

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93* a 29/03/02



(* Início da gestão Investidor Profissional

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

Patrimônio (mil) em 28/03/02: R\$ 102.224 / US\$ 43.994

Valor da cota em 29/03/02: R\$ 2,835117 / US\$ 1,220139

Sumário

- Na nossa visão, governança é muito mais que a relação controlador/minoritário. Como o próprio nome já diz, o conceito abrange a forma de se “governar” a empresa, entendendo e tornando mais eficiente todos os seus processos internos e externos
- O objetivo fundamental na adoção de práticas de governança é o de melhorar a performance da companhia e fazer com que esses ganhos sejam usufruídos por todos os grupos envolvidos.
- A IP acredita num modelo de “governança cooperativa”, com foco específico na contribuição que acionistas minoritários podem trazer para melhorar a eficiência de processos da companhia como um todo

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** no mês de março de 2002 foi de 1,31% em reais, líquida de todos os custos. Desde março de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 599,5% em dólares.

Governança Corporativa

Muito tem se falado sobre “governança corporativa. O termo tornou-se tão popular entre empresários e profissionais do mercado financeiro, que corre o risco de virar expressão vazia pela quantidade de vezes em que é mencionado totalmente fora de propósito.

De fato, é comum o mau emprego de conceitos atingidos por modismos. Infelizmente, governança corporativa já vem sendo um conceito proposto por diversos agentes sem a devida cultura empresarial ou preparo mínimo para entendê-la e implementá-la em todos os seus aspectos.

Para evitar que o oportunismo retarde o desenvolvimento de uma cultura positiva para o mercado, faz-se necessária uma reflexão crítica sobre o tema.

Afinal, o que é governança corporativa?

Para que serve? Por que é importante?

Nos Estados Unidos, onde governança corporativa é discutida há mais tempo, o foco está no relacionamento entre acionistas e conselheiros, e entre estes e executivos. No Brasil, em função das características do controle acionário, adaptou-se a discussão para o relacionamento entre controladores e minoritários.

Na nossa visão, governança é muito mais que a relação controlador/minoritário. Como o próprio nome já diz, o conceito abrange a forma de se “governar” a empresa, entendendo e tornando mais eficiente todos os seus processos internos e externos (interação entre todos os grupos relacionados à companhia – controladores, conselheiros, acionistas, credores, fornecedores e etc). O objetivo fundamental na adoção de

práticas de governança é o de melhorar a performance da companhia e fazer com que esses ganhos sejam usufruídos por todos os grupos envolvidos.

E de fato, a tramitação da Lei das S.A. mostrou que, no Brasil, ainda temos um grave problema de cultura empresarial. A maior parte do empresariado defende arduamente o *status-quo*, assumindo claramente uma postura de conflito. O foco tem que mudar de “controladores versus minoritários” para “controladores + minoritários”, já que se tratam de sócios e não necessariamente de competidores pelo retorno dos investimentos.

A experiência que acumulamos ao atuar da forma mais próxima possível junto às empresas em que investimos nos levou a refletir sobre qual abordagem seria mais eficiente. Cada vez mais chegamos à conclusão de que a forma de governança que traz melhores resultados é aquela que privilegia a postura cooperativa. Mais abaixo, falaremos sobre esse tema com maiores detalhes

A experiência do Brasil – um círculo vicioso

Um círculo vicioso foi criado durante a década de 70. Naqueles anos, foram concedidos benefícios fiscais a pessoas físicas e investidores institucionais na aquisição de ações. Também foram criados limites mínimos para que fundos de pensão investissem em ações. E é razoável inferir que as companhias poderiam ser induzidas a abrir capital para obter maior facilidade de financiamento.

Todo este arcabouço criou um incentivo artificial e perverso para a abertura de capital. O resultado disso pode ser constatado na existência de empresas listadas sem adequado entendimento ou motivação honesta acerca das reais vantagens do capital aberto. Elas efetivamente não estavam preparadas para se tornar companhias abertas, com ações listadas em bolsa, e

implementar uma política mínima de transparência.

Investidores também foram atraídos para o mercado de capitais por incentivos inadequados – poderiam aplicar parte de seu imposto devido em ações de companhias negociadas em bolsa. Por não refletirem muito quanto à qualidade do produto que estavam adquirindo, era baixíssimo o nível de exigência por maiores informações em relação às companhias.

