora nos são extremamente valiosos. E em nossa avaliação, mais que compensam os custos visíveis.

Uma boa forma de se pensar em diligência moral é lançar mão de um velho conhecido: o conceito de margem de segurança. Da mesma forma em que só investimos em empresas cujo preço apresenta um desconto significativo com relação à nossa percepção do seu valor, também devemos exigir uma "margem de segurança" ao avaliar os contornos morais de uma oportunidade de investimento ou parceria.

O fato de procurarmos estar sempre alertas, não significa que acertamos sempre, seja interna ou externamente. O ano que passou é um bom exemplo.

Mas o simples fato de atentar para a importância de sermos cada vez mais moralmente diligentes conosco

e nossos parceiros, ajudou-nos a minimizar alguns dos erros cometidos e corrigí-los com relativa rapidez. Nossa carteira hoje é, em boa parte, reflexo positivo dessas mudanças.

Por fim, para exemplificar o tipo de parcerias que temos enorme prazer em cultivar, selecionamos um texto muito interessante: a transcrição de uma palestra realizada há alguns anos atrás por José Galló, presidente das Lojas Renner. Na ocasião, Galló havia sido agraciado com o prêmio de "Personalidade de Vendas do Ano" na ADVB<sup>1</sup>. E escolheu "vender" à platéia bens escassos, verdadeiros artigos de luxo: "princípios", "ética" e "valores" (o discurso encontra-se em Anexo no final do relatório). Para os cotistas do Fundo IP-Participações é especialmente interessante, tendo em vista que aproveitamos a oportunidade dada pelo mercado para montar novamente uma posição relevante na empresa, nossa velha conhecida, a preços extremamente atraentes.

<sup>1</sup> Associação dos Dirigentes de Vendas e Marketing do Brasil

Como mensagem final, uma constatação bem simples: exercer de forma adequada o que denominamos diligência moral implica em fazer mais com menos: reduzir-se o universo endereçável de investimentos e parceiros. E é exatamente nessa direção que estamos seguindo. Queremos poucos e bons parceiros: competentes, éticos e genuinamente alinhados conosco. Com os quais possamos cultivar e nutrir relacionamentos que transcendam o transacional.

Ter um grupo seleto de clientes e parceiros que admira e confia em você é incomensuravelmente mais valioso do que uma infinidade de clientes e parceiros que mantêm com sua empresa uma relação meramente transacional. Nesse sentido, nos sentimos privilegiados.

Concordamos, mais uma vez, com a dupla Buffett e Munger: "procuramos operar em uma rede de confiança transparente, contínua – confiança merecida, tentando ser bem cuidadosos com quem deixamos entrar."

A variação no preço da cota do IP-Participações em 2008, líquida de custos, foi de -41%. O fato de a queda ter sido muito próxima a do Ibovespa é motivo de grande consternação para nós. Afinal, ao longo dos anos, uma das características marcantes do IP-Participações foi seu conservadorismo, que levou o fundo a ter resultados relativos consistentemente satisfatórios em períodos de baixa.

Apesar de toda a ladainha acerca da excepcionalidade da maior crise dos últimos 70 anos, etc., esperávamos melhor performance relativa num cenário como este. Achamos fundamental analisar o que aconteceu. Obviamente há uma série de componentes, mas dois pontos saltam aos olhos: a posição de Globex (Ponto Frio) e a posição formada pelas ações de Coteminas e Springs Global (Coteminas/Springs) que tínhamos no final de 2007. Juntas, elas responderam por uma perda de mais de 28% (do total de 41%) no ano.

Ambas posições mostraram-se equivocadas na relação tamanho/risco. No caso de Globex, estivemos próximos de realizar uma oferta pública das ações no início de 2008, mas a operação acabou tendo que ser abortada. No caso de Coteminas/Springs, além de uma combinação de fatores macroeconômicos que prejudicou em demasia os resultados da empresa, tínhamos uma posição muito maior do que deveríamos dados os preços e atributos das empresas. Para encerrar esta história, o aumento de capital proposto pela Springs e a conseqüente diluição dos acionistas no auge da crise contribui para cristalizar a transformação do que poderia ser uma desvalorização transitória (pelo menos parcialmente) em perda.

Outra forma de decompor o problema é de acordo com os períodos relevantes. Desta forma, vemos que no primeiro semestre o IP-Participações caiu 11%, enquanto que o Ibovespa subiu 2%. A soma das perdas com Globex e Coteminas/Springs também correspondeu a 11%. Claramente este foi o período crítico na definição do desempenho no ano.

O grau de agressividade/conservadorismo sempre é um assunto relevante e foco de preocupações na IP. Desde o início de 2008 começamos um movimento de "volta às origens" nos processos (que tentamos ilustrar através dos relatórios trimestrais) que culminaram em junho com mudanças importantes na equipe de gestão e o reforço da "palavra final" em risco dos fundadores.

De julho a setembro passamos por um período de fortes ajustes nas carteiras, principalmente na ponta de venda. A performance relativa ainda sofreu mais que deveria, refletindo o endereçamento dos problemas e a assunção de perdas: a cota caiu 20% contra 24% do Ibovespa.

No último trimestre, quando o mercado entrou no seu inferno astral, já tínhamos passado o nosso. O percentual comprado do fundo passou de 96% em 30 de junho para 81% em 30 de setembro e todas as posições tinham sido ajustadas para uma visão muito mais conservadora.

Graças à crise, que catalizou uma movimentação de preços em linha com nosso re-estabelecido conservadorismo extremo, os resultados começaram a surgir mais rápido que o que era razoável esperar. Enquanto o Ibovespa caiu mais 24% no último trimestre do ano, a cota do IP-Participações caiu 16%, retomando seu padrão histórico (importante notar que para recuperar uma oscilação negativa de 16% é necessária uma alta de 19%, enquanto que para uma de 24%, são necessários mais de 31%).

Terminamos o ano com 84% investidos em ações e uma carteira que nos deixa bem mais confortáveis, já que as grandes posições são em empresas de mais alta qualidade e solidez – e ainda assim menores que as que tínhamos em Globex e Coteminas/Springs.

Algumas dessas empresas merecem destaque:

Uma é nossa velha conhecida Saraiva. Apesar de suas cotações terem sofrido (impactando negativamente o fundo em 6,5%) a empresa continuou sua aparentemente inexorável marcha de crescimento rentável. A Editora

continuou a apresentar bom desempenho. A Livraria apresentou grande crescimento de resultados calcados não somente nos ventos favoráveis mas também em melhoras operacionais palpáveis. A ".com" deve ter fechado o ano com faturamento acima de R\$ 300 milhões e foi concluída a aquisição da sua principal concorrente, a Livraria Siciliano. Consideramos a estrutura de capital da empresa bastante confortável. Nossa expectativa é que a integração das operações da Livraria Siciliano e melhoras logística dominem as atenções nos próximos meses. Também acreditamos que apesar de todo o sucesso já atingido, as operações ".com" ainda representam um grande potencial de crescimento e geração de valor. As ações de Saraiva representavam pouco menos de 10% do fundo em 31/12/08.

Outras velhas conhecidas que voltaram com força à carteira foram Lojas Renner, Itaúsa e InBev/Ambev. A nosso ver, uma característica relevante é comum às três: são empresas com qualidade de gestão padrão *top global*. E não dizemos isto baseado em impressões de terceiros. Acompanhamos todas há pelo menos 15 anos, período durante o qual sempre buscamos fazer *benchmark* das mesmas estudando seus pares em nível mundial. Num contexto como o de hoje, vemos este aspecto como relevante e raro.

Lojas Renner continua a exibir as qualidades que conhecemos desde 94: gestão excepcional, mesmo em padrões globais, foco e execução de qualidade. Desde a sua volta ao mercado, vínhamos esperando uma oportunidade de remontar posição relevante na empresa. Esta é uma das vantagens do varejo para o investidor de longo prazo: um trimestre mais fraco e as melhores empresas são precificadas baseadas na perpetuação do mesmo. Com a coincidência da crise global, os riscos de um processo de aquisição e um clima atípico, as ações da empresa tiveram forte queda combinada à disponibilidade de lotes relevantes à venda, rara combinação para uma empresa de qualidade. A questão da aquisição da Leader Magazine foi resolvida sem ônus para Lojas Renner. O negócio foi abandonado de comum acordo entre as partes.

A crise é uma realidade, mas empresas como Lojas Renner têm uma vantagem. O mesmo time de

executivos estava lá nas de 94, 98, 99, 2000. Estivemos presentes numa conferência no início de novembro em que a empresa fez uma apresentação transparente e franca, como é de sua natureza. Interessantemente, enquanto o mercado reagiu negativamente, derrubando ainda mais as cotações, saímos reconfortados com o fato de termos executivos realistas, experientes e pró-ativos administrando a companhia. Aproveitamos para aumentar a posição. Por fim, gostaríamos de destacar as questões climáticas. Obviamente, é impossível precisar em quanto elas afetaram negativamente os resultados de 2008, mas ao contrário de muitos que dão baixo peso à relevância desta questão, tendemos a acreditar nos 15 anos de acompanhamento da empresa que indicam o oposto. Tende a ser, portanto, uma questão transitória. O importante é que mais uma vez a empresa, baseada na sua cultura, competência e sistemas, reagiu rapidamente. As ações de Lojas Renner já correspondiam a quase 7% da carteira do fundo em 31/12/08.

Itaúsa (controladora do banco Itaú) foi uma das grandes oportunidades da crise. Nas semanas "negras" de outubro, tivemos a oportunidade de comprar lotes relevantes a preços que implicavam na perda definitiva do padrão de resultados de décadas da empresa (assumindo a continuidade dos mesmos, conseguimos comprar pagando um P/L que, dependendo de algumas premissas, era da ordem de 5 ou 6). E ao longo deste tempo, a empresa melhorou não só em termos absolutos como sua posição relativa, deu grandes provas de qualidade de governança e preparou-se para ser um *top player* global. De fato, pouco depois a empresa deu mais uma prova de suas qualidades ao absorver o Unibanco numa operação-relâmpago. Com isto assumiu um porte ainda mais invejável. Consideramos a combinação de uma solidez absolutamente superior, gestão moderna e alinhada (a família Setúbal vem se mostrando o controlador dos sonhos – competente, alinhada, flexível e dinâmica) e sistemas de mais alta qualidade muito atraente. Em 31/12/08, as ações da Itaúsa eram a maior posição da carteira correspondendo a quase 10% do patrimônio do fundo.

