

**BOGARI VALUE FIA**

Carta – Julho e Agosto/2009

Bogari Value FIA é um fundo de 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**

Neste ano, acumulamos uma rentabilidade de +82,9% até agosto, contra uma variação do Ibovespa de +50,4%. Nos últimos 12 meses, acumulamos uma rentabilidade de +48,6% comparada a +1,5% do Ibovespa. Em agosto tivemos uma rentabilidade de +7,3% e em julho de +15,1%.

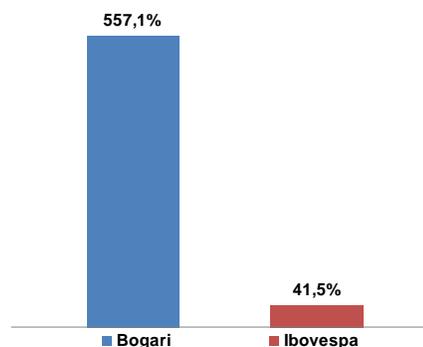
Desde o início das nossas operações, em novembro/2006<sup>(1)</sup>, acumulamos uma rentabilidade de +557,1%, comparada a +41,5% do Ibovespa.

Nossa rentabilidade foi bastante positiva no bimestre passado. Nesse período, o mercado continuou a corrigir as grandes distorções ocorridas na crise, valorizando aquelas ações que haviam caído demais. Acreditamos que esse movimento continuará em paralelo com a evolução dos fundamentos das empresas.

Nossa visão é que os ativos de primeira linha estão bem precificados. A valorização ocorrida nos últimos seis meses trouxe o preço de tais ativos para perto de seus valores justos. Entretanto, continuamos animados com várias empresas de nosso portfólio, tanto devido à sua qualidade quanto ao seu potencial de valorização nos próximos anos.

Gostamos sempre de lembrar que o nível de rentabilidade apresentado este ano não é replicável a longo prazo. O que esperamos são retornos mais moderados, distribuídos em períodos mais longos, de três a cinco anos.

**Rentabilidade Bogari<sup>(1)</sup> x Ibovespa  
(Nov/2006 - Ago/2009)**



**Rentabilidade Anual**

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	82,9%	50,4%	+32,5
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.)
2009	557,1%	41,5%	+515,7
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

**Carteira**

Implementamos nesses últimos dois meses a nossa maior alteração de portfólio do ano. Enquanto Helbor, Eztec e Paraná Banco continuam a ser posições relevantes, incluímos também a Kroton nesse grupo, com quase 10% do fundo.

Ainda acreditamos que Eztec e Helbor estão baratas e são os melhores veículos de investimento do setor imobiliário, aliando os preços atrativos de suas ações à qualidade da empresa.

Os resultados divulgados do 2º trimestre foram muito bons, tanto em termos de lançamentos e vendas, quanto da entrega operacional dos imóveis. Mesmo com a grande valorização ocorrida nos últimos meses, são poucas as empresas na bolsa com esse nível de qualidade que negociam aos preços de mercado de ambas.

<sup>1</sup> O Bogari Clube de Investimentos foi fundado em 1/11/2006. Em 8/7/2008, o clube foi transformado no Bogari Value FIA. A rentabilidade do fundo no ano de 2008, considerando o período de 8/7/2008 a 31/12/2008 foi de -22,4%. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 6,2 milhões e o atual de R\$ 14,8 milhões.

Em termos de resultado, Paraná Banco foi a maior surpresa do período. Excluindo o Bicbanco, sua rentabilidade no 2º trimestre foi a maior dos bancos médios, de 17,9%, atingindo no 1º semestre 13,9%. A seguradora e a resseguradora foram responsáveis por quase um terço do resultado do banco.

O seguro garantia, foco do Paraná Banco (via JMalucelli, seguradora e resseguradora), vem crescendo de forma consistente. O volume de prêmios emitidos no 1º semestre de 2009 equivale a 85% de todo o volume de 2008. Essa tendência de crescimento parece robusta, confirmada pela regulamentação desse tipo de seguro pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN). Já a partir de agosto, os contribuintes passaram a poder utilizar o seguro garantia como alternativa ao depósito judicial ou ao oferecimento de bens à penhora, com segurança e sem questionamentos dos juízes.

