

**BOGARI VALUE FIC DE FIA**  
Carta Bogari 29 – Discurso x Prática

Bogari Value FIC de FIA é um veículo de investimento em ações de empresas negociadas no mercado brasileiro. O fundo tem como foco o investimento de longo prazo baseado na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

### Nossa Performance

Até junho apresentamos uma rentabilidade de +4,9%, contra uma variação do Ibovespa de +6,1%.

Desde o início das nossas operações<sup>1</sup>, acumulamos uma rentabilidade de +1.335%, comparada a +33% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.435.

#### Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2015	4,9%	6,1%	-1,2
2014	1,8%	-2,9%	+4,7
2013	4,5%	-15,5%	+20,0
2012	25,1%	7,4%	+17,7
2011	-0,5%	-18,1%	+17,6
2010	29,5%	1,0%	+28,5
2009	122,0%	82,7%	+39,3
2008 <sup>(1)</sup>	-20,1%	-41,2%	+21,1
2007 <sup>(1)</sup>	278,8%	43,7%	+235,2
2006 <sup>(1)</sup>	18,7%	11,4%	+7,3

#### Acumulado desde o Início

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2015	1.335,4%	32,9%	+1.302,5
2014	1.267,9%	25,2%	+1.242,7
2013	1.244,0%	29,0%	+1.215,0
2012	1.186,5%	52,6%	+1.133,9
2011	928,4%	42,1%	+886,3
2010	933,3%	73,6%	+859,7
2009	697,8%	71,8%	+626,0
2008 <sup>(1)</sup>	259,3%	-6,0%	+265,3
2007 <sup>(1)</sup>	349,6%	60,0%	+289,6
2006 <sup>(1)</sup>	18,7%	11,4%	+7,3

O ano de 2015 começou com certo pessimismo pós-eleições, porém logo depois vimos um movimento forte de subida da bolsa, puxado principalmente por investidores estrangeiros. Este movimento foi ajudado por nosso novo Ministro da Fazenda que, na medida do possível, tem feito um bom trabalho.

<sup>1</sup> O veículo foi fundado em 1/11/2006 como um clube de investimento. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA e em 26/10/2012 no Bogari Value FIC FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses foi de R\$ 290,1 milhões e o atual é de R\$ 262,1 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de +2,6%.

Entretanto, aos poucos a bolsa vem caindo, talvez se confrontando com a realidade econômica do país, que tem demonstrado piora constante em quase todos os seus indicadores. Este ano vem se mostrando parecido com 2012, onde vimos um movimento acentuado de alta, seguido de uma correção.

No entanto, olhar apenas o índice não conta toda a história. A bolsa atualmente parece dividida em dois grupos: empresas de qualidade que parecem bem precificadas e empresas de menor qualidade ou tamanho aparentemente baratas. No primeiro caso está se pagando pela segurança no momento de incerteza e no segundo, penalizando as empresas cujos resultados estão sendo afetados pela crise.

Neste cenário de indefinição, entendemos fazer sentido investir em empresas de maior qualidade. No entanto, não acreditamos que pagar caro demais por isso faça sentido. Nossa carteira possui empresas maiores, mais robustas e líquidas, porém com retornos adequados. Quando tivermos uma definição melhor da situação econômica e política e melhores preços de compra, poderemos aproveitar as novas oportunidades. Assim, estaremos plantando as sementes que provavelmente nos levarão a ter ótimos retornos nos próximos anos.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, esta seção, em uma breve atualização da carteira e um ou mais temas de diferentes naturezas que valem a pena comentar.

Nesta edição falaremos sobre a dissonância entre discurso e prática do governo no Brasil.

### O Brasil

O início do novo governo acabou sendo conturbado, como esperado. A novidade foi a adoção de uma linha econômica mais racional, ou ortodoxa como chamam os economistas. Escolheram para Ministro da Fazenda Joaquim Levy, que tem credibilidade junto ao mercado e que vem demonstrando uma incrível capacidade de perseverar.