E finalmente, mas não menos importante, gostaríamos de destacar a implementação da possibilidade do fundo investir até 10% do seu patrimônio no exterior. Desde o final da década passada, há aproximadamente 10 anos portanto, vimos pleiteando esta possibilidade a integrantes do governo. A lógica é simples:

1- **"Dinheiro não tem carimbo"**. Investidor quer retorno e o gestor a capacidade de expressar suas visões e o resultado de suas pesquisas e análises. Se não há suficiente quantidade de empresas com governança de qualidade aqui, podemos identificar outras pelo mundo afora e isto é importante para nós, por que não? Idem para qualidade de gestão. Idem para setores não representados por empresas nacionais abertas.

2- **Qualidade de análise**. Nossa experiência mostra que poder de fato investir em empresas internacionais melhora muito a análise das empresas locais. Uma coisa é olhar para conhecer, ou até mesmo fazer *benchmarking*. Outra é pesquisar e analisar com olhos (e estômago) de investidor. O conhecimento decorrente leva a uma ampliação da escala de valores – o limite inferior da faixa do que pode ser considerado bom sobe na maioria dos casos. Tendências (de gestão de empresas, regulatórias, comportamentais e tecnológicas) são identificadas mais tempestivamente. Dado que os mercados de produtos e serviços são cada vez mais globalizados, a identificação de riscos e oportunidades melhora tremendamente. As chances de se antecipar na identificação de um "monstro competitivo" aumentam, assim como a capacidade de acreditar nas chances competitivas da expansão internacional de uma empresa como a Itaúsa, por exemplo.

3 - **Nível de exigência, custo de oportunidade e força invisível**. Se podemos investir numa empresa internacional de um dado setor com qualidades muito acima das "similares nacionais", então podemos mesmo. Nós e muitos outros. Com isto, assim como ocorreu com a indústria automobilística nacional, a tendência é que as empresas que queiram ser consideradas "de primeira linha" no mercado de capitais (para usufruir das

vantagens que tal reconhecimento implica) melhorem suas práticas, sejam mais ambiciosas e pró-ativas. Cada dia ficará mais claro que além de terem que competir por investidores externos, terão uma "reserva de mercado" minguante junto aos investidores locais (neste sentido o próximo passo marcante será a abertura da possibilidade de investimento no exterior para os fundos de pensão. Mas este vai ser um capítulo à parte).

Embora os 10% ainda não sejam o que vai fazer toda a diferença, certamente foi mais um passo importante do país no abandono de uma postura provinciana e terceiro-mundista em direção a uma maior inserção e afirmação internacional. Acreditamos profundamente que este passo foi muito mais relevante do que vem sendo reconhecido. Fazemos questão de agradecer publicamente a todos na CVM, BC e Receita Federal que tanto se empenharam para remover mais este entulho histórico da nossa indústria.

Em 31/12/08, já utilizávamos 9,9% dos 10% de "espaço" para investimentos no exterior. As principais posições por ordem de relevância eram:

Anheuser-Busch Inbev (ABI) – Maior empresa de cerveja do mundo, controladora da Ambev no Brasil. É ótimo poder parar de se preocupar com os riscos societários e "ficar mais próximos de Deus". Uma descrição detalhada deste *investment case* é apresentada mais adiante neste relatório.

Google (GOOG) – Dispensa apresentação. A crise trouxe a oportunidade de comprar suas ações a um EV/FCF<sup>1</sup> da ordem de 12. Em termos de solidez, a empresa tinha um caixa líquido de US\$ 14 bilhões em 30 de setembro. O modelo de negócio da empresa apresenta altas margens, baixa intensividade de capital e cada dia mais, um *switching cost* maior, tanto para usuário quanto para anunciantes. Um ponto de potencial surpresa positiva é a propriedade do YouTube. A migração do *rich media* da TV para a internet nos parece muito mais forte que o reconhecido e a posição do YouTube é muito forte – e ainda pouco monetizada. Somamos a isto o aproveitamento do esfacelamento contínuo da Yahoo e AOL, o modelo de inovação contínuo da empresa

(que ainda precisa se provar como rentável), a introdução do navegador Chrome e a prometida entrada no gigantesco mercado de telefonia celular. Por fim nos parece razoável esperar alguma resiliência ao cenário recessivo. *Pay-for-performance advertising* certamente fica ainda mais atraente em um cenário de verbas curtas. Os dados divulgados pela Amazon acerca de sua performance no período de festas mostra que é possível para os novos modelos prosperarem mesmo no cenário atual.

Thermo Fisher (TMO) – Apesar de um valor de mercado de aproximadamente US\$ 15 bilhões e receitas próximas a US\$ 10 bilhões, a empresa é desconhecida da grande maioria. E este fato ajuda a explicar sua atratividade. Suas atividades concentram-se no desenvolvimento e suprimento de equipamentos e material de uso em laboratórios, certificação e segurança. Seu escopo é global e a lista de clientes vai de universidades a empresas farmacêuticas, de exames laboratoriais e governos (detectores de explosivos, drogas...). Sua relativa "insignificância" financeira em quase todos os processos em que se insere, ao mesmo tempo que é relevante e até mesmo crítica, confere-lhe admirável *pricing power* e baixo risco. A empresa que gostamos de definir como "empresa de engenheiros", adiciona ainda mais valor que o implícito no seu posicionamento e capacidade operacional na medida em que se provou ao longo do tempo uma "máquina de execução", maximizando o uso de sua formidável rede de distribuição através de constantes aquisições dos mais diversos portes. A preços de 31/12/08, podíamos comprar a empresa a aproximadamente 12 x EV/FCF com uma dívida líquida de menos de US\$ 1 bilhão (US\$ 2 bilhões de dívida de longo prazo e US\$ 1,2 bilhões de caixa).

3M (MMM) – "The innovation company". Prima mais velha e popular da TMO no que diz respeito a produtos relevantes/críticos inseridos em grandes cadeias produtivas e da GOOG no que tange a uma cultura muito forte de incentivo a inovação. Só que neste caso com um histórico de rentabilidade desta abordagem altamente positivo ao longo de décadas. Assim como ambas e ABI, vendas espalhadas pelo mundo afora para um grande número de clientes.

Fatura US\$ 25 bilhões também de forma diversificada tanto geograficamente quanto em termos de produtos. Margens historicamente altas e altíssimo retorno sobre capital empregado. Muitas vezes criticada por excesso de conservadorismo – sempre deu preferência a preservar a rentabilidade a crescer desmesuradamente, pouquíssimo alavancada (dívida líquida de US\$ 5 bilhões aproximadamente, igual à geração de caixa operacional) e com um histórico fantástico de governança – baixa diluição por remuneração, aquisições em caixa, e alta remuneração em caixa aos acionistas tanto através de recompras quanto de dividendos. Assim como TMO, faz inúmeras aquisições, aqui ainda mais focada nas menores, que "pluga" na sua rede de distribuição. Todos conhecem o Post-it, mas a empresa fabrica filmes para telas de TV e do iPhone, coletores de energia solar, insulação de janelas, revestimentos para hélices de geradores de energia eólica, adesivos e abrasivos industriais, equipamentos para segurança, equipamentos para distribuição de energia, operadoras de telecomunicações, etc.

Berkshire Hathaway (BRK.A) – A empresa de Warren Buffett (WB) não caiu tanto na crise quanto o mercado, mas caiu o bastante para ficar atraente. Há várias formas de olhar a empresa. Uma é tentar avaliar cada uma de suas partes. A nosso ver um caminho infrutífero. A opção mais simples é ver a empresa como uma arbitragem, assumir uma rentabilidade para os ativos e um custo para o *float* (que historicamente tem sido próximo a zero ou até mesmo negativo em muitos períodos). A questão séria mais óbvia é: e se (quando?) WB não estiver mais tocando a empresa? Obviamente isto requer um desconto. Como já colocou Charles Munger, segundo maior acionista da BRK, não temos o direito de esperar outro gestor do calibre de WB. Mas acreditamos que por outro lado, o modelo e a cultura da empresa são mais fortes que normalmente se infere pelo poder ofuscante de WB e que os preços atuais provêm razoável margem de segurança. A posição é pequena, dado que há muitas alternativas baratas. Mas pode aumentar em caso de oportunidade maior.

As coincidências de solidez de balanço, exposição global e diversidade de clientes é intencional. Buscamos empresas a preços atraentes que sejam capazes de sobreviver e gerar caixa onde quer que seja, na moeda que seja. Como diz um e-mail que andou circulando, "Não sabemos o que vem pela frente, mas que seja pela frente."

---

## ANHEUSER-BUSCH INBEV (ABI)(IP-PART/IP-VH)

Acompanhamos de perto as ações da Inbev desde a sua criação. Na verdade, há mais de 10 anos, já estudávamos a Brahma, empresa que deu origem à Ambev e, posteriormente, à Inbev.

Desde o início, a combinação de uma geração de caixa forte e estável em um negócio pouco intensivo em capital e com relevantes barreiras de entrada, já fundamentava uma interessante oportunidade de investimento de longo prazo.

Além da qualidade do negócio sempre admiramos a forma como era feita a gestão da empresa. Após ter sido adquirida no final da década de 80, a Brahma passou por uma profunda transformação, tornando-se pioneira em adaptar à sua cultura alguns princípios de gestão empresarial ainda pouco comuns no Brasil: foco em resultados, meritocracia, formação de líderes dentro de casa, transformação de funcionários em sócios e a simplicidade administrativa. Este modelo, que passou a ser copiado por muitas outras empresas no país, rompeu definitivamente com a tradicional gestão corporativa brasileira.

Essa gestão simples e pragmática gerou resultados excepcionais e fez com que os ganhos de produtividade se repetissem ano após ano. Aliado a isso, a cultura forte, capaz de atrair e reter talentos e torná-los aptos a assumir novos desafios, funcionou como um catalisador para saltos maiores: aquisições e fusões, rapidamente, se tornaram uma arma importante de geração de valor.

A idéia cada vez mais era utilizar a forte geração de caixa do negócio para comprar novos ativos ou se unir a empresas já existentes e, posteriormente, utilizar o grande número de executivos formados dentro de casa e a cultura corporativa focada em resultados para extrair valor dessas operações.