Adicionalmente, a JMalucelli Seguradora fechou um acordo com a Caixa Seguros para garantir à Caixa Econômica a conclusão das obras do programa Minha Casa Minha Vida. Esse programa tem por objetivo construir um milhão de casas e um VGV estimado em quase R\$ 100 bilhões para os próximos anos. Trata-se de um acordo que irá gerar um potencial volume de prêmios para a seguradora muito relevante, podendo mudar de patamar o seu tamanho.

O banco reduziu seus custos e vem conseguindo aumentar sua margem de intermediação financeira. As perdas aumentaram, mas continuam baixas, seguindo o esperado para o crédito consignado. Mesmo sabendo que a rentabilidade do 2º trimestre dificilmente será repetida ao longo desse ano, estamos animados com os resultados alcançados e com as perspectivas para o futuro da empresa.

No ritmo de crescimento do setor de seguros, é possível que em poucos anos o Paraná Banco seja avaliado como uma seguradora com um banco e não um banco com uma seguradora. Aparentemente, o mercado ainda não percebeu essa mudança.

Conforme escrevemos em nossa última carta, não gostamos da operação de aumento de capital da Kroton. Mesmo assim, aproveitamos a oportunidade em que suas ações tiveram forte queda para aumentar nossa posição.

Nossa decisão de realizar esse movimento partiu do aprofundamento do entendimento de nossas maiores preocupações, quais sejam: a forma de utilização dos novos recursos e as consequências de uma velocidade de crescimento elevada.

Quanto ao primeiro item, a forma de utilização de novos recursos, acreditamos que a companhia vem demonstrando juízo no investimento dos recursos da

oferta pública inicial. Em geral, as aquisições mantiveram-se dentro do plano de desenvolvimento da companhia e os preços pagos não foram excessivos. Os executivos da companhia mostraram-se bastante enfáticos na manutenção dessa racionalidade, mesmo com a entrada de um novo sócio.

As consequências de uma velocidade de crescimento elevada continuam a ser um ponto de observação. Entendemos que a companhia vem desenvolvendo suas ferramentas de controle e gestão em linha com o que achamos adequado. Sabemos ainda que a gestão descentralizada de operações educacionais está na origem operacional da empresa, através da prestação de serviço para escolas de ensino básico. Mesmo assim ficamos preocupados com o potencial descontrole operacional que elevadas taxas de crescimento normalmente geram.

Nosso conforto está no alinhamento econômico tanto do *management*, como dos sócios fundadores. Ambos os grupos possuem valor relevante de dinheiro e suor investidos na companhia, de forma que acreditamos que, dentro do possível, a racionalidade e a cautela serão observadas.

Enfim, entendemos que um negócio dessa qualidade no mercado educacional brasileiro, com bastante potencial de crescimento e consolidação, está sendo negociado a um preço bastante atrativo. Mesmo com a valorização da ação desde nossas primeiras aquisições, gostamos do potencial previsto para os próximos anos.

A carteira do fundo continua adequadamente diversificada, a maior posição possui em torno de 12% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 40%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de 18% de caixa, conseguimos liquidar 2/3 das ações em apenas dois dias. E, finalmente, continuamos com bons ativos, baratos, e com ótimas perspectivas para os próximos anos.

## Eventos corporativos - continuação

Em nosso último relatório tecemos alguns comentários sobre a operação Duratex-Satipel. O principal ponto levantado foi a incorporação das ações ordinárias dos controladores da Duratex pela Satipel por uma relação de troca diferente daquela ofertada aos minoritários e preferencialistas da mesma companhia.

Achávamos que os controladores da Duratex não deveriam votar na deliberação de incorporação da companhia pela Satipel e acreditávamos que o parecer de orientação 34 da CVM (ajustado às circunstâncias) deveria ser aplicado nesse caso.

Ficamos satisfeitos que a decisão do Colegiado da CVM sobre esse assunto está em linha com o nosso argumento. Tal deliberação teve efeitos nas transações de VCP-Aracruz, Sadia-Perdigão, além da já mencionada Duratex-Satipel. No primeiro caso, mudou-se a relação de troca para preferencialistas, nos demais, o controlador ficou impedido de votar sobre a matéria.

