

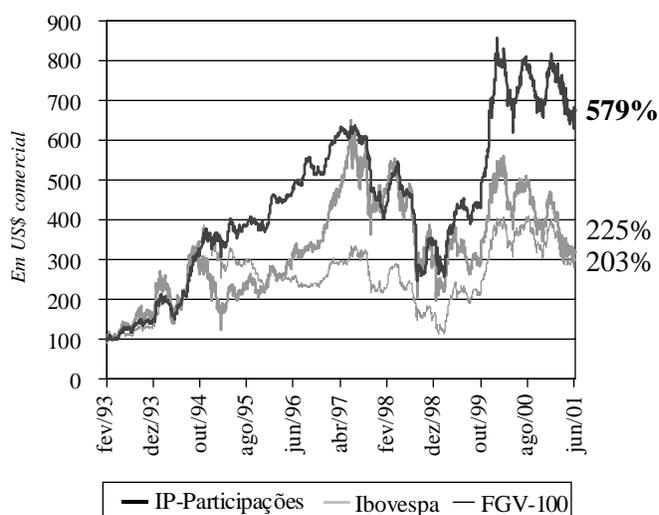
IP-Participações

Relatório de Gestão

J U N H O - 2 0 0 1

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93* a 29/06/01



(* Início da gestão Investidor Profissional

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

Patrimônio (mil) em 29/06/01: R\$ 109.563 / US\$ 47,535

Valor da cota em 29/06/01: R\$ 2,729306 / US\$ 1,184132

Sumário

- Neste relatório, destacamos os resultados alcançados pela Berkshire Hathaway, de Warren Buffett. O estilo Buffett de investimento constitui fonte de inspiração para o **IP-Participações** desde o início da gestão pela Investidor Profissional. É sempre bom lembrá-lo, sobretudo em momentos de crise de humor dos investidores.

- Dois fatores são fundamentais na estratégia de Buffett: consistência e disciplina.

Sua filosofia de investimentos consiste em encontrar negócios que preencham os seguintes requisitos:

- Histórico consistente de resultados.
- Alta rentabilidade patrimonial, empregando pouco ou nenhum endividamento.
- Administradores de alta qualidade.
- Negócio simples de ser entendido.
- Preço atraente.

São esses os princípios básicos, adaptados às idiossincrasias do mercado brasileiro, que procuramos seguir na gestão do **IP-Participações**.

Este relatório é publicado somente com o propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional e não deve ser considerado como oferta de venda do Fundo IP-Participações. Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste relatório. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o relatório é editado. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda das ações ou ativos mencionados. Performance passada não é garantia de performance futura.

A variação no valor de mercado das posições do **IP-Participações** em junho de 2001 foi de 1,95% em reais, líquida de todos os custos. Desde fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 578,80% em dólares.

Neste relatório, destacamos os resultados alcançados pela Berkshire Hathaway, de Warren Buffett. O estilo Buffett de investimento constitui fonte de inspiração para o **IP-Participações** desde o início da gestão pela Investidor Profissional. É sempre bom lembrá-lo, sobretudo em momentos de crise de humor dos investidores.

Nos anos da bolha dos mercados acionários americanos, Warren Buffett foi dado por muitos como vencido, ultrapassado. Sua fama de maior investidor do planeta ficou abalada pelos maus resultados relativos da Berkshire Hathaway. Alguns temiam que estivesse ficando velho demais para captar as vibrações da “nova economia”.

Nada como um ano após o outro. Em 2000, a Berkshire obteve ganhos em seus investimentos equivalentes a 6,5%, contra um mercado que caiu 9% (se a base de comparação é o S&P 500). As ações da empresa subiram 27%, refletindo a percepção de que o velhinho não estava assim tão fora de forma... Warren Buffett e a filosofia “value oriented” voltaram à moda.

Buffett é sem dúvida um caso de sucesso absoluto. Seus investimentos têm rendido uma média de 24% ao ano, desde 1965, contra 12% ao ano para o mercado americano. Para quem está acostumado a ler as performances maravilhosas dos fundos que lideram os diversos rankings, 24% não parece grande coisa... Mas pense o seguinte: se você tivesse aplicado US\$ 1 mil com Buffett há 35 anos, hoje contabilizaria US\$ 2 milhões em seu patrimônio. É o que significa uma rentabilidade de 24% ao ano em 35 anos...