O primeiro grande passo foi a "fusão" da Brahma com a Antarctica (1999), então vice-líder do mercado de cerveja no Brasil e a conseqüente criação da Ambev. Essa operação era oportuna não apenas pela possibilidade que a gestão Brahma tinha de levar os resultados da Antarctica a um novo patamar de

rentabilidade, como também pelo valor estratégico de dominar o importante mercado de cerveja brasileiro. Nos anos seguintes, a Ambev fortaleceu sua posição competitiva na América Latina, aumentando substancialmente a eficiência de suas operações e apresentando elevadas taxas de crescimento.

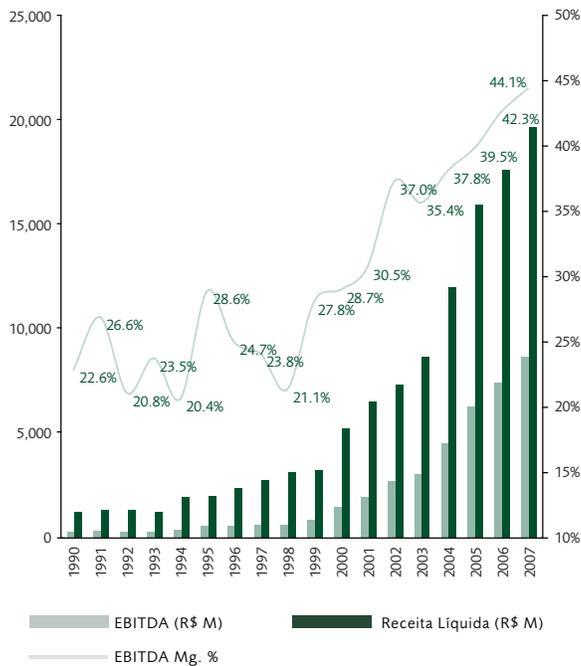
Quando a maior parte dos ganhos de sinergia já havia sido alcançada, a Ambev começou a se preparar para um movimento ainda mais ambicioso, que elevaria a empresa a uma escala global.

A Inbev foi criada após a fusão da Ambev com a Interbrew em 2004.

Do início dos anos 90 até a época da fusão com a Ambev, a Interbrew evoluiu de uma pequena cervejaria belga com vendas de 17 milhões de hectolitros de cerveja/ano para uma multinacional com operações em mais de 120 países e vendas superiores a 90 milhões de hectolitros/ano, ocupando, em 2003, a terceira posição no ranking mundial. Esse forte crescimento veio através de acordos de distribuição e aquisições de uma série de pequenas/médias cervejarias locais que acabaram aumentando o grau de complexidade da operação e, conseqüentemente, gerando grandes ineficiências. Execução é fator determinante em um setor em constante consolidação, uma capacidade que a Interbrew não possuía.

Esta operação representou a união de duas empresas muito complementares: enquanto a Interbrew, que tinha acabado de passar por um período intenso de aquisições, mostrava ter pouca habilidade para capturar sinergias, a Ambev apresentava uma incrível capacidade de execução enraizada em sua cultura, já provados depois da fusão da Brahma com a Antarctica. Foi o casamento perfeito. Desde então, a Inbev dedicou-se a extrair o máximo de valor possível dessa fusão, gerando excepcionais retornos para seus acionistas.

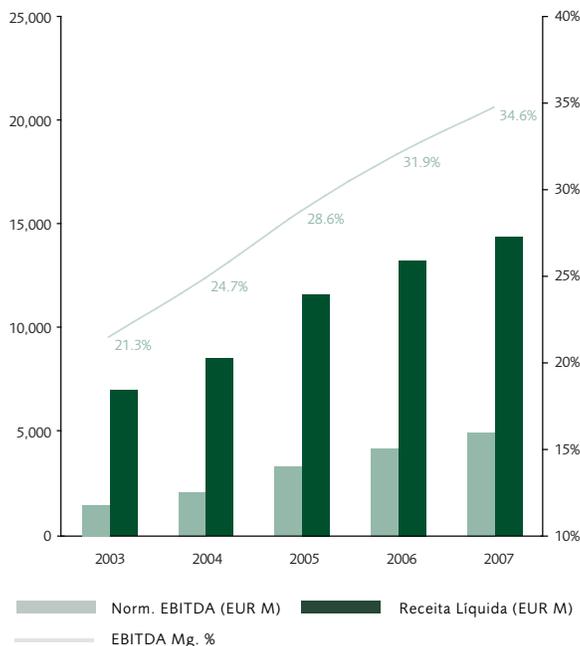
## AMBEV – MARGEM EBITDA



FONTE: AMBEV

\* 1990 a 1999: Valores referentes apenas as operações da Brahma

## INBEV – MARGEM EBITDA



FONTE: INBEV

Em meados de 2008, uma nova oportunidade surgiu, dessa vez em uma escala ainda maior: o euro e o real valorizados frente ao dólar ajudaram a criar uma situação favorável para que a Inbev pudesse adquirir o controle total da Anheuser-Busch (AB), a centenária

cervejaria que, através de sua tradicional marca Budweiser, detém 50% de *market-share* do mercado americano de cerveja. Assim nascia a AB Inbev.

O racional dessa aquisição era similar ao das anteriores: aproveitar a forte geração de caixa e a qualidade do time de executivos da Inbev para comprar ativos maiores e com grande potencial de corte de custos, extraíndo valor ao longo dos anos com ganhos em eficiência e sinergias. Uma peculiaridade advinha do fato da AB ser um negócio muito estratégico dado a sua grande presença no mercado norte-americano, fator esse crucial para a Inbev tornar-se, de fato, uma empresa global.

Por sua vez, o controle pulverizado da AB e a recusa inicial dos executivos à proposta, fizeram com que a compra só pudesse ser concluída através de uma oferta hostil, o que acabou elevando o preço da operação. O *valuation* final não foi baixo, mas podia ser defendido pela qualidade e pelo valor estratégico do negócio, assim como pela capacidade comprovada da gestão Inbev em extrair sinergias de empresas adquiridas.

Para viabilizar a operação, foi construída uma complexa estrutura de endividamento, garantida por um sindicato de bancos que haviam se comprometido de forma irrevogável a fornecer os empréstimos, antes mesmo do pior momento da crise financeira entre agosto e outubro de 2008. O valor do empréstimo seria de US\$ 54,8 bilhões e, como exigência dos credores, a empresa deveria pagar US\$ 9,8 bilhões em até 6 meses após a formalização da transação e mais US\$ 7,0 bilhões em até 12 meses. O dinheiro para o primeiro pagamento seria levantado através de uma oferta pública de ações primária, enquanto a segunda parcela seria paga através da venda de ativos.

Entre a finalização e a liquidação da operação, o agravamento do ambiente macro-econômico fez com que a percepção de risco do mercado piorasse drasticamente. Em um cenário de crédito muito desfavorável, a empresa ficaria não só com um alto endividamento, mas também teria a necessidade de levantar US\$ 16,8 bilhões no curto prazo.

Além disso, para o primeiro pagamento, os controladores acabaram sendo obrigados a realizar a oferta pública primária a um preço bastante baixo para garantir o sucesso da operação, deixando todos os investidores

pressionados a participar do aumento de capital para não serem diluídos com a emissão de novas ações. Isso ocorreu em um período de forte desvalorização mundial, onde grande parte dos investidores não possuía capital disponível para uma operação desta natureza.

Nossa confiança na capacidade da AB Inbev em gerar valor em aquisições junto com a forte desvalorização das ações da empresa já havia sido o suficiente para montarmos uma pequena posição na carteira, conforme o preço das ações caía em meados de outubro. Porém, a urgência da realização da oferta pública, aliada a um cenário financeiro adverso, resultou em uma queda ainda mais acentuada das ações, o que vimos como uma oportunidade de investimento interessante. Aproveitamos para aumentar significativamente nossa exposição à empresa além de subscrever toda nossa parte no aumento de capital.

Esse investimento foi realizado através da troca parcial de nossa posição em Ambev por AB Inbev, o que nos posicionou mais próximos dos controladores, aumentando nosso conforto societário.

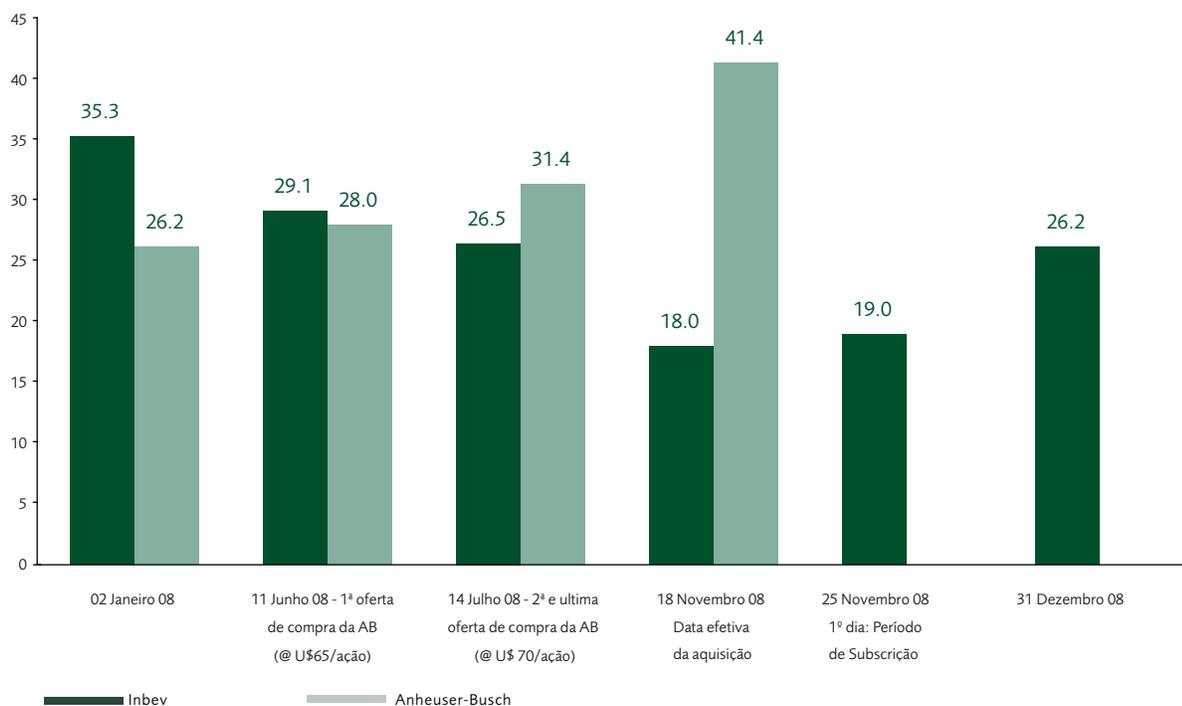
Vale mencionar que logo após o anúncio da primeira oferta da Inbev pela AB (Junho 2008), as ações da Ambev se deterioraram muito. O mercado antecipou-se

ao fato de que a subsidiária brasileira (a AB Inbev possui cerca de 62% da Ambev) pudesse ser usada de alguma forma para pagar uma parte da conta da aquisição da AB. Por acreditar que a queda havia sido exagerada, montamos então uma posição relevante em Ambev.