## Outros assuntos

Aproveitamos esse espaço para reproduzir um texto nosso publicado na Coluna do Gestor no jornal *Valor Econômico*.

“Contra a maré: as dificuldades de investir no longo prazo

Valor Econômico - 04/08/2009

Quando se fala em comprar ações, normalmente se associa a uma modalidade de investimentos que requer uma visão de longo prazo. Entretanto, é comum observarmos que os investidores que permanecem longos períodos de tempo com as mesmas ações são rara exceção e não a regra. O comum é que investidores em ações comprem e vendam suas posições diversas vezes, em curtos períodos. Estudos em diversos mercados indicam que o tempo médio que um investidor mantém uma ação em carteira diminuiu nas últimas décadas. Tentamos entender a razão para isso e identificamos quatro fatores.

O primeiro é consequência de uma característica humana. Independentemente das descobertas dos estudos relacionados às finanças comportamentais, é intuitivo assumirmos que o ser humano não está preparado para a inatividade. O natural é ser ativo, fazer alguma coisa. Manter uma ação em carteira por vários anos não é natural. Ainda mais considerando o imediatismo e a velocidade com que as coisas ocorrem na sociedade em que vivemos. Vale lembrar que essa mesma ação será negociada diariamente no período que o investidor a tiver em carteira, oscilando positiva e negativamente.

O segundo ponto tem a ver com o grande volume de informações que circula hoje em nossa sociedade. Segundo Richard Saul Wurman, em seu livro "Information Anxiety", uma edição diária do jornal "The New York Times" contém mais informação que uma pessoa comum da Inglaterra do século XVII teria visto em toda a sua vida. A internet como fonte de informação em tempo real torna esse fluxo ainda mais exacerbado. Para o potencial investidor, esse bombardeio de informações acaba sendo possivelmente prejudicial para a formação de seu julgamento.

O terceiro ponto se relaciona com a estrutura do mercado acionário. Corretoras de valores ganham dinheiro com

atividade, não com inatividade. Em outras palavras, a maior parte da receita das corretoras é apurada na corretagem de compra e venda de ações. Por isso, o foco das propagandas dessas instituições é a atividade de comprar e vender, as estratégias de prazo mais curto, o grafismo etc. Um cliente com menos recursos e mais atividade é melhor que um cliente com mais recursos e menos atividade. As próprias corretoras ajudam a gerar e fornecer ainda mais informação para seus clientes por meio de seus relatórios, carteiras recomendadas, canais de TV ou *chat*. Todo esse fluxo gera um "momentum" propício ao *trading*.

Finalmente, uma característica sadia da regulamentação brasileira tem seu lado negativo. A necessidade de publicar cotas dos fundos abertos, diariamente, certamente traz uma robustez e um benefício enorme para o sistema de fundos brasileiro. Nunca seríamos capazes de argumentar a favor de qualquer mudança. Achamos o sistema como um todo muito bom. Entretanto, não tem como negar que a disponibilização das informações das cotas e suas variações diárias criam ansiedade nos investidores e propensão ao imediatismo, já característico do ser humano.

Somando todos os pontos citados à facilidade de se negociar ações via *home broker* (basta clicar poucas vezes para se fechar um negócio), achamos natural a dificuldade de o investidor médio ter um viés cada vez mais de curto prazo. Se entre os profissionais do mercado esse imediatismo dificilmente é domado, entre os amadores não é diferente.

Felizmente, para aqueles que têm um horizonte de investimento de longo prazo, são essas diferenças de comportamento que criam as oportunidades para obter um retorno diferenciado. Para os investidores de longo prazo, a bolsa existe para servir aos seus objetivos e não para incitá-los a tomar alguma iniciativa não desejada por impulso. Em nosso caso, a bolsa de valores é apenas um mercado onde é prático comprar e vender participações em empresas. Assim, podemos manter um ativo em carteira pelo prazo que nos seja conveniente.