Note-se que em nenhum desses 35 anos a Berkshire se destacou como a melhor performance do mercado. Houve sempre fundos com performances de curto prazo magníficas, mas que não conseguiram se sustentar por períodos mais longos. Nos anos seguintes, eram tragados pela reversão à mé-

dia, perverso efeito estatístico que destrói reputações com a mesma velocidade com que são criadas. A empresa de fundos que liderou o mercado americano de 1998 e 1999, por exemplo, ficou em último lugar no ano 2000.

Dois fatores são fundamentais na estratégia de Buffett: consistência e disciplina.

Sua filosofia de investimentos consiste em encontrar negócios que preencham os seguintes requisitos:

- Histórico consistente de resultados.
- Alta rentabilidade patrimonial, empregando pouco ou nenhum endividamento.
- Administradores de alta qualidade.
- Negócio simples de ser entendido.
- Preço atraente.

São esses os princípios básicos, adaptados às idiossincrasias do mercado brasileiro, que procuramos seguir na gestão do **IP-Participações**.

Esta necessidade de adaptação se deve basicamente às diferenças de ambiente regulatório e à mentalidade dos participantes do mercado.

No mercado de ações americano, a não existência da figura do controlador faz com que o retorno dos negócios seja apropriado de forma equilibrada entre os acionistas. No Brasil, a existência da figura do acionista controlador faz com que análise não se restrinja apenas aos pontos listados acima. Com apenas 17% do capital total da companhia, é possível deter-se seu controle. Ou até menos, caso sejam utilizadas estruturas de “pirâmides”, com uma *holding* sobre outra (muito comum em nosso mercado). Dada a fraqueza do ambiente regulatório, torna-se fácil para um controlador mal intencionado apropriar-se de parcela do valor intrínseco da companhia muito superior à sua participação no capital social.

Em função disso, a pergunta que acrescentamos à nossa filosofia é: quanto do valor intrínseco e da geração futura de valor das companhias será apropriado por cada casta: controladores e minoritários?

Não há uma equação mágica que responda a essa pergunta. De todo modo, esforçando-se para entender o arcabouço legal, e analisando-se o histórico das empresas do mercado brasileiro, chega-se a importantes conclusões.

A principal é que, em muitos casos, o valor de uma ação no Brasil é função muito mais da disposição do acionista controlador em tratar de forma equânime seus sócios do que do valor intrínseco das companhias. Parece uma aberração, mas é a realidade. Basta lembrar que muitas empresas brasileiras com bons históricos de resultado são negociadas abaixo de seus valores de caixa líquido. Os investidores são tolos a ponto de não perceber tamanha distorção? Claro que não.

O que os investidores não se sentem é sócios das empresas ao comprar ações indiscriminadamente no mercado. Ao oferecer um produto (ações) de baixa qualidade para o consumidor (investidor), é de se esperar que ele pague pouco pelo produto. A lógica é essa.

É em função dessa particularidade infeliz do mercado brasileiro que o nosso trabalho não se resume “apenas” a encontrar boas empresas, bem administradas, atuando em setores com boas perspectivas e negociadas a preços atraentes. Precisamos estar seguros de que o valor encontrado fluirá de forma equilibrada para todos os acionistas. Essa segurança tem sido alcançada graças a uma aproximação, sem muitos paralelos no mercado brasileiro, com as empresas em que investimos. Isso se dá via presença em conselhos ou mesmo informalmente, buscando minimizar os riscos de nossos investimentos.

A Câmara dos Deputados prestou grande colaboração ao mercado de capitais, além de facilitar nosso trabalho, ao aprovar o texto da nova Lei das S/A. Apesar de não atingir o que se possa considerar como ideal, ela é significativamente melhor do que a anterior. As principais conquistas são a volta do *tag along*, em caso de mudança de controle acionário para as ações ordinárias, e a regulação dos processos de fechamento de capital. Esses dois eventos societários representam as oportunidades mais claras para identificar apropriação abusiva do valor intrínseco das companhias por parte dos controladores.

Tendo em vista todo este contexto, bem como as mudanças que advirão da aprovação definitiva da nova Lei das S/A, temos concentrado ainda mais nossos investimentos em ações de empresas que se mostram dispostas a promover maior democratização

de capital. Ou em ações ordinárias que, com a aprovação definitiva da nova Lei, tenderão a representar de fato um “pedaço” da empresa.