Daquele momento até o fim da oferta pública de ações mencionada acima, esse investimento valorizou-se marginalmente enquanto as ações da Inbev (que se tornariam AB Inbev) se desvalorizavam, a ponto de seu valor de mercado atingir € 19 bilhões, enquanto o valor de sua participação na Ambev valia € 12 bilhões. Isso quer dizer que todas as outras operações da AB Inbev (incluindo a AB) valiam apenas os € 7 bilhões restantes, representando uma grande distorção de valor.

Com relação à venda de ativos para o pagamento da segunda parcela da dívida de curto prazo, acreditamos que a AB Inbev possui uma série de negócios únicos e com elevado valor estratégico para possíveis compradores. Além disso, a venda de apenas alguns destes negócios já seria o suficiente para atingir o valor acordado com os bancos. A maior preocupação do mercado é se existirão compradores efetivos e como eles poderiam se financiar em um cenário adverso de crédito. Reconhecemos o risco

VALOR DE MERCADO (EUR BN)



dessa operação, mas ressaltamos nossa confiança na capacidade do time de executivos em superar adversidades e encontrar soluções alternativas para os desafios.

Além disso, existe um alto grau de alinhamento tanto dos executivos quanto dos controladores para a concretização do negócio, dado o montante de seus patrimônios alocados em ações da AB Inbev, principalmente após o recente aumento de capital.

O restante da dívida possui um prazo mais alongado e deverá ser pago com a própria geração de caixa da companhia.

A AB possui um histórico de execução acima da média em *marketing* e distribuição. Na década de 90, conseguiu acordos de exclusividade com os maiores distribuidores de cerveja do mercado americano. O setor de distribuição de bebidas alcoólicas nos Estados Unidos é altamente regulado e esses relacionamentos acabaram se transformando em grandes barreiras de entrada. Contando com uma posição privilegiada na distribuição de seus produtos, aliada a suas famosas campanhas de marketing, a AB construiu uma posição de liderança estável e rentável. A solidez de sua posição competitiva fez com que a empresa não tivesse em sua cultura um foco obstinado na busca de uma maior eficiência operacional.

A AB representa uma nova e imensa plataforma de corte de custos, que nunca foi o foco principal da empresa americana, mas uma especialidade do time de executivos da Inbev. Em nossa visão, isso fortalece as chances das sinergias anunciadas serem não apenas atingidas, como possivelmente superadas ao longo do tempo.

Como em todas as outras aquisições, a AB Inbev focará seus esforços iniciais para obtenção de sinergias em três principais frentes: (i) redução de despesas e custos gerais; (ii) utilização da nova estrutura para renegociação de preços e prazos com todos fornecedores; (iii) implementação de sua cultura e melhores práticas em toda a companhia. Vale lembrar que os executivos designados para o comando da operação da AB receberam uma grande quantidade de opções de ações que só poderão ser exercidas no longo prazo e que estão sujeitas à diminuição do endividamento da companhia a um nível muito menor do que o atual. Isso fortalece o alinhamento entre os executivos e a

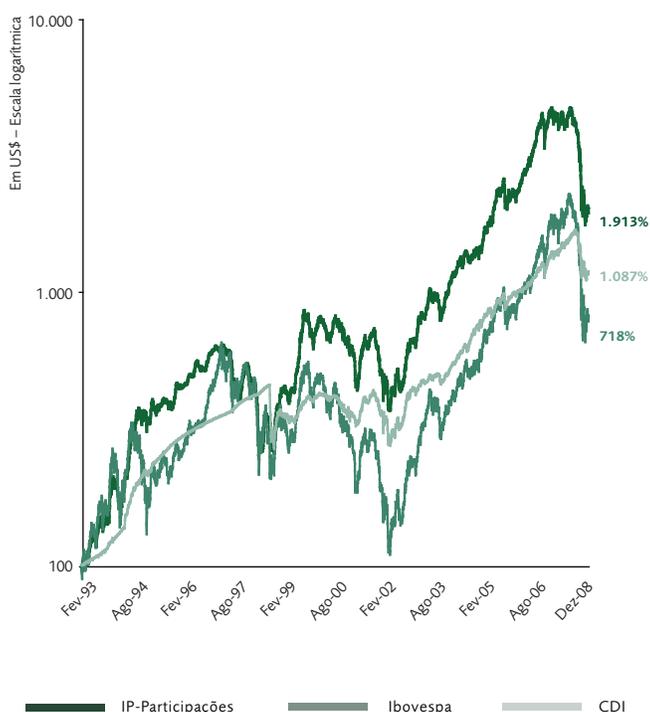
empresa, além de aumentar sensivelmente as chances de sucesso da operação.

Não há dúvidas de que existem riscos. Mesmo acreditando na venda dos ativos e na forte geração de caixa para pagar os vencimentos da dívida nos próximos anos, estamos investindo em uma companhia com elevado nível de alavancagem em um mundo onde as linhas de créditos estão escassas. Outro ponto que nos deixa preocupados é o risco de aumento de impostos sobre o setor de cerveja, principalmente nos países desenvolvidos que agora precisam de recursos para pagar seus crescentes déficits. O setor, em momentos como o atual, fica sempre vulnerável dado o baixo custo político da decisão. Nos Estados Unidos, por exemplo, os impostos sobre o setor estão entre os mais baixos do mundo e são relativamente inferiores a outras bebidas alcoólicas.

Mas esses riscos parecem excessivamente incorporados ao preço da ação. A AB Inbev está sendo negociada a uma relação P/L 2009E: 9,6x (@ EUR 16,58/ação). Soma-se a isso um crescimento significativo em sua linha de lucro nos próximos anos, como conseqüência da expansão de margens proveniente das sinergias. Considerando todos esses fatores, chega-se a um valor intrínseco muito acima do valor de mercado e, conseqüentemente, o que acreditamos ser uma ótima oportunidade de investimento.

PS: No início de Janeiro ocorreu um novo evento relativo a AB Inbev que achamos relevante mencionar. Foi realizada com sucesso uma emissão privada de títulos de dívida da empresa no valor de US\$ 5Bn, dividida em três vencimentos (5, 10 e 30 anos). As taxas, apesar de serem superiores à da dívida levantada anteriormente, foram atraentes dadas às condições atuais de mercado. Começamos a ver o mercado de dívida voltando a se abrir para novas emissões. O que é positivo tanto no lado da rolagem da dívida atual da AB Inbev, como para o *funding* necessário para os potenciais compradores dos ativos colocados à venda. O capital levantado será utilizado para o pagamento de uma parte da dívida de curto prazo que, anteriormente, seria paga através da venda de ativos. Agora a empresa pode realizar o processo de venda de forma mais racional e sem a pressão de tempo que diminuiria o valor dos ativos.

## PERFORMANCE – IP-PARTICIPAÇÕES



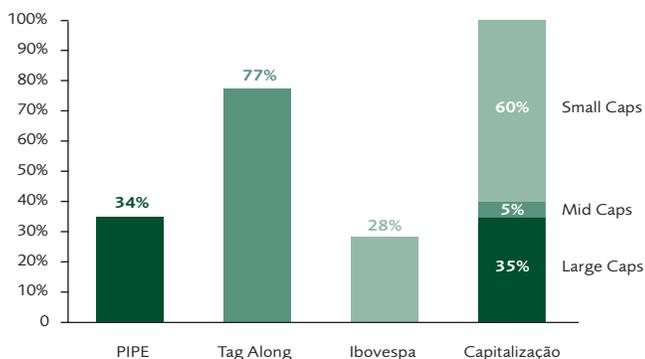
Rentabilidade (R\$)	IP-Participações FIA	Ibovespa <sup>(3)</sup>	CDI
Dezembro 08	2,35%	2,61%	1,11%
Novembro 08	-0,65%	-1,77%	1,00%
Outubro 08	-17,34%	-24,80%	1,18%
Setembro 08	-9,00%	-11,03%	1,09%
Agosto 08	-5,73%	-6,43%	1,01%
Julho 08	-7,31%	-8,48%	1,06%
Junho 08	-7,51%	-10,44%	0,95%
Mai 08	9,04%	11,34%	0,87%
Abril 08	1,65%	7,68%	0,90%
Março 08	-7,42%	-5,53%	0,84%
Fevereiro 08	3,20%	9,05%	0,80%
Janeiro 08	-9,26%	-8,04%	0,92%
2008	-40,61%	-41,25%	12,38%
2007	33,72%	43,68%	11,82%
2006	40,12%	33,73%	15,03%
2005	19,00%	27,06%	19,00%
2004	30,00%	17,74%	16,17%
2003	60,62%	97,10%	23,25%
2002	9,01%	-17,80%	19,11%
2001	10,39%	-9,79%	17,29%
12 meses	-40,61%	-41,25%	12,38%
60 meses	72,15%	68,89%	99,82%
Desde 26/02/93 <sup>(1)(2)</sup>	1912,75%	717,77%	1086,95%
Retorno anualizado <sup>(1)(2)</sup>	21,02%	14,29%	17,03%
Volatilidade histórica	26,34%	43,10%	14,58%