As companhias continuaram a agir como empresas fechadas, ignorando seus novos milhares de “sócios” e protagonizando diversas operações prejudiciais a estes (partes beneficiárias, fusões e aquisições em condições injustas, empréstimos e contratos em geral entre companhias do mesmo grupo em condições fora de mercado, etc.).

A implementação contínua dessas práticas erráticas em relação aos minoritários, aliadas à instabilidade econômica acabou por criar uma distorção crescente entre preço das ações e valor intrínseco das companhias. A sub-avaliação generalizada do mercado distancia cada vez mais empresas e mercado.

Dessa forma, companhias fechadas têm sido desencorajadas a abrir capital diante do baixo preço que o mercado se propõe a pagar por suas ações, pois um desconto exagerado não levaria à almejada redução de capital.

Está formado o círculo vicioso.

Investidores exigem grandes descontos para adquirir ações de empresas pouco transparentes e com potencial risco de destruir valor ao longo do tempo. Acabam aplicando um desconto generalizado à totalidade do mercado, pois fica difícil distinguir quais companhias manterão uma atitude adequada em relação aos seus sócios minoritários.

A má precificação desestimula companhias abertas a emitir novas ações e companhias fechadas a acessar o mercado de capitais como via de financiamento. A consequência é um muro cada vez mais alto a separar empresas e merca-

do, que se torna então a cada dia mais concentrado em poucas ações líquidas.

O círculo virtuoso da governança

A importância de alinhamento de interesses entre todos os acionistas reside, em última instância, no desenvolvimento de um pilar fundamental para o crescimento econômico do país: o mercado de capitais brasileiro. Essa dinâmica evolui da seguinte forma: quanto maior a proteção aos investidores, maior será o preço que eles estarão dispostos a pagar pelas ações porque, com maior proteção, estes reconhecem que o retorno das companhias também será usufruído por eles, tanto quanto pelos controladores. Com preço maior pago pelas ações, reduz-se o custo de capital das empresas, o que permite aos empresários financiar seus empreendimentos, fazendo do mercado de capitais uma real alternativa de capitalização das empresas.

A questão complicada é como quebrar o círculo vicioso e iniciar o virtuoso. Acreditamos que dois aspectos fundamentais podem deslanchar esse processo:

- Os empresários comecem a ter uma razão concreta para se interessarem pelo preço de suas ações
- Os investidores entrem num processo de exigência muito forte sobre níveis mínimos de proteção societária, disclosure e eficiência de processos

Como já afirmamos em outros relatórios, todo esse processo fica bastante facilitado com a perspectiva de crescimento econômico sustentado combinado à uma maior restrição na concessão de financiamentos públicos. Isto porque o forte crescimento econômico do país levará aquelas empresas que querem crescer ou até mesmo manter *market share*, a procurar fontes alternativas de financiamento para sustentar seus planos de investimento.

Empresários mais modernos com cultura empresarial avançada poderão fornecer o exemplo se, ao adotarem as melhores práticas de governança corporativa, conseguirem obter uma boa precificação por suas ações. Isso induzirá seus concorrentes e outros empresários a seguir a mesma estratégia.

Teremos então uma situação de mercado de capitais eficiente em que os empresários estarão menos interessados em manter o controle acionário e mais focados em crescer e criar valor para todos os acionistas.

O que é governança para a IP?

A IP acredita num modelo de “governança cooperativa”, com foco específico na contribuição que acionistas minoritários podem trazer para melhorar a eficiência de processos da companhia como um todo. Por isso mesmo, nosso objetivo é nos envolvermos nos casos em que uma atuação junto ao controlador pode efetivamente trazer liberação de valor. Em nossa opinião, essa concentração de esforços nos casos em sintonia com a filosofia da IP permite maximizar o resultado de nossa atuação (seja pela maior velocidade com que chegamos aos objetivos iniciais, seja pela adição de novas e melhores metas). Hoje, após 14 anos de experiência, nos sentimos aptos a afirmar que o modelo de governança focado no conflito entre minoritários e controladores tem pouca chance de criar valor.

Quando estamos atuando junto às empresas investidas, propondo medidas de governança, procuramos concentrar nossos esforços em:

- 1- Auxiliar na geração de valor para a companhia
- 2- Fazer com que essa geração de valor flua para TODOS os acionistas

De fato, esse conceito de governança corporativa não é novo para a IP. Já no relatório de gestão de abril de 1998 (há quase quatro anos), resumiu-se a maneira de pensar da empresa:

“Como já dissemos em diversos relatórios anteriores, buscamos em nossas principais posições:

- *Conhecer bem os controladores e suas motivações*
- *Concentrar nossos investimentos em poucas empresas, de forma a que tenhamos “massa crítica” para participar da tomada de decisões fundamentais*
- *Atuar intensamente como acionistas-colaboradores, o que com relativa frequência se estende a participações em Conselhos de Administração, Consultivos e Fiscais*

Buscar, como síntese de tudo isso, a valorização permanente das empresas (uma valorização que atinja indiscriminadamente a todos os acionistas)”.