Hoje o fundo contabiliza 60% de seus investimentos em ações de empresas que concedem, ou virão a conceder, *tag along* para os minoritários em caso de mudança de controle. Além disso, contamos com representantes em conselhos de administração, fiscal ou consultivo de empresas que, somadas, representam 35% da carteira do Fundo.

Carteira

No Relatório de Gestão do mês passado, mencionamos a aquisição de ações do setor elétrico. Com a crise de energia, comprar ações destas empresas pode parecer um contra-senso. Na realidade, trata-se de uma grande oportunidade.

Os investimentos estão direcionados para empresas GERADORAS de energia. São as que produzem a energia transmitida e distribuída aos consumidores por outras companhias. É neste segmento que está o gargalo energético do país. A principal razão para o investimento é o aumento previsto nas tarifas das geradoras, decorrentes do custo de produção das novas usinas.

Estima-se que o custo marginal de expansão (CME) do sistema elétrico situe-se em torno de US\$ 35,00 por KWh. Ou seja, as novas usinas têm custo de produção próximo a este valor. Assim, é de esperar que as empresas de menor custo possam acompanhar as menos eficientes num cenário de estreita relação entre oferta e demanda. Neste caso, as tarifas de longo prazo da geração tendem a convergir para este valor, ante os atuais US\$ 22,00 (vide relatório de maio de 2001). Grande parte deste maior CME deve-se ao aumento da produção de energia termelétrica, de custo mais alto, e ao maior investimento nas novas hidrelétricas.

A Gerasul é a parcela cindida da Eletrobrás responsável pela geração de energia elétrica para a região Sul do Brasil. A companhia foi privatizada em setembro de 1998, tendo sido a primeira geradora desestatizada no país. Seu controle acionário foi adquirido pela belga Tractebel, braço de energia do grupo Suez Lyonnaise des Eaux.

Relatório de Gestão do Fundo IP-Participações

As principais razões para o nosso investimento em Gerasul são a qualidade da empresa e os seus bons fundamentos de longo prazo, face o preço de suas ações. Acreditamos que a recomposição de tarifas, o aumento do volume de energia vendida decorrente de seus novos projetos de geração e a melhoria do ambiente regulatório do setor, após o trauma provocado pelo atual deficit de energia, deverão catalisar o processo de valorização das ações da companhia.

A companhia tem capacidade nominal de geração de 4.599 MW, conforme tabela abaixo. Dispõe ainda de contrato adicional de repasse de 300 MW, oriundos da Argentina. Também desenvolve novos projetos, que deverão aumentar sua capacidade em aproximadamente 30% até 2003.

Ou seja, Gerasul é uma empresa bem posicionada em segmento que deverá apresentar forte crescimento de resultados no longo prazo. É GERADORA pura de energia. Quer dizer, não fornece ao consumidor final, apenas produz e vende para distribuidoras, que repassam a este consumidor final.

Esperamos, por tudo isso, que se beneficie da brutal recomposição de preços esperada a partir da desregulamentação do setor em 2003.

O fato é que o mercado não tem avaliado corretamente as vantagens comparativas e os diferenciais de Gerasul. Querem um exemplo?

Recentemente, foram licitadas algumas usinas hidrelétricas pela Aneel. O investimento necessário para execução destas novas usinas é estimado em R\$ 3,5 bilhões. Se o adotamos como *proxy* de valor para Gerasul, chegamos a algo em torno de três vezes o atual valor de mercado da companhia.