(1) Em dólares

(2) Início do Fundo em 26/02/93

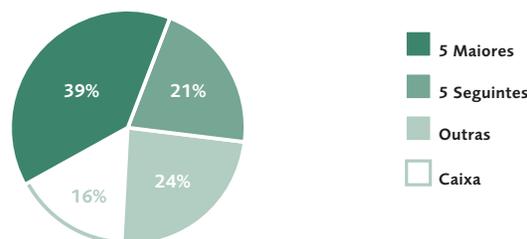
(3) Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, os fundos deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passaram a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 240.122

### CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES\*



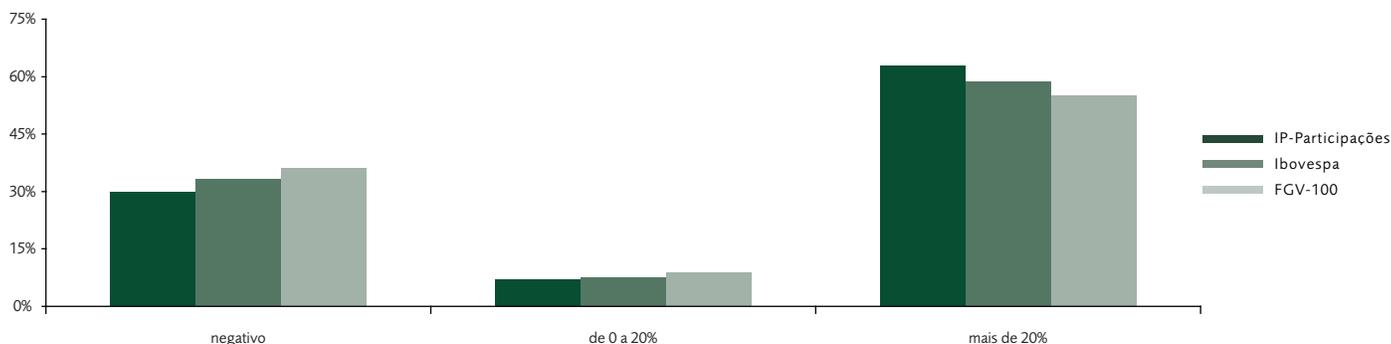
\* PIPE: Private Investment in Public Equity/Tag Along; % com direito a Tag Along/Ibovespa: % que estão no índice/ Capitalização: Small Caps (menor que US\$1b), Mid Caps (entre US\$1b e US\$3b), Large Caps (maior que US\$3b)

### COMPOSIÇÃO E CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



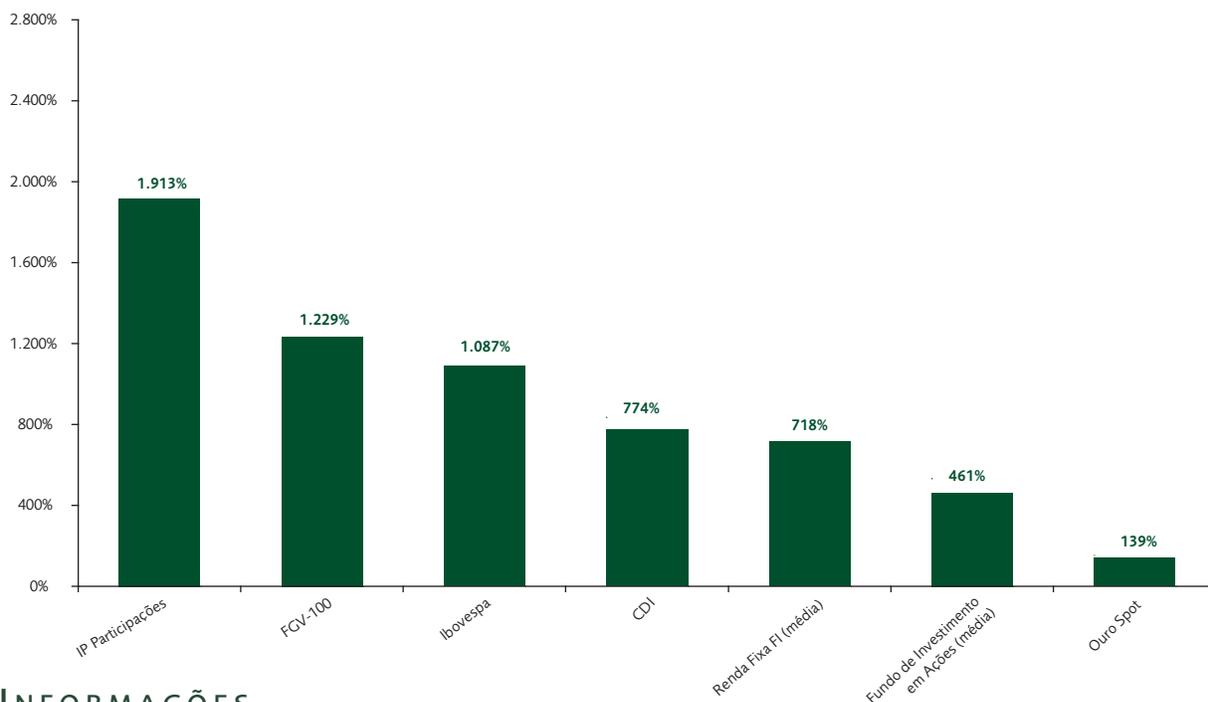
### IP-PARTICIPAÇÕES X IBOVESPA X FGV-100

Frequências de Retornos Anuais (trailing diário de 26/02/93 até 31/12/08)



## COMPARATIVO DE RENTABILIDADE ACUMULADA (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/12/08)



## INFORMAÇÕES

### FUNDO

O IP-Participações é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado de acordo pela Instrução nº 409 da CVM.

### OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo a partir do investimento em ações de empresas que estejam sendo negociadas em bolsa de valores com desconto significativo em relação ao seu valor justo.

### ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira do Fundo em ações de empresas que apresentem potencial de elevada rentabilidade no longo prazo em função de vantagens competitivas sustentáveis. Quando julgar conveniente, a Investidor Profissional (IP) adotará postura colaborativa em relação às empresas nas quais o Fundo efetuar investimentos. Da mesma forma, a IP se propõe a exercer o direito de indicar conselheiros nas empresas investidas quando julgar necessário. A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto.

A IP busca, subordinadamente aos investimentos descritos acima, investir parte dos recursos do Fundo de forma mais transitória em ações cujas características as leve a apresentar uma relação risco/retorno mais atraente do que a das aplicações de renda fixa disponíveis.

Em função da estratégia a ser seguida, espera-se que as cotas do Fundo apresentem pouca correlação com o mercado, definindo-se este como o IBOVESPA.

### PÚBLICO ALVO

Investidores qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

### CATEGORIA ANBID

Fundo de Ações Outros

### PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

**Aplicação mínima:** R\$ 100 mil

**Movimentações mínimas subsequentes:** R\$ 20 mil

**Saldo mínimo remanescente:** R\$ 100 mil

**Horário limite para movimentações:** 14:00 h

**Conta do fundo (para TED):** Banco Bradesco (237) – ag 2856-8 – cc 585.788-0

IP-Participações FI em Ações – CNPJ 29.544.764/0001-20

**Conversão de cotas na aplicação:** D + 1 da disponibilidade dos recursos.

#### Resgate programado:

- Solicitação do resgate: Diária.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do terceiro mês subsequente.

#### Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

#### Taxa de performance:

- 15% sobre o ganho que exceder o IGP-M. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

#### Tributação:

- IR de 15% sobre os ganhos nominais.
- Incidente apenas no resgate.

### INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

**Gestor:** Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

Tel: (21) 2104 0506 / Fax: (21) 2104 0561

[www.investidorprofissional.com.br/](http://www.investidorprofissional.com.br/)

[faleconosco@investidorprofissional.com.br](mailto:faleconosco@investidorprofissional.com.br)

**Administrador e Distribuidor:** BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A (CNPJ: 02.201.501/0001-61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905

Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf)

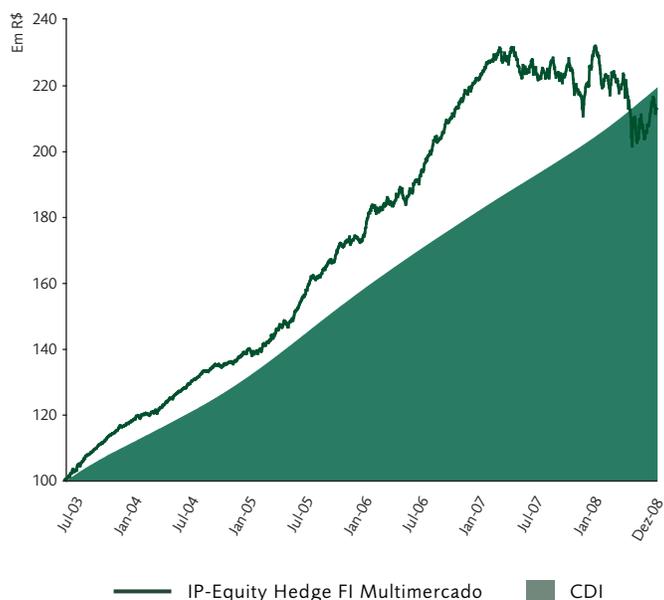
**Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):** Fale conosco no endereço <http://www.bnymellon.com.br/sf> ou no telefone (21) 3974 4600

**Ouvidoria:** no endereço [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf) ou no telefone 0800 7253219

**Auditor:** KPMG **Custodiante:** Banco Bradesco S.A.

## PERFORMANCE – IP-EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO

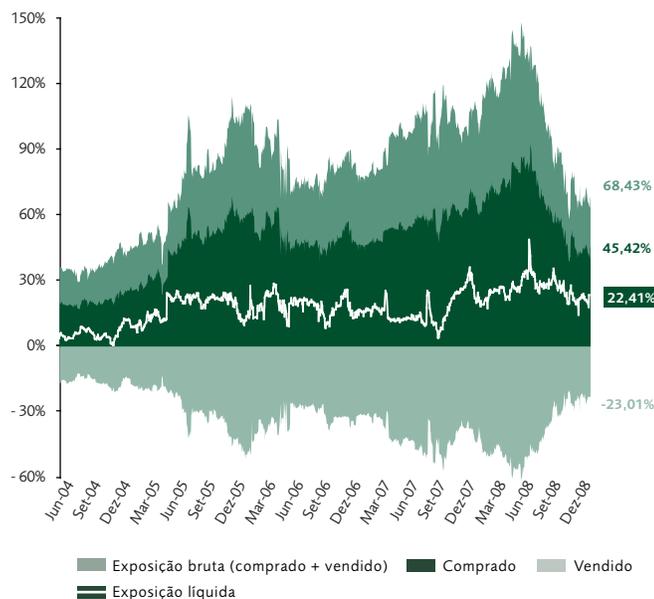
### IP-EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO X CDI



Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FI Multimercado	CDI	% CDI
Dezembro 08	2,39%	1,11%	215,35%
Novembro 08	1,80%	1,00%	180,80%
Outubro 08	-5,16%	1,17%	-
Setembro 08	-1,62%	1,10%	-
Agosto 08	-0,33%	1,01%	-
Julho 08	-1,77%	1,06%	-
Junho 08	-0,88%	0,95%	-
Maio 08	7,07%	0,87%	811,15%
Abril 08	-3,95%	0,90%	-
Março 08	-1,76%	0,84%	-
Fevereiro 08	0,07%	0,80%	8,23%
Janeiro 08	-0,80%	0,92%	-
2008	-5,35%	12,38%	-
2007	10,29%	11,82%	87,06%
2006	22,57%	15,03%	150,17%
2005	22,84%	19,00%	120,19%
2004	16,73%	16,17%	103,46%
2003 <sup>(1)</sup>	15,76%	9,76%	161,49%
12 meses	-5,35%	12,38%	-
Desde 07/07/2003 <sup>(1)</sup>	112,36%	119,32%	94,17%
Volatilidade Histórica	5,54%	0,19%	-

(1) Início do Fundo em 07/07/03  
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 129.125

### EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



### ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

Retorno Médio Mensal	1,17%	
Maior Retorno mensal	7,07%	
Menor Retorno Mensal	-5,16%	
Períodos de 12 meses acima do CDI *	719	64%
Períodos de 12 meses abaixo do CDI *	409	36%
Total	1128	100%
Períodos de 18 meses acima do CDI *	750	75%
Períodos de 18 meses abaixo do CDI *	250	25%
Total	1000	100%
Períodos de 24 meses acima do CDI *	684	78%
Períodos de 24 meses abaixo do CDI *	192	22%
Total	876	100%
Meses Positivos	53	80%
Meses Negativos	13	20%
Total	66	100%

\*Janelas diárias

### EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Arbitragem	5	8,40	12,27
Direcional Long	17	38,24	55,88
Direcional Short	7	16,59	24,25
Long/Short	1	5,20	7,60
Total	30	68,43	100,00

### CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	0,00
Eventos Corporativos	0,00
Direcional	1,72
Long/Short	0,10
Caixa	0,57
Total	2,39

## EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP

Capitalização*	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Small	13	27,98	40,88
Middle	1	1,63	2,38
Large	15	28,76	42,03
Ibovespa	1	10,07	14,71
Total	30	68,43	100,00

\*Capitalização: Small Caps (menor que US\$1b), Mid Caps (entre US\$1b e US\$3b) e Large Caps (maior que US\$3b)

## FUNDO

O IP-Equity Hedge é um Fundo de Investimento Multimercado regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM. O Fundo encontra-se fechado para novas aplicações.

## OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar ganhos de capital superiores ao rendimento do CDI em períodos de um ano, combinando lastro em títulos públicos federais com uma gestão ativa de investimentos concentrada no mercado de ações, utilizando instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos.

## ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. O Fundo manterá posições compradas quando identificar ativos sub-avaliados pelo mercado e posições vendidas quando identificar ativos sobre-avaliados pelo mercado, sempre comparativamente ao valor intrínseco estimado pela Investidor Profissional.

Adicionalmente, o Fundo busca oportunidades de arbitragem entre ativos emitidos por uma mesma empresa ou grupo de empresas.

O Fundo também pode investir de forma oportunista em ações de empresas envolvidas em eventos societários tais como, mas sem se limitar a, mudanças de controle acionário, fusões, cisões e incorporações.

Por concentrar suas operações no mercado acionário, onde é possível se verificar distorções (*spreads*) cujas magnitudes são, em geral, muito superiores às dos demais mercados, a estratégia de investimento adotada permite ao IP-Equity Hedge atingir os níveis de rentabilidade desejados minimizando os riscos causados pelo excesso de alavancagem.

## PÚBLICO ALVO

Investidores pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimento, que visam níveis de rentabilidade superiores aos dos instrumentos de renda fixa convencionais, e que entendam os riscos envolvidos nas operações com derivativos, suportando um nível de volatilidade acima da média dos ativos de renda fixa disponíveis no mercado.

## CATEGORIA ANBID

Fundo Multimercado com Renda Variável com Alavancagem

## PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima: R\$ 100 mil

Movimentações mínimas subsequentes: R\$ 20 mil

Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag. 2856-8 – cc. 585.784-8

IP-Equity Hedge FI Multimercado – CNPJ 05.728.069/0001-50

Conversão de cotas na aplicação: DØ da disponibilidade dos recursos.

## EXPOSIÇÃO POR SETOR

Setor	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Alimento, Bebida e Tabaco	2	4,45	6,50
Automóveis e auto-peças	1	1,88	2,75
Bancos	3	8,24	12,04
Consumo	1	0,41	0,61
Energia Elétrica e Saneamento	2	2,63	3,84
Imobiliário	1	3,16	4,61
Índices	1	10,07	14,71
Materiais Básicos	5	9,49	13,87
Mídia (Editora)	1	4,44	6,49
Petróleo	1	0,44	0,64
Seguros	1	1,63	2,38
Serviços	2	5,13	7,50
Serviços Financeiros	1	1,27	1,85
Telecom	2	2,32	3,40
Transporte e Logística	2	3,46	5,06
Varejo	4	9,42	13,76
Total	30	68,43	100,00

## PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

### Resgate programado (isento de taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Até o dia 10 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 1 do último dia útil do mês.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do mês.

### Resgate com liquidez diária (com taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Diária
- Conversão de cotas no resgate: D + 3 da solicitação.
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação.
- Taxa de saída: 5% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.

### Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Computando-se eventuais investimentos do Fundo em outros fundos, poderá atingir no máximo 2,5% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.

### Taxa de performance:

- 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga semestralmente.

### Tributação:

- IR entre 15% e 22,5% sobre os ganhos nominais, dependendo do tempo de permanência no Fundo e do prazo médio da carteira.
- Calculado e recolhido nos meses de maio e novembro, ou no resgate se ocorrer em outra data.

## INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

Tel: (21) 2104 0506 / Fax: (21) 2104 0561

[www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br) / [faleconosco@investidorprofissional.com.br](mailto:faleconosco@investidorprofissional.com.br)

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A (CNPJ: 02.201.501/0001-61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905  
Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf)

Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): Fale conosco no endereço <http://www.bnymellon.com.br/sf> ou no telefone (21) 3974 4600

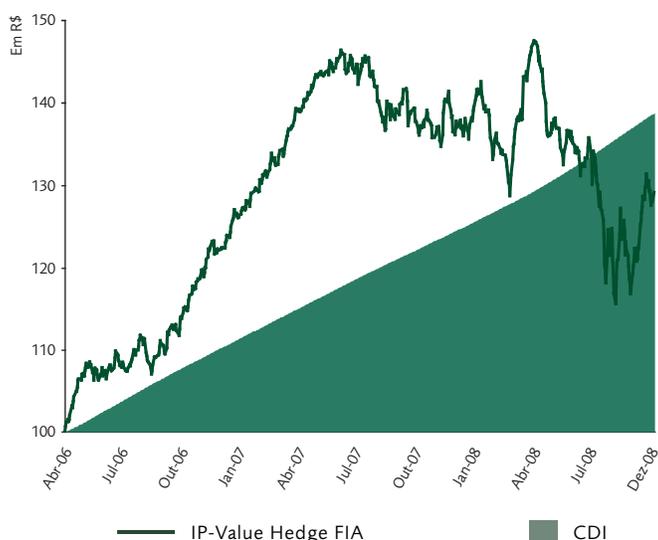
Ouvidoria: no endereço [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf) ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG

## PERFORMANCE – IP-VALUE HEDGE FIA

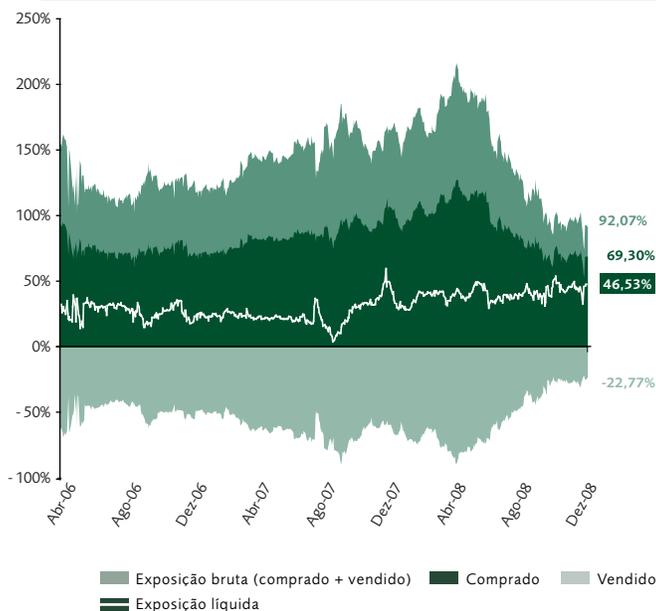
### IP-VALUE HEDGE FIA X CDI



Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Dezembro 08	5,58%	1,11%	501,8%
Novembro 08	1,11%	1,00%	111,1%
Outubro 08	-6,32%	1,18%	-
Setembro 08	-2,33%	1,09%	-
Agosto 08	-1,35%	1,01%	-
Julho 08	-4,27%	1,06%	-
Junho 08	-2,47%	0,95%	-
Mai 08	11,54%	0,87%	1325,0%
Abril 08	-4,55%	0,90%	-
Março 08	-3,32%	0,84%	-
Fevereiro 08	1,76%	0,80%	222,0%
Janeiro 08	-0,04%	0,92%	-
2008	-5,81%	12,38%	-
2007	12,02%	11,82%	101,7%
2006 <sup>(1)</sup>	22,16%	10,36%	213,9%
12 meses	-5,81%	12,38%	-
Desde 05/04/2006 <sup>(1)</sup>	28,90%	38,68%	74,71%
Volatilidade Histórica	10,82%	0,08%	-

(1) Início do Fundo em 05/04/06  
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 135.606

### EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



### ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

Retorno Médio Mensal	0,84%
Maior Retorno mensal	11,54%
Menor Retorno Mensal	-6,23%
Meses Positivos	20      61%
Meses Negativos	13      39%
Total	33      100%
Últimos 6 meses	-7,76%
Últimos 12 meses	-5,81%
Últimos 18 meses	-11,00%
Últimos 24 meses	5,51%

### EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Arbitragem	7	27,93	30,34
Direcional Long	21	52,12	56,61
Direcional Short	5	6,77	7,35
Long/Short	1	5,25	5,70
Total	36	92,07	100,00

### CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	-0,24
Eventos Corporativos	0,00
Direcional	5,25
Long/Short	0,09
Caixa	0,48
Total	5,58

## EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP

Capitalização*	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Small	13	35,80	38,88
Middle	1	2,11	2,30
Large	16	53,82	58,45
Ibovespa	1	0,34	0,37
Total	31	92,07	100,00

\*Capitalização: Small Caps (menor que US\$1b), Mid Caps (entre US\$1b e US\$3b) e Large Caps (maior que US\$3b)

## FUNDO

O IP-Value Hedge FIA é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM.

## OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos, não correlacionados a quaisquer índices, com uma gestão ativa de investimentos concentrada no mercado de ações, utilizando-se instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos.

## ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. O Fundo manterá posições compradas quando identificar ativos sub-avaliados pelo mercado e posições vendidas quando identificar ativos sobre-avaliados pelo mercado, sempre comparativamente ao valor intrínseco estimado pela Investidor Profissional. O Fundo busca oportunidades de arbitragem entre ativos emitidos por uma mesma empresa ou grupo de empresas.

O Fundo também pode investir de forma oportunista em ações de empresas envolvidas em eventos societários tais como, mas sem se limitar a, mudanças de controle acionário, fusões, cisões e incorporações.

Por concentrar suas operações no mercado acionário, onde é possível se verificar distorções (*spreads*) cujas magnitudes são, em geral, muito superiores às dos demais mercados, a estratégia de investimento adotada permite ao IP-Value Hedge atingir os níveis de rentabilidade desejados sem incorrer nos riscos causados pelo excesso de alavancagem.

## PÚBLICO ALVO

Investidores qualificados, que visam níveis de rentabilidade superiores aos dos instrumentos de renda fixa convencionais, e que entendam os riscos envolvidos nas operações com derivativos, suportando um nível de volatilidade acima da média dos ativos de renda fixa disponíveis no mercado.

## CATEGORIA ANBID

Ações Outros com Alavancagem

## PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima: R\$ 100 mil

Movimentações mínimas subsequentes: R\$ 20 mil

Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag. 2856-8 – cc. 586.164-0  
IP-Value Hedge FIA – CNPJ 05.936.530/0001-60

Conversão de cotas na aplicação: D + 1 da disponibilidade dos recursos.

Período de carência: Um ano após a emissão das cotas.

## EXPOSIÇÃO POR SETOR

Setor	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Alimento, Bebida e Tabaco	3	17,48	18,99
Automóveis e auto-peças	1	2,41	2,62
Bancos	3	17,75	19,28
Consumo	1	0,23	0,25
Energia Elétrica e Saneamento	2	3,49	3,79
Imobiliário	1	4,03	4,37
Índices	1	0,34	0,37
Materiais Básicos	6	12,56	13,64
Mídia (Editora)	1	5,77	6,27
Petróleo	1	0,62	0,67
Seguros	1	2,11	2,30
Serviços	2	6,39	6,94
Serviços Financeiros	1	1,65	1,79
Telecom	2	2,72	2,96
Transporte e Logística	1	2,49	2,70
Varejo	4	12,03	13,07
Total	31	92,07	100,00

## PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

### Resgate programado (isento de taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Diária.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do trimestre civil subsequente, sujeito ao prazo de carência.

### Resgate com liquidez diária (com taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Diária, após o período de carência.
- Conversão de cotas no resgate: D + 1 da solicitação.
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação.
- Taxa de saída: 15% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.

### Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

### Taxa de performance:

- 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga semestralmente.

### Tributação:

- IR de 15% sobre os ganhos nominais.
- Incidente apenas no resgate.

## INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

**Gestor:** Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

Tel: (21) 2104 0506 / Fax: (21) 2104 0561

[www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br) / [faleconosco@investidorprofissional.com.br](mailto:faleconosco@investidorprofissional.com.br)

**Administrador e Distribuidor:** BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A (CNPJ: 02.201.501/0001-61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905  
Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf)

**Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):** Fale conosco no endereço <http://www.bnymellon.com.br/sf> ou no telefone (21) 3974 4600

**Ouvidoria:** no endereço [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf) ou no telefone 0800 7253219

**Custodiante:** Banco Bradesco S.A.

**Auditor:** KPMG

## ALEATÓRIAS

---

*Os homens seguem mais a moralidade do que pensam, mas são muito mais imorais do que possam imaginar.* – Sigmund Freud

*O maior perigo para a maioria de todos nós não é que nossa meta seja alta demais e não consigamos alcançá-la, mas que seja baixa demais e nós a alcancemos.* – Michelangelo Buonarroti

*Por falta de um prego, perdeu-se a ferradura,  
Por falta da ferradura, perdeu-se o cavalo,  
Por falta do cavalo, perdeu-se o cavaleiro,  
Por falta do cavaleiro, perdeu-se a batalha,  
Por falta da batalha, perdeu-se o reino,  
E tudo por falta de um prego!*

George Herbert

*A única coisa necessária para o triunfo do mal é que os homens de bem não façam nada.* – Edmund Burke

*O capitalismo é a crença que existe de que os homens mais perversos farão as coisas mais perversas para o maior bem de todos* – Keynes

*“Porque as pessoas aprovam empréstimos de risco elevado? Porque são recompensadas por isto. Dentro da estrutura que lhes serve como referência, agem de forma lógica com base em como serão recompensados. O sistema os paga para agirem de modo errado. Você é recompensado todo ano, ao passo que as consequências líquidas dos empréstimos ruins não serão realizadas por um longo tempo.”* – Warren Buffett

*“Dizer que a contabilidade de derivativos na América é um esgoto sanitário constitui um insulto ao excremento.* – Charlie Munger

*A excelência moral surge como resultado do hábito. Tornamo-nos justos ao realizar atos de justiça, moderados ao realizar atos de moderação, corajosos ao realizar atos de coragem* – Aristóteles

*Um povo que valoriza seus privilégios acima de seus princípios logo logo perde ambos* – Eisenhower

---

### Transcrição da palestra de José Galló

#### Cerimônia de premiação da ADVB de 21 de novembro de 2005

"Senhoras e senhores. Caros amigos. Boa noite.

Quero cumprimentar as empresas vencedoras do Top de Marketing 2005 da ADVB e parabenizar o empresário Jorge Gerdau Johannpeter pelo troféu Peter Drucker.

Sinto-me lisonjeado com a distinção que a ADVB me oferece – Personalidade de Vendas do Ano. Devo confessar que a deferência me encheu de orgulho e me fez pensar muito.

Como personalidade de vendas, o que gostaria de vender para vocês?

Diante do panorama inquietante do país – da grande falta de valores, miséria, violência e indecência na política - vislumbro uma única reação possível e urgente: apostar nos princípios e valores que pautam nossas vidas pessoal e profissional, hoje suplantados por atitudes e práticas distorcidas.

Nós não compactuamos com essa realidade. Precisamos e devemos mudar. É isso que quero vender hoje aqui: Um artigo que anda escasso no cotidiano brasileiro, valores fundamentais que nos fazem falta, pois dão sustentação à verdadeira democracia.

Como vivemos em um país imenso e temos muitos "Brais", precisamos ter um mínimo de valores comuns – como ética, decência, veracidade, honestidade, justiça – para estabilizar nosso presente e construir um futuro digno para todos. Quais os valores da sociedade em que vivemos? Como se distinguem? Parece que já não sabemos diferenciar valor de contra-valor na sociedade permissiva e passiva de hoje.

O aviltamento dos padrões éticos, a falta de legitimidade das instituições e sua crescente deterioração e a falta de punição aos que legitimam os contra-valores minam e paralisam nossa capacidade de reação.

Estamos todos anestesiados. Mas se quisermos – e queremos, com certeza – viver em um país sério e justo precisamos nos impor e restaurar nossos valores. Liberdade, justiça, honestidade, ética, respeito, transparência, dignidade, bem estar social. São valores. Injustiça, desonestidade, deslealdade, oportunismo, corrupção, esperteza. São contra-valores.

Quem vai ganhar esta batalha?

A crise política brasileira dos últimos meses é a maior prova de que vivemos uma carência enorme de valores. Fatos recentes evidenciam que perdemos o bom senso e a noção de justiça e de ética.

Os escândalos, a corrupção, o mau uso de verbas e o comportamento de muitos homens públicos geram ainda mais incertezas.

Dora Kramer, articulista do jornal O Estado de São Paulo, comentou em 22 de outubro a decisão do Supremo Tribunal Federal de soltar Paulo e Flávio Maluf. O que mais a intrigou foi a declaração do ministro Carlos Velloso que "ficou sensibilizado pelas precárias condições em que pai e filho estavam presos".

Delegacias e penitenciárias estão cheias de homens e mulheres que cumprem pena em péssimas condições. Por que o sofrimento dos Maluf comove mais? É bom lembrar ao ministro que esse pai, Paulo Maluf, é investigado pelo desvio de um bilhão de dólares do país, ou 2,5 bilhões de reais, dinheiro público que daria para construir mais de 150 hospitais e salvar milhares de vidas.

Se cada um desses hospitais atendesse 200 pessoas por dia, 10 milhões de pessoas seriam beneficiadas anualmente.

Em editorial de 21 de outubro, O Estado de São Paulo comentou o comportamento do presidente do Supremo Tribunal Federal durante a votação do pedido de liminar

para a suspensão do processo de cassação aberto contra o deputado e ex-ministro José Dirceu, no Conselho de Ética da Câmara dos Deputados.