Entretanto, a migração de uma política claramente populista para uma com viés de mercado vem apresentando características curiosas. O discurso vendido na reeleição é tão diferente das ações que vêm sendo tomadas que estão sendo criadas situações inusitadas. O

governo não faz o que fala e não pode falar o que faz. Por isso, existe uma dissonância tão grande entre o discurso e a prática.

A falta de coerência entre discurso e prática não é exclusividade do governo atual. Fernando Henrique Cardoso também usou do mesmo artifício diversas vezes em seu governo. Entretanto, o que nos parece é que FHC conhecia Maquiavel melhor que o atual governo.

A dissonância entre fazer e falar, e provavelmente também a falta de planejamento, impedem que o governo de uma forma clara exponha seus planos de ajuste da economia. Em comparação, FHC sabia que o mal deve ser feito de uma vez e o bem, aos poucos. Os “pacotes fiscais” foram relativamente comuns nos governos anteriores, pois o objetivo era tomar as medidas dolorosas rapidamente. Entretanto, o atual governo prefere que as medidas sejam discutidas e implementadas no varejo.

A vantagem do “pacote” de medidas é que permite aos participantes da economia terem uma visão do conjunto de reformas que o governo pretende implementar, gerando a sensação de ver “a luz no fim do túnel”. Como diz o ditado: “É melhor um fim terrível do que um terror sem fim”.

A segunda vantagem vem da dinâmica política de negociar todas as medidas de uma vez com o Congresso e não cada uma em separado, ou no varejo, como vem sendo feito. Um governo politicamente frágil, em que a base aliada, ou o que sobrou dela, tem dificuldades de apoiar as medidas fiscais por seus ideais históricos, não deveria estender tais negociações por muito tempo.

O que vem ocorrendo é que o governo vende a ideia de que previsibilidade é importante, mas não a executa. Estamos no mês de junho e pouco foi implementado. Adicionalmente, a cada dia surgem novas notícias importantes e novos boatos de aumentos de impostos e cortes. Criar previsibilidade assim é difícil.

Para nossos investimentos essa dinâmica é ruim. A dissonância entre prática e realidade gera grandes consequências nas decisões de investimento das empresas.

Apenas como exemplo, citamos a alteração das regras do FIES. Lembrando que sob o slogan do novo governo de “Pátria Educadora”, o FIES foi amplamente valorizado e as empresas do setor apostaram nele. Entretanto, no dia 29/12/2014 o próprio governo alterou suas regras unilateralmente, modificando, por exemplo, o cronograma de pagamento que as empresas vinham recebendo. Por essa nova proposta, os valores deixariam de ser pagos mensalmente. As empresas passariam a receber 8 de cada 12 mensalidades no mesmo ano e não haveria previsão de recebimento das outras 4. Isso era o previsto na portaria publicada pelo MEC.

Ora, os empresários do setor investiram pesado em suas operações, realizaram aquisições e o governo no penúltimo dia útil do ano altera as regras do setor de surpresa, sem discutir com nenhum envolvido, afirmando que pagaria

apenas 2/3 dos valores. Ilustrativamente, em 19/12/2014 a Anima havia anunciado a compra das operações da Whitney por R\$1,1 bilhão, levando em consideração que as regras seriam mantidas. Não é de se espantar que a mesma operação tenha sido cancelada posteriormente, no mês de abr/2015. Difícil defender que o governo está preocupado com previsibilidade.

É claro que o FIES deveria ser mudado, pois seu modelo tem caráter populista, sendo inviável a longo prazo. Como normalmente vem ocorrendo, não se questiona o mérito, mas sim a forma. Aliás, esse processo de destruição de expectativas, e valor, do setor de educação foi muito parecido com os efeitos da MP que feriu gravemente o setor elétrico em 2012.

Infelizmente, a cultura de desrespeito ao empresário que toma risco e gera riqueza no Brasil é muito arraigada na mente popular e nossos governantes acabam sendo reflexo do povo.

Adicionalmente, é possível que a admiração de nossa presidente por Getúlio Vargas tenha alguma influência na forma como governa. Getúlio, provavelmente o maior político brasileiro do século XX, acreditava que o tempo resolvia grande parte dos problemas. “Deixa como está, para ver como é que fica”, gostava de dizer. Não se pode afirmar que seja um conceito equivocado, porém deve ser usado com parcimônia.