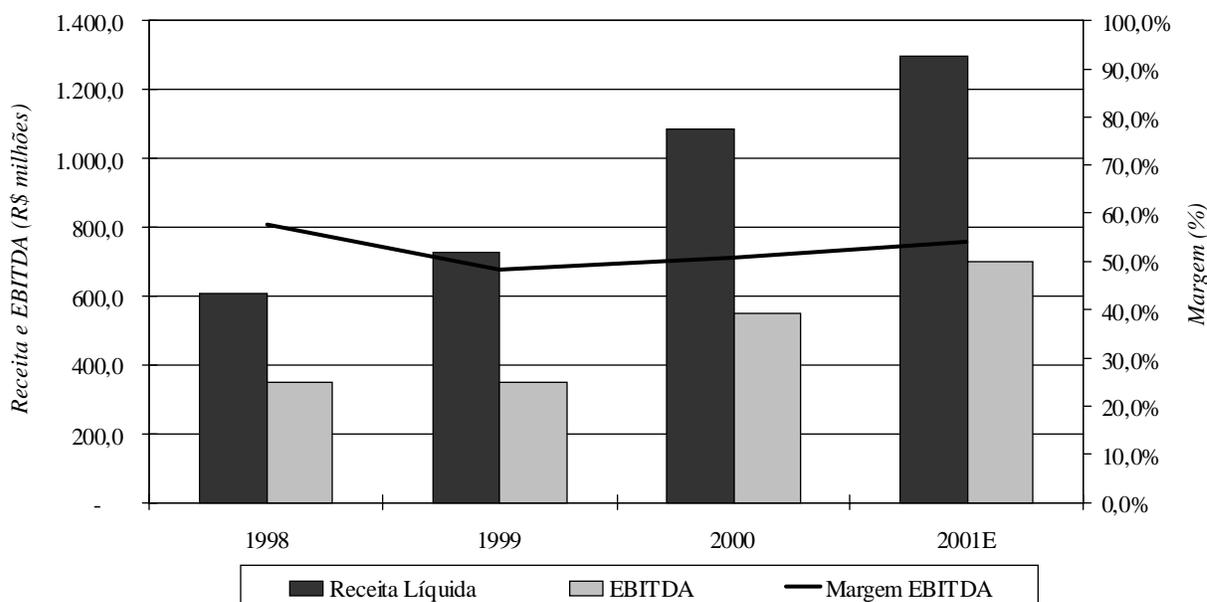
Ressaltamos que, desde a privatização, e após os ajustes realizados em 1999, a companhia vem apresentando significativa melhora operacional. Ao lado, exibimos um comparativo desta evolução.

No primeiro trimestre de 2001, observou-se melhora no resultado operacional, em comparação com o mesmo período de 2000. A entrada em operação da Usina de Itá, o aumento de carga das usinas termelétricas e os reajustes de tarifa do segundo semestre de 2000 provocaram forte aumento do

Unidade de Produção	Tipo	Localização	Capacidade Nominal 2000 (MW)	Capacidade Estimada 2003 (MW)
Salto Santiago	Hidrelétrica	Rio Iguaçu (PR)	1.420	2.142
Itá (parte da Gerasul)	Hidrelétrica	Rio Uruguai (SC e RS)	800	1.001
Santo Osório	Hidrelétrica	Rio Iguaçu (PR)	1.078	1.078
Passo Fundo	Hidrelétrica	Rio Passo Fundo (RS)	226	226
Caná Brava	Hidrelétrica	Rio Tocantins (GO)	0	450
Machadinho (parte da Gerasul)	Hidrelétrica	Rio Pelotas (SC e RS)	0	193
Total de Hidrelétricas			3.524	4.897
Complexo Jorge Lacerda	Termelétrica	Capivari de Baixo (SC)	857	857
William Arjona	Termelétrica	Campo Grande (MS)	80	120
Charqueadas	Termelétrica	Charqueadas (RS)	72	72
Alegrete	Termelétrica	Alegrete (RS)	66	66
Total de Termelétricas			1.075	1.115
TOTAL GERAL			4.599	6.012

Fonte: Gerasul e Análise Investidor Profissional

Gerasul - Evolução operacional



faturamento. O crescimento de volume vendido foi da ordem de 30%. E o que é muito importante: os gastos não cresceram na mesma proporção. Com isso, houve incremento da margem operacional e da margem EBITDA (lucro antes de impostos, depreciação, amortização e resultado financeiro).

O lucro líquido do primeiro trimestre de 2001 foi impactado negativamente pela desvalorização cambial, graças a dívidas de R\$ 800 milhões atreladas a moedas estrangeiras.

Acreditamos, portanto, que Gerasul está muito bem posicionada no que se refere à gera-

ção de energia e conta com administração profissional e competente.

O futuro vai mostrar que se trata de um dos ativos de melhor qualidade do setor elétrico.

Perspectivas

Os mercados vivem momento delicado, mas estamos bem posicionados em longo prazo. Trabalhamos com duas premissas que nos deixam confortáveis: a melhoria das condições regulatórias, a partir da aprovação da nova Lei das S/A, e a inequívoca tendência de queda do juro real em longo prazo.