Segundo o editorial, o presidente do Supremo conduziu os trabalhos "como se estivesse tocando uma câmara de vereadores interiorana, forçando seus membros a votar de acordo com os interesses que, por algum motivo, queria preservar". Foi arrogante, ríspido e preconceituoso com os demais ministros, "furtando-se a quaisquer considerações de natureza jurídica".

Que estranhos valores são esses! Onde fica a justiça dos homens, o discernimento e o respeito pelo direito do outro?

A rotina de escândalos, que culminou com a descoberta do mensalão, escancarou as inúmeras negociatas entre governos, partidos, empresas públicas e privadas.

Deputados e senadores, eleitos por nós, nossos representantes no Parlamento, trocaram sua dignidade e a confiança dos eleitores pela mercantilização da sua posição política - favores, apadrinhamentos, cargos. Tudo com o fim de garantir a permanência no poder. O que mais espanta é que não se constroem ao assumir a compra de votos e o caixa 2. Até declaram que poderiam ter resolvido as dívidas passadas ou fazer caixa para campanhas futuras com os fornecedores do Ministério onde atuavam, mas preferiram procurar o tesoureiro do partido. Assim fez o ex-ministro dos Transportes, Anderson Adauto. Admitiu suas "malfeitorias" e deixou explícito que esse tipo de crime é recorrente, faz parte dos usos e costumes. É praticamente uma prerrogativa de um titular de pasta ministerial.

Diante da profusão de atos ilícitos, já aceitamos barbaridades como fatos banais. Estamos mesmo anestesiados! De onde vieram os milhões do mensalão que circularam por gabinetes, malas e cuecas país afora? Da sonegação, do contrabando, da pirataria, do abuso de poder, da conivência, do desvio, da impunidade, do "deixa pra lá". Da ausência de valores!

Enquanto combatemos as práticas irregulares que afrontam as leis no país, como explicar que um

produto pirateado - um filme em DVD - tenha chegado ao avião do presidente da República? A naturalidade com que convivemos com a pirataria mostra nossa flexibilidade em relação ao crime. Falta seriedade no combate ao mercado informal e aos vícios criminosos que interferem na economia.

Falta ética na concorrência, eficiência no gerenciamento das contas públicas, no controle de gastos, na administração de receitas e despesas. Essas práticas não combinam com os avanços democráticos que conquistamos. Democracia implica em leis funcionais, sem formalismos jurídicos nem jogo de faz de conta, sem o já conhecido "jeitinho brasileiro".

Não podemos compactuar com a tese de que "sempre foi assim". Não podemos minimizar a gravidade dos fatos e das acusações.

Para onde vão os recordes da arrecadação federal? O Estado criado para gerir e servir, recolhe milhões em impostos e não devolve nada à população. Ele mesmo consome os 40% do PIB.

Não podemos mais permitir os pequenos delitos que geram os grandes delitos. Quando não exigimos nota fiscal, nos tornamos cúmplices da ilegalidade que se instaurou no país. E se sonegamos, não podemos exigir saúde, educação, trabalho, produção, segurança, direitos básicos do cidadão.

O que resta para os milhões de jovens brasileiros que acompanham diariamente os escândalos da política pela mídia? Que valores nossos representantes no Parlamento transmitem a esses jovens ainda em formação, estudantes ou recém chegados ao mercado de trabalho? Que valores passam à população do país? É espantosa a falta de austeridade em relação aos gastos públicos. Levantamento do jornal O Estado de São Paulo mostrou que o governo federal já gastou mais de um bilhão de reais só com diárias de viagens. Nos últimos dois anos, há casos de servidores que receberam até 168 mil reais. Alguém pode me explicar o motivo de tanta viagem? Pois esse dinheiro gasto na "farra das diárias" é cinco vezes maior do que o orçamento do Ministério da Cultura para este ano. 44

vezes maior do que o total investido no programa Primeiro Emprego. Isso sem falar nas verbas que são desviadas e nunca chegam ao seu destino.

Perdeu-se o respeito pelo dinheiro público, arrecadado pelos inúmeros e caros impostos pagos pela população e pelas empresas, fruto do trabalho duro de milhões de brasileiros. Não só pagamos impostos, mas ainda pagamos as despesas pelo pagamento desses impostos e não sabemos exatamente o quanto pagamos. Há uma grande ausência de princípios na forma de governar, de gerenciar empresas e entidades e nas atitudes de muitos homens públicos que detêm o poder político e econômico nesse país.

Um governo, assim como uma empresa ou uma entidade, precisa ter valores e projetos claros. O que pensar quando dois senadores da República e um deputado federal ameaçam "dar uma surra" no presidente do país?

A que ponto chegamos, senhores! Onde está o decoro parlamentar e a dignidade de quem foi eleito para defender os interesses da nação? O que fazer quando o ex-diretor de Marketing do Banco do Brasil – depois de receber 326 mil reais do valerioduto e gastar 70 mil reais na compra de mesas para um show – envolve-se em outro escândalo: o uso do cartão corporativo do Banco para pagar despesas com sites pornográficos da internet? Esse mesmo diretor recebeu um envelope com mais de 300 mil reais e disse que não conferiu o conteúdo. Já o presidente do Banco Popular – destinado à prestar serviços bancários para pessoas de baixa renda – conseguiu gastar mais em publicidade – 24 milhões de reais – do que em empréstimos ao povo – 20 milhões de reais. Segundo a Revista Veja de 26 de outubro, não nos falta polícia. Temos 322 policiais por grupo de 100 mil habitantes, enquanto que os Estados Unidos tem 283. Não nos faltam juízes. Temos 7,73 juízes para cada grupo de 100 mil habitantes, enquanto que o Chile tem 3,22 juízes para o mesmo número de habitantes. O que nos falta, então?

Menos leis e mais aplicação correta, ao invés de milhares de leis que se sobrepõem e confundem a todos, propiciando o adiamento de decisões, postergações, decursos de prazo.

No Brasil, as penas prescrevem e a pessoa é declarada inocente, pois não é julgada a tempo. No Brasil, vale a lei da impunidade. Falta eficiência nas investigações, no julgamento dos processos, no gerenciamento das políticas públicas.

A máquina pública brasileira sofre de incapacidade gerencial. Os gestores não conseguem gastar com eficiência o pouco dinheiro que sobra para investimentos.

Em três anos de governo Lula, a folha de pagamento do Legislativo cresceu 53,6%; do Judiciário, 35,5%; do Ministério Público da União, 45,2% e do Executivo, 27,8% – todos acima da inflação acumulada de 24,5% ocorrida nesses três anos.

Fala-se muito na redução de juros, mas pouco nas despesas do governo. A ministra Dilma precisa saber que também é rudimentar e indecente a maneira como o governo aumenta suas despesas, o que torna os juros ainda maiores.

Os investimentos em infra-estrutura e projetos econômicos e sociais dirigidos à população ficaram abaixo de 1% do PIB entre 2003 e 2005. Mais um dos tantos sintomas que comprovam a ausência de VALORES.

E nós, cidadãos e empresários aqui presentes, como ficamos diante disso?

Já nos perguntamos que Brasil queremos?

Somos responsáveis e temos que sair dessa passividade com urgência. Nós, empresários, líderes, homens e mulheres de bem, políticos corretos, trabalhadores que queremos viver em um país digno precisamos de atitude. É hora de acordar dessa isenção preguiçosa e assumir nossas responsabilidades. O Brasil somos nós.

É preciso superar velhos e confortáveis hábitos que nos conduzem pela mesma trilha e dizer o que ainda não se disse e precisa ser dito. Quando deixamos de

sonhar ou de ter esperança, sucumbimos tanto na vida pessoal, como profissional ou coletiva. Cabe a nós dar um basta à corrupção e à ineficiência, práticas que só se expandem em sociedades precárias e fracas.

A utopia está tanto nos grandes movimentos sociais que a história conheceu, como nos pequenos atos de cada um de nós, que podem mudar o nosso Brasil.

Proponho uma reflexão profunda e um trabalho incessante pela recuperação dos valores que aprendemos com nossas famílias. Vamos expor nossa revolta, nos transformarmos em verdadeiros agentes que podem redimir este país. Não podemos deixar que os contra-valores vençam esta guerra. O país que queremos para nossos filhos e netos não é este.

Queremos um país que gaste menos e onde todos paguem menos impostos; um país que aplique bem os recursos arrecadados; que invista em saúde, segurança, educação, geração de emprego e no bem estar da população.

Um país que não figure mais no 71º lugar do *ranking* da Unesco em educação. Um país que respeite sua gente!

Vamos levantar a bandeira dos valores que aprendemos, eliminar os contra-valores, voltar a sentir orgulho, divulgar as boas ações, as boas práticas, os

valores verdadeiros e fazer do Brasil um país digno e justo, que traga futuro para todos nós. Chega de tolerância, virtude brasileira hoje tão permissiva. Não vamos aceitar pequenos delitos, pequenas infrações, pequenos roubos, pequenas corrupções e pequenos desvios que insuflam os grandes e são alimentados pelo tradicional "jeitinho brasileiro", que acha solução para tudo.

Não há meio termo quando a questão é ética. Ou se é honesto ou não se é honesto.

Como cidadãos, somos agentes da mudança. E a mudança está em dizermos não aos agentes dos contra-valores.

Confiante na minha capacidade de venda, com a certeza de que vendi o produto VALOR e encontrei eco em cada um de vocês, finalizo lembrando um artigo do escritor baiano João Ubaldo Ribeiro.

"Somos a matéria prima desse país e temos muitas coisas boas, mas nos falta ainda muito para sermos os homens e mulheres que nosso Brasil precisa. Esses defeitos, essa ESPERTEZA BRASILEIRA congênita, essa desonestidade em pequena escala, que depois cresce e evolui até converter-se em casos de escândalo, essa falta de qualidade humana, real e ruim, tem que acabar".

A responsabilidade é de todos nós! Boa noite! "

**José Galló, CEO das Lojas Renner**



Av. Ataulfo de Paiva, 255 / 9º andar Leblon

Rio de Janeiro RJ Brasil 22440-032

Tel. (55 21) 2104 0506 Fax (55 21) 2104 0561

faleconosco@investidorprofissional.com.br

**[www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br)**