Como se vê, a IP entende que governança corporativa, futuro do mercado de capitais e crescimento sustentado são vértices de um mesmo triângulo. Felizmente, nos parece que a cada dia, mais gente enxerga da mesma forma.

Carteira

No Relatório deste mês, o destaque fica por conta dos resultados de Fosfértil e Itaúsa, duas das cinco maiores posições do Fundo.

Fosfértil

Fosfértil divulgou o resultado de 2001 em 15 de março, e ele esteve em linha com as projeções internas da IP.

O lucro líquido em 2001 foi de R\$ 136,9 milhões, contra R\$ 98,3 milhões em 2000. Do lucro de 2001, deve-se expurgar receita não recorrente de R\$ 24,6 milhões. Ela se deve à recuperação na Justiça de impostos pagos no passa-

do. Ainda assim, o lucro ajustado, depois dos impostos, teria sido de R\$ 120,6 milhões, 22,7% maior que no ano anterior.

O aumento expressivo do lucro líquido deveu-se à evolução do resultado operacional. A geração de caixa consolidada, medida pelo EBITDA (lucro antes de resultado financeiro, impostos, depreciação e amortização), foi de R\$ 361 milhões, contra R\$ 240 milhões em 2000. Grande parte desse incremento decorre da desvalorização do real frente ao dólar. Isso porque a quase totalidade das vendas é atrelada ao dólar, enquanto cerca de 50% dos gastos são denominados em reais. A empresa é ganhadora em cenário de desvalorização cambial, o que a torna opção “defensiva” em caso de instabilidade.

A companhia manteve-se como excelente pagadora de dividendos, tendo distribuído aos acionistas R\$ 94,6 milhões. O montante configura *pay-out* de 69%, e *dividend yield* de 17% em relação ao preço médio em 2001. A IP monitora de perto a política de distribuição de dividendos da Fosfertil. Ela é um dos atrativos da companhia, que certamente continuará a distribuir o fluxo de caixa após constituição de reservas para investimentos.

Ao longo de 2002, as ações valorizaram-se 18,4%, contra uma queda de 5,5% do Ibovespa. Acreditamos que o bom resultado deve-se, em grande parte, ao reconhecimento de que trata-se de uma empresa bem administrada, com excelente histórico de resultados, grande pagadora de dividendos e que se beneficia da desvalorização cambial.

Banco Itaú / Itaúsa

O Banco Itaú divulgou o resultado anual no início de março.

Já é quase lugar comum afirmar que a instituição é a que melhor remunera seus acionistas no mercado bancário. É também a que apresenta maior rentabilidade patrimonial nos últimos anos.

Entendemos, de todo modo, que o veículo mais adequado para investir no melhor ativo bancário do Brasil é a *holding*, Itaúsa. Ela é negociada atualmente com cerca de 35% de desconto em relação ao valor de mercado de suas participações.

O lucro líquido consolidado do Itaú foi de R\$ 2,389 bilhões, o maior de sua História. Esse lucro representa um retorno de 31,5% sobre o patrimônio líquido, de longe o maior dentre os grandes bancos brasileiros. Após todos os ajustes a efeitos não operacionais ou não recorrentes, podemos considerar que o banco pode conseguir retornos patrimoniais de longo prazo da ordem de 25% ao ano.

Em função da equivalência patrimonial de suas controladas, Itaúsa obteve lucro líquido de R\$ 1,183 bilhão (Itaúsa detém “apenas” 47,7% do Banco Itaú).

No final do ano passado, o Itaú anunciou a compra do Sudameris. O escopo da aquisição foi reduzido às operações daquela instituição no Brasil, o que se entende como positivo em função da expertise do Itaú no mercado nacional e das sinergias decorrentes.

Ainda há dois desafios a vencer. O primeiro é absorver as operações adquiridas ao longo dos últimos dois anos, principalmente as de Banestado, BEG e Sudameris. A idéia é fazer com que gerem valor o mais depressa possível. O preço pago só se justifica quando as sinergias são numerosas. O segundo desafio refere-se à manutenção dos altos retornos patrimoniais, com expansão do crédito e inadimplência compatível.