Não acreditamos na existência de uma única estratégia vencedora. O investimento em ações de longo prazo (comprando-se ativos adequados) é a estratégia que conhecemos profundamente, que possui vasta comprovação acadêmica a seu favor e que tivemos excelentes resultados ao longo dos últimos anos. Qualquer estratégia é válida, desde que gere resultado de forma consistente.

O objetivo deste artigo é apenas chamar a atenção para o ambiente em que os investidores atuam. Dessa forma, cada um poderá se preparar para as armadilhas de curto prazo e controlar o nível de atividade de suas transações.”

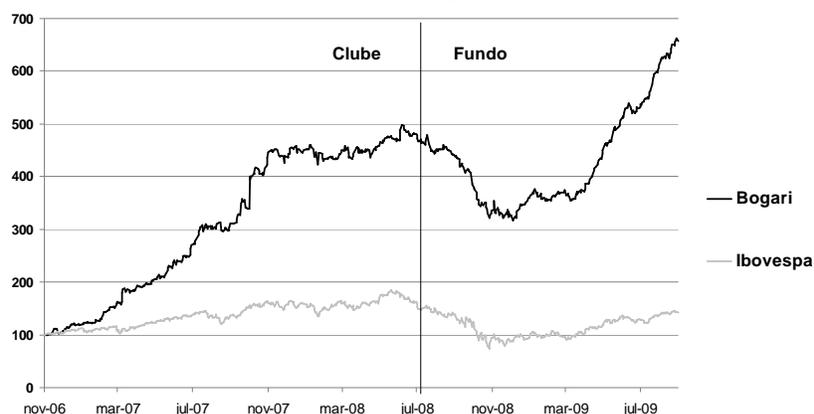
Mais uma vez, obrigado pela confiança.

## Varição da Cota

Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano		Acum. Início		
													Bogari	Ibov	Bogari	Ibov	
<b>2009</b>	-1,2%	5,5%	-0,9%	21,3%	12,3%	5,1%	15,1%	7,3%						82,9%	50,4%	557,1%	41,5%
<b>2008</b>	-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%	-41,2%	259,3%	-6,0%
<b>2007</b>	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%	43,7%	349,6%	60,0%
<b>2006</b>											5,1%	12,9%		18,7%	11,4%	18,7%	11,4%

Valor da Cota Bogari<sup>(1)</sup> x Ibovespa  
(Nov/2006 - Ago/2009)



## Principais Características do Fundo

<b>Nome:</b>	Bogari Value FIA
<b>CNPJ:</b>	08.323.402/0001-39
<b>Conta do fundo (para TED)</b>	Banco Bradesco (237) AG. 2856-8 – CC. 615.173-6
<b>Gestor:</b>	<b>Bogari Gestão de Investimentos Ltda.</b> Rua Jardim Botânico, 674/523 Rio de Janeiro – RJ – 22461-000 <a href="mailto:contato@bogaricapital.com.br">contato@bogaricapital.com.br</a> 21 2249 1500 (Tel/Fax)
<b>Administrador e Distribuidor:</b>	<b>BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A</b> Av. Presidente Wilson, 231/11º a Rio de Janeiro – RJ – 20030-905 21 3974 4600 (SAC) / 21 3974 4501 (Fax) / 0800 7253219 (Ouvidoria) <a href="http://www.bnymellon.com.br/sf">www.bnymellon.com.br/sf</a>
<b>Custodiante:</b>	<b>Banco Bradesco S.A.</b>
<b>Auditor:</b>	<b>KPMG</b>

<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Aplicação Máxima:</b>	R\$ 5.000.000,00
<b>Movimentações mínimas:</b>	R\$ 10.000,00
<b>Saldo mínimo:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Horário limite para movimentações:</b>	13:00 h
<b>Conversão de cotas na aplicação:</b>	D+1 da disponibilidade dos recursos.
<b>Conversão de cotas no resgate:</b>	D+30 da solicitação.
<b>Pagamento do resgate:</b>	D+33 da solicitação.
<b>Taxa de administração:</b>	2,175% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
<b>Taxa de performance:</b>	20% sobre o que exceder o Ibovespa. (com marca d'água)

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. 16 das Diretrizes Anbid: "Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – 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". A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos." 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.