Gerasul – Resultado do 1º trimestre

	1º Trim. 2000		1º Trim. 2001		2001/2000
	R\$ mil	% rec. liq.	R\$ mil	% rec. liq.	
Receita Líquida de Vendas	243.377	100,0%	329.249	100,0%	35,3%
Lucro Operacional	105.118	43,2%	157.400	47,8%	49,7%
EBITDA	137.650	56,6%	199.755	60,7%	45,1%
Lucro Líquido	63.436	19,3%	41.085	12,5%	-35,2%

Fontes: Gerasul e Investidor Profissional

Já há algum tempo reforçamos os mesmos argumentos na seção **Perspectivas**. Tomaremos o cuidado de não cansar novamente os leitores com idênticas ponderações. Voltaremos a apresentar a seção quando percebermos mudanças efetivas no cenário de longo prazo.

Aleatórias

WSJ, June 25 2001

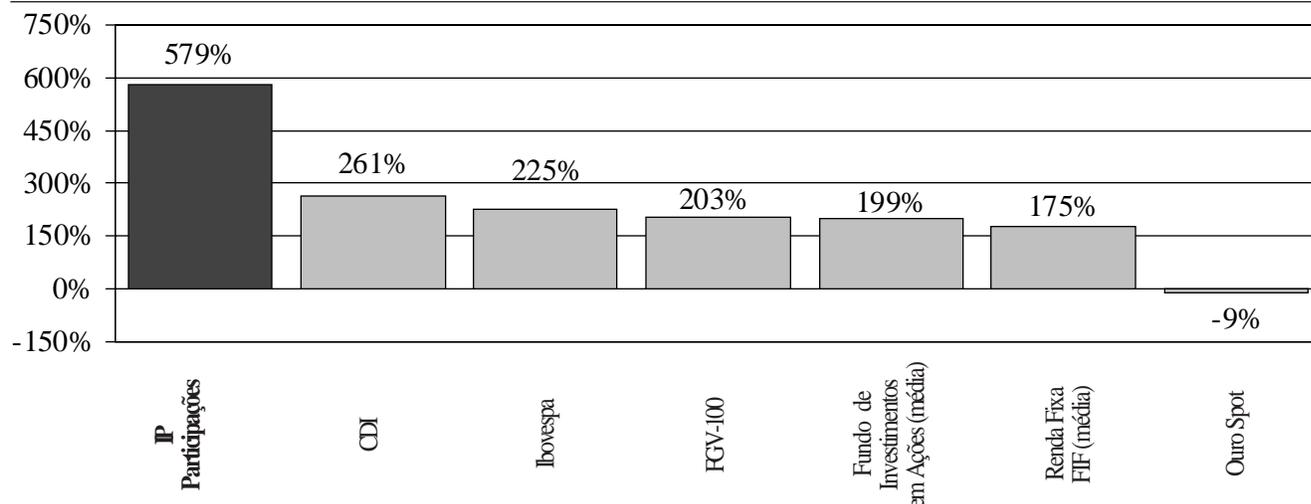
“As we exited calendar year 2000, I was reasonably optimistic that the storm had passed,”

wrote Scott Schoelzel, manager of Janus Twenty Fund, in his letter to shareholders that was also part of the report. “I even remember telling a couple of our younger analysts that things would get better in 2001 - after all, ‘We can’t fall out of a basement.’ What I forgot to tell them is that ‘the basement can always flood.’ “

A Janus foi a empresa de fundos que liderou o ranking da Barrons em 1998 e 1999, e que ficou em último lugar em 2000.

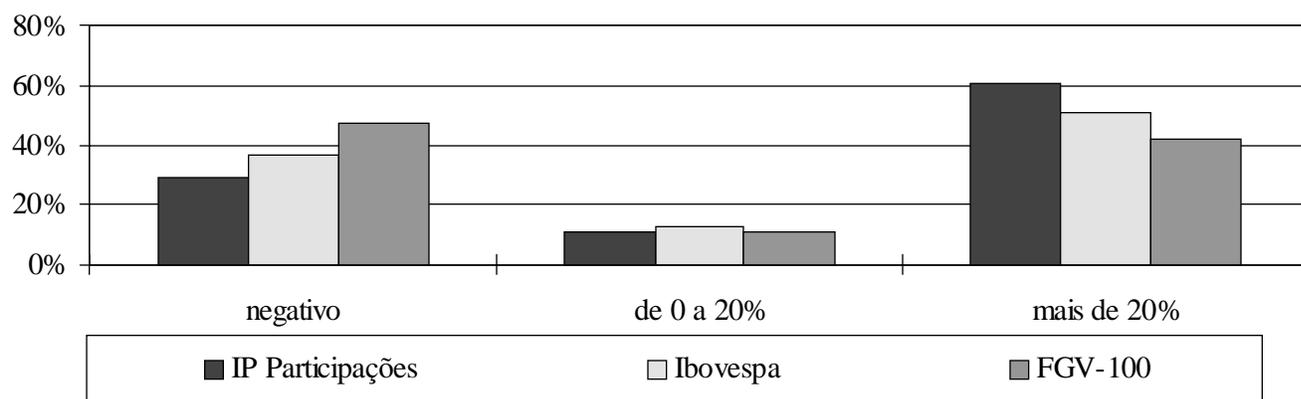
IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93* até 29/06/01