Na época de Getúlio não havia Internet e celular. O fluxo de informação era mais lento e sua disseminação mais controlada. Os mercados não eram todos eletrônicos e interligados e os conhecimentos econômicos não eram tão desenvolvidos e testados. Por isso, nos dias atuais há que se agir. A inação gera o vácuo da incerteza no mercado e, politicamente, o espaço que veio sendo ocupado, habilmente, pelo PMDB.

Finalmente, estamos acompanhando atenciosos as mudanças políticas que aos poucos vêm ocorrendo. Desde a PEC da bengala, a possível alteração para permitir a reeleição do Presidente da Câmara e a reforma política que podem tomar caminhos complexos. Por mais convenientes que tais mudanças sejam, abrem precedentes muitas vezes indesejados para uma jovem democracia como a brasileira.

## Carteira

Nossas posições da carteira normalmente oscilam pouco ao longo do tempo e em 2015 não tem sido diferente.

O Itaú continua apresentando bons resultados e se favorecendo da mudança de perfil de carteira feita nos últimos anos, focando em créditos menos arriscados e com mais garantias. Conforme esperado, os bancos públicos estão menos agressivos e os spreads do mercado estão subindo. Entretanto, tivemos recentemente eventos não esperados que podem causar perdas relevantes no sistema bancário como um todo. Há várias grandes empresas sendo investigadas por corrupção na operação

Lava-Jato. Naturalmente os grandes bancos brasileiros possuem dívidas com estas empresas, que podem não ser pagas se houver problemas maiores com o decorrer das investigações. Outro ponto de atenção é com as empresas da cadeia do petróleo, que estão sendo afetadas pelos problemas na Petrobrás e pela queda na cotação internacional do petróleo.

Além disso, o crescimento do país deve ser pior do que o esperado no final de 2014. Não sabemos exatamente qual será o impacto desta queda de atividade econômica no tamanho da inadimplência e conseqüentemente das perdas para o Itaú. Na verdade, provavelmente nem mesmo o banco consegue estimar com precisão o que vai acontecer. No entanto, ele se preparou aumentando provisões nos últimos períodos e sendo mais conservador na concessão de crédito.

Adicionalmente, notícias de aumento de impostos têm colocado pressão sobre os bancos. O aumento de CSLL de 15% para 20% e a possível eliminação do JCP podem reduzir o lucro do Itaú no curto-médio prazo. Porém como o sistema bancário brasileiro é bastante concentrado, é provável que este custo maior seja repassado para os clientes, via aumento de spreads e tarifas.

A grande novidade na Cielo foi o anúncio de uma parceria com o Banco do Brasil, criando uma nova empresa, chamada Catenio, para cuidar de alguns processos de backoffice dos cartões do banco. A Cielo vai aportar R\$8,1 bilhões e terá 70% da nova companhia. O preço pago parece ter sido justo e se a Cielo conseguir operar com mais eficiência as operações que eram feitas pelo BB, o que esperamos que aconteça, haverá uma boa geração de valor para a empresa. Além disso, enxergamos uma saudável diversificação de receita, pois esta joint venture terá a receita proveniente basicamente da taxa de intercâmbio dos cartões do BB.

Por outro lado, o cenário macro não deve favorecer os volumes de crédito e débito em 2015, fazendo com que o crescimento da empresa seja um pouco menor. Apesar de a empresa capturar em grande parte a alta inflação prevista para o ano, a queda da atividade tem um impacto relevante nos volumes. Por outro lado, este cenário de dificuldade econômica faz com que haja mais antecipação de recebíveis, compensando parte da perda de volume. A companhia tem se aproveitado deste movimento, com volumes maiores de antecipação e taxas melhores.

Na Cosan, finalmente tivemos a aprovação final do Cade para a fusão da ALL com a Rumo. Conforme esperado, a aprovação aconteceu sem grandes restrições para as operações da nova empresa. O próximo passo que a empresa deve trabalhar é a devolução de trechos não rentáveis e a renovação da concessão do resto da malha. Para tanto, deve apresentar um novo plano de investimentos, para aumentar bastante sua capacidade de transporte.