O investimento em Itaúsa continua a fazer sentido. O desconto em relação ao valor de suas participações permanece injustificado. Ressaltamos que tal desconto chegou a ser superior a 50%, o que demonstra o acerto na nossa estratégia de atuação.

No que diz respeito à transparência, Itaúsa vem trabalhando na aproximação com o merca-

do e na maior abertura de suas demonstrações financeiras, como fez o Banco Itaú. O que falta agora é seguir os passos de sua principal controlada, e adotar procedimentos como a recompra de ações. Todos teriam a ganhar.

O fato é que Itaúsa permanece como um investimento atraente, apresentado índice P/L (preço/lucro) de 7,0, o que é bastante interessante em função da alta qualidade e rentabilidade de seus ativos.

Aleatórias

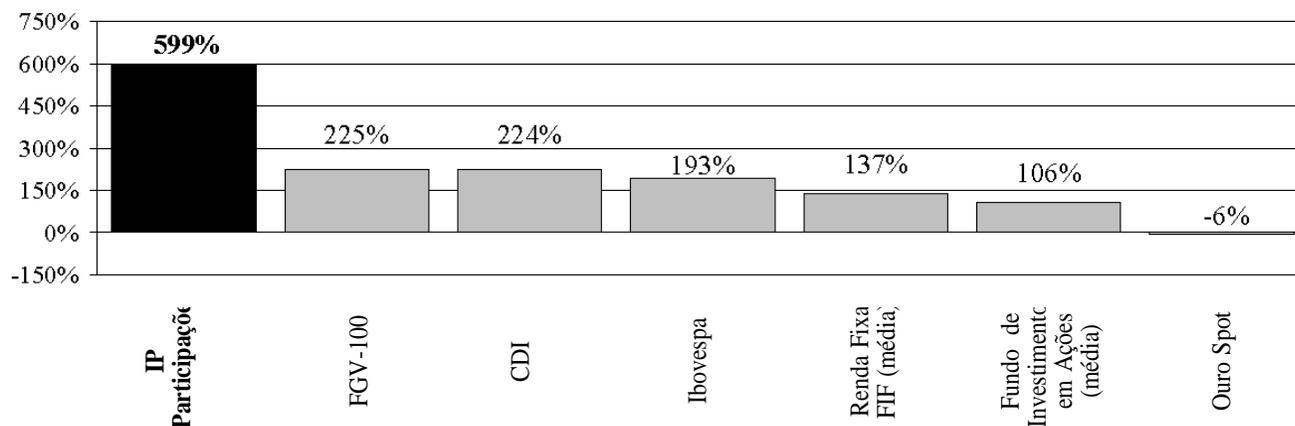
- “Não importa o quão bom é seu acordo de acionistas se a contraparte não pretende exercer o espírito daquilo que foi previamente acordado” - de um importante investidor institucional
- “.....assim, parece-me proposição evidente em si mesma que os investidores institucionais devem ser cidadãos corporativos ativistas.....considerando os enormes blocos de ações de nossas maiores empresas, de propriedade de instituições, nem sempre é prático apoiar tacitamente a administração ou apenas ficar de lado e depois vender as participações quando não se aprova a maneira como a administração conduz a empresa.....sugeriria que compete aos in-

vestidores institucionais, no exercício da cidadania corporativa, assumir a liderança na apresentação de propostas e no esforço de aprovação de leis que assegurem, antes de batalhas pelo controle acionário, que todas (as defesas contra aquisições hostis) sejam antes submetidas aos acionistas ou a comitês externos.....mesmo que cada um quisesse desfazer-se da empresa mal gerida, todos não poderiam fazê-lo ao mesmo tempo – e também o impacto sobre o preço seria muito grande. Assim, queiram ou não, parece-me que, por uma questão prática, os investidores institucionais precisam transformar-se cada vez mais em proprietários-acionistas ativos, sendo cada vez menos investidores passivos.....” – Robert Monks em palestra proferida num jantar para fundos de pensão americanos em Abril de 1984.

- “O desenvolvimento das relações entre acionistas e administração criará um contexto apropriado para discussões mais substantivas, que não infrinjam a responsabilidade do Conselho pelo estabelecimento da trajetória geral da empresa (...)” – Excerto de uma carta de Robert Monks a R. Koppes, em 1989, extraído do livro *Mudando de Lado*, de Hilary Rosenberg, Editora Campus.