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de retornos anuais "trailing" diário - de 26/02/93* até 29/06/01



Rentabilidade em US\$ Com.

	IP-Participações ⁽¹⁾	IBOVESPA	FGV-100
1993 (desde 26/02*)	51,0%	65,4%	35,1%
1994	142,5%	59,6%	165,2%
1995	3,3%	-13,9%	-35,1%
1996	36,0%	53,2%	6,7%
1997	-10,8%	34,8%	-4,1%
1998	-25,5%	-38,5%	-31,5%
1999	105,7%	70,2%	116,5%
2000	2,9%	-18,3%	-2,7%
Julho-01	4,4%	1,8%	4,8%
Acum.2001	-6,1%	-19,0%	-11,6%
Acum. desde 26/02/93*	578,8%	224,8%	203,4%
Volatilidade ⁽²⁾	24,2%	49,0%	28,1%
Max.Draw-Down ⁽³⁾	61,6%	69,63%	70,4%

Valor da cota em 29/06/01

R\$ 2,729306

US\$ 1,184132

Patrimônio Líquido (mil):

R\$ 109.563

US\$ 47,535

(*) início da gestão.

(1) A rentabilidade do fundo é líquida das taxa de performance e administração.

(2) Indicador estatístico que quantifica risco. Quanto mais elevado, maior o risco. É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(3) Maior queda observada em US\$ comercial desde 26/02/93.

Fontes: Anbid, Bovespa e FG.V.

Av. Ataulfo de Paiva, 255 - 9º andar
Rio de Janeiro - RJ - Brasil - 22440-030
Telefone: (21) 2540-8040
Fax: (21) 2540-8018

Rua Iguatemi, 192 conj. 54
São Paulo - SP - CEP: 01451-010
Tel: (11) 3168-4119 - Fax: (11) 3079-9087

e-mail: ipdco@investidorprofissional.com.br
<http://www.investidorprofissional.com.br>

Informações (*)

Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 50.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 5.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**
As aplicações poderão ser efetuadas em cheque em qualquer agência do Banco Itaú ou através de emissão de DOC. O depósito deverá ser feito em favor da conta abaixo:

Banco Itaú - 341

Agência: 2001- Private Bank

C/C: 09318-2

Favorecido: Fundo IP Participações

Com a entrada em vigor da CPMF, as aplicações e os resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.

Informar ao Departamento de Atendimento o valor da aplicação até as 15hs e enviar fax do comprovante de depósito até as 16hs30

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

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

Resgate

- **Mínimo:** R\$ 5.000,00.
Se na solicitação de um resgate, o saldo remanescente ficar inferior a R\$ 5.000,00, o resgate deverá ser total.
- **Cálculo do resgate:** é feito pela cota do dia útil seguinte ao pedido e será pago quatro dias úteis após o pedido.
- **Carência:** não há carência.

Taxas

- **Taxa de Administração:** 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- **Taxa de Performance:** 15% sobre o ganho que exceder a variação do IGP-M.

Imposto de Renda

- 10% sobre o ganho nominal.
- Exclusivamente retido na fonte, pela instituição administradora, quando do resgate.
- O investimento deve ser declarado mas não integra a base de cálculo da declaração anual.

Divulgação do valor da cota

- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos FITVM, ou ligue para o Disque-Cotas: (21) 2540-8022 ou consulte o nosso site.

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

Este fundo é
custodiado por:

Banco Itaú S.A.



Este fundo é
auditado por:

KPMG Peat Marwick

Este fundo é
distribuído por:

Dreyfus Brascan
Distribuidora de Títulos de Valores Mobiliários