Na parte de distribuição de combustíveis, apesar de esperarmos um crescimento menor na demanda por combustíveis devido ao cenário econômico desafiador, os resultados devem continuar consistentes, com boas margens. O crescimento do número de postos via embaqueamento deve compensar as vendas mais fracas.

No segmento de Açúcar e Álcool, a grande surpresa foi a queda vertiginosa no preço do petróleo. Apesar de a gasolina ter seu preço controlado no país e não acompanhar no curto prazo os preços internacionais, é de se esperar que no médio/longo prazo eles convirjam. Se a realidade de preços deprimidos do petróleo se perpetuasse, poderia ser difícil o etanol competir com a gasolina, reduzindo a demanda no mercado interno e afetando ainda mais os preços do açúcar. Como os preços do petróleo/gasolina já voltaram em certa medida e o real se desvalorizou bastante, este risco não parece se concretizar. Mas isso somente corrobora nossa opinião de que investir em setores de commodities tem um risco mais alto e devemos ter muito cuidado nas estimativas.

A Comgás continua no processo de revisão tarifária, que está se arrastando mais do que o previsto. Porém isto pode ser bom, dado que os volumes de consumo de gás estão fracos devido ao incentivo para o racionamento de água em SP. Com esta nova perspectiva de consumo menor, as projeções do regulador devem ser mais realistas e menores do que se a revisão tivesse sido efetuada no ano passado.

Na Equatorial, um grande risco que enxergávamos acabou tendo sua probabilidade de se materializar bastante reduzida, pois a chance de racionamento de energia parece praticamente nula neste ano. Isso por causa das chuvas e pelo fato do crescimento esperado da demanda ter sido baixo, devido ao fraco crescimento da economia.

Outra novidade foi o resultado parcial do ciclo de revisão tarifária, onde o regulador propôs um WACC de 8,09%, bem acima das sinalizações anteriores e da expectativa do mercado. Com isso, tivemos um risco menor e retorno maior, fazendo com que a ação tivesse uma das melhores performances da nossa carteira no ano.

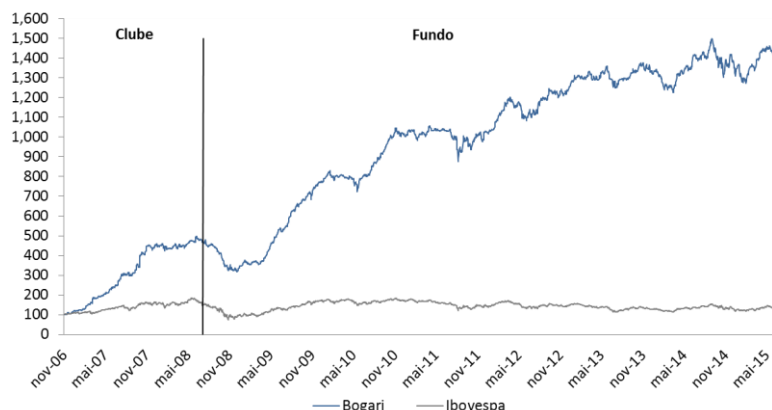
Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 11% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 40%. O nível de liquidez é alto: além de cerca de 33% de caixa (ou equivalentes de caixa), convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 7 dias. Continuamos com bons ativos, a preços adequados, e com boas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Obrigado pela confiança.