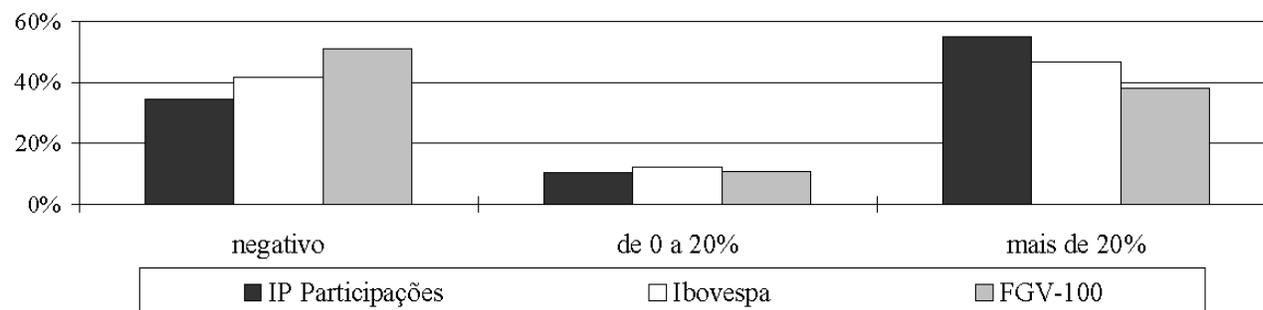
IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93* até 29/03/02



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de retornos anuais "trailing" diário - de 26/02/93* até 29/03/02



Período	Rentabilidade em US\$ Com.			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações ⁽¹⁾	Ibovespa	FGV-100	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%	18,8%	-1,3%	-25,6%
1996	36,0%	53,2%	6,7%	45,3%	63,8%	14,0%
1997	-10,8%	34,8%	-4,1%	-4,2%	44,8%	3,0%
1998	-25,5%	-38,5%	-31,5%	-19,4%	-33,5%	-25,9%
1999	105,7%	70,2%	116,5%	204,4%	151,9%	220,5%
2000	2,9%	-18,3%	-2,7%	12,5%	-10,7%	6,4%
2001	-7,0%	-25,0%	-8,8%	10,4%	-11,0%	8,2%
Março-02	2,4%	-4,6%	-1,6%	1,3%	-5,6%	-2,6%
Acum.2002	4,0%	-2,5%	3,9%	4,1%	-2,4%	4,0%
Acum. desde 26/02/93*	599,4%	193,3%	225,2%	-	-	-
Volatilidade⁽²⁾	24,4%	48,4%	28,7%	-	-	-
Max.Draw-Down⁽³⁾	61,6%	69,63%	70,44%	-	-	-

(*) início da gestão.

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

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

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

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

Valor da cota em 29/03/02

R\$ 2,835117

US\$ 1,220139

Patrimônio Líquido (mil):

R\$ 102.224

US\$ 43.994

Av. Ataulfo de Paiva 255, 9º andar
Rio de Janeiro - RJ - Brasil - 22440-030
Telefone: (55 21) 2540-8040
Fax: (55 21) 2540-8018

faleconosco@investidorprofissional.com.br
<http://www.investidorprofissional.com.br>

Informações (*)

Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 200.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 50.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**

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

Banco Itaú - 341
Agência: 2001- Private Bank
C/C: 09318-2
Favorecido: Fundo IP Participações
CNPJ: 29.544.764/0001-20

- *Aplicações inferiores a R\$200.000 poderão ser efetuadas através de outras instituições financeiras especializadas e credenciadas, sem qualquer custo adicional para o cliente. Favor consultar-nos para maiores informações.*
- *Com a entrada em vigor da CPMF, as aplicações e os resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.*

Informar ao Departamento de Atendimento o valor da aplicação e enviar fax do comprovante de depósito até as 15:00h.

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

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

Resgate

- **Mínimo:** R\$ 50.000,00.
Se na solicitação de um resgate, o saldo remanescente ficar inferior a R\$ 200.000,00, o resgate deverá ser total.
- **Cálculo do resgate:** é feito pela cota do dia útil seguinte ao pedido e será pago quatro dias úteis após o pedido.
- **Carência:** não há carência.

Taxas

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

Imposto de Renda

- 20% sobre o ganho nominal.
- Exclusivamente retido na fonte, pela instituição administradora, quando do resgate.
- 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:



Mellon

Mellon Brascan