## Varição da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2015	Bogari	-6,9%	6,9%	2,7%	3,6%	-2,1%	1,1%							4,9%
	Ibov	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%							6,1%
2014	Bogari	-5,9%	-0,5%	3,4%	1,7%	1,5%	4,1%	0,2%	6,5%	-7,7%	1,1%	1,9%	-3,7%	1,8%
	Ibov	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%	-8,6%	-2,9%
2013	Bogari	1,2%	0,9%	-0,4%	1,2%	0,4%	-3,6%	0,8%	0,4%	2,1%	3,7%	-0,7%	-1,5%	4,5%
	Ibov	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%
2012	Bogari	5,9%	5,9%	2,2%	0,0%	-6,0%	1,1%	4,3%	2,0%	2,6%	-0,4%	1,7%	4,1%	25,1%
	Ibov	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%
2011	Bogari	-2,0%	0,7%	2,1%	0,3%	0,0%	-0,9%	-2,9%	-2,1%	-1,9%	4,2%	0,8%	1,5%	-0,5%
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%
2010	Bogari	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,7%	-0,1%	1,2%	8,7%	4,4%	6,7%	4,8%	0,3%	1,7%	29,5%
	Ibov	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%
2009	Bogari	-1,2%	5,5%	-0,9%	21,3%	12,3%	5,1%	15,1%	7,3%	4,0%	3,0%	8,7%	4,2%	122,0%
	Ibov	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%
2008 <sup>(1)</sup>	Bogari	-3,6%	3,9%	-1,2%	3,1%	2,5%	2,2%	-7,3%	-0,8%	-12,9%	-13,0%	-0,6%	7,8%	-20,1%
	Ibov	-6,9%	6,7%	-4,0%	11,3%	7,0%	-10,4%	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-41,2%
2007 <sup>(1)</sup>	Bogari	9,4%	25,7%	14,4%	9,7%	16,3%	13,9%	11,3%	3,3%	8,8%	28,6%	0,6%	2,4%	278,8%
	Ibov	0,4%	-1,7%	4,4%	6,9%	6,8%	4,1%	-0,4%	0,8%	10,7%	8,0%	-3,5%	1,4%	43,7%
2006 <sup>(1)</sup>	Bogari											5,1%	12,9%	18,7%
	Ibov											5,0%	6,1%	11,4%

Valor da Cota Bogari<sup>(1)</sup> x Ibovespa  
(Nov/2006 - Jun/2015)



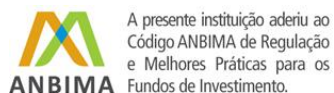
(1) O veículo foi fundado em 1/11/2006 como um clube de investimento. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA e em 26/10/2012 no Bogari Value FIC FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses foi de R\$ 290,1 milhões e o atual é de R\$ 262,1 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de +2,6%.

## Principais Características do Fundo

### Informações sobre o produto

<b>Administrador</b>	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	<b>Aplicação</b>	D+1 (dias úteis)
<b>Gestor</b>	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	<b>Resgate</b>	D+30 (dias corridos)
<b>Distribuidor</b>	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	<b>Liquidação</b>	D+33 (30 dias corridos + 3 dias úteis)
<b>Custódia</b>	Banco Bradesco S.A.	<b>Taxa de Administração</b>	2,175% (Taxa Máxima: 2,5%)
<b>Auditor</b>	PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes	<b>Taxa de Performance</b>	20% do que exceder Ibovespa (com marca d'água)
<b>Aplicação mínima</b>	R\$ 30.000,00	<b>Código Anbima</b>	212962
<b>Saldo mínimo</b>	R\$ 30.000,00	<b>Classificação</b>	Ações Ibovespa Ativo
<b>Movimentação mínima</b>	R\$ 10.000,00	<b>Cota</b>	Fechamento
<b>Aplicação máxima inicial</b>	R\$ 20 milhões	<b>Horário</b>	9hs às 14hs
<b>Público-Alvo</b>	Investidores em Geral	<b>Imposto de renda</b>	15% sobre o ganho nominal

CVM 409 - Art. 95-B: "Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes." "Art. 07 das Diretrizes Anbima: "LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR" "RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA" "FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC". CVM 409 - Art. 40 Parágrafo 2º: "Este fundo utiliza 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". "Todas as informações contidas no site da BOGARI GESTÃO DE INVESTIMENTOS LTDA têm apenas propósito informativo e, portanto, não devem ser consideradas oferta de venda de cotas dos fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário". "A rentabilidade divulgada não é líquida de imposto". "Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, os fundos de renda variável deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou 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".



Rua Jardim Botânico, 674/523 | Jardim Botânico | Rio de Janeiro - RJ | Tel 55 21 2249-1500  
[www.bogaricapital.com.br](http://www.bogaricapital.com.br)

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  
Telefone: (21) 3219-2500 Fax (21) 3974-2501 [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf)  
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219  
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219