

BOGARI VALUE FIA

Carta -Julho e Agosto/2010

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, apresentamos até agosto uma rentabilidade de +13,6%, contra uma variação do Ibovespa de -5,0%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, em 2006, acumulamos uma rentabilidade de +805%, comparada a +63% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 905.

Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2010	13,6%	-5,0%	+18,6
2009	122,0%	82,7%	+39,3
2008 ⁽¹⁾	-20,1%	-41,2%	+21,1
2007 ⁽¹⁾	278,8%	43,7%	+235,2
2006 ⁽¹⁾	18,7%	11,4%	+7,3

Acumulado desde o Início

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2010	805,9%	63,1%	+742,8
2009	697,8%	71,8%	+626,0
2008 ⁽¹⁾	259,3%	-6,0%	+265,3
2007 ⁽¹⁾	349,6%	60,0%	+289,6
2006 ⁽¹⁾	18,7%	11,4%	+7,3

Mesmo com uma posição de caixa acima do que costumamos ter, o fundo teve uma performance bastante satisfatória. Algumas de nossas posições continuaram seus processos de valorização e outras acabaram por maturar nos últimos dois meses.

Como o cenário externo se apresenta ainda bastante incerto, continuamos cautelosos e com um nível de caixa relativamente elevado. Assim podemos amortizar nossas quedas e comprar ativos a preços atrativos, ampliando o potencial de valorização.

Carteira

No último bimestre houve uma retomada do Ibovespa, registrando no mês de julho uma alta elevada e uma pequena queda em agosto. Apesar de não ser nosso objetivo e de não termos quase nenhuma ação que compõe o índice, surpreendentemente, conseguimos acompanhar bem a alta. Isto ocorreu basicamente pela valorização de nossos principais investimentos. Estes dois meses também foram marcados pela apresentação de resultados do segundo trimestre e por eventos específicos nas empresas que somos sócios.

Em nossa última carta comentamos do investimento feito em Equatorial, onde considerávamos que parte da empresa era “caixa”, pois foi acertada venda de sua participação na Light para a Cemig. A cisão da Equatorial foi finalizada no mês de agosto, com a listagem em bolsa da nova empresa, a Redentor, que tem como único ativo a participação na Light. Conforme esperávamos, a Redentor passou a ser negociada por um valor equivalente aquele a ser recebido pela venda da Light, sendo praticamente “caixa” remunerado a CDI.

Além disso, o resultado do segundo trimestre da Cemar, principal ativo na atual Equatorial, foi excelente. A demanda de energia no Maranhão cresceu na casa de 20% e as perdas de distribuição de energia foram bastante reduzidas mais uma vez. Para se ter uma ideia, a empresa está operando com um nível de perdas administráveis (baixa tensão) de 16% enquanto sua meta regulatória é de 24%.

Após a cisão, a soma das duas empresas passou a valer mais do que a Equatorial anteriormente, valorizando nosso investimento. Acreditávamos que a separação dos ativos ajudaria a avaliar melhor a companhia, o que de fato ocorreu.

O resultado de Tempo já começa a mostrar que a empresa está sob controle e os esforços empreendidos na melhoria de processos e custos estão maturando. Apesar de ainda ter havido alguns gastos extraordinários relativos aos ajustes operacionais, a empresa vem apresentando evolução positiva a cada trimestre. Acreditamos que em breve já poderemos ver resultados mais expressivos de sua real capacidade de geração de caixa.

Um evento importante para a empresa foi o término da direção fiscal e técnica que a ANS estava fazendo em uma de suas empresas de odontologia. Como esperado, os custos totais para a Tempo foram baixos, da ordem de

¹ O Bogari Clube de Investimentos foi fundado em 1/11/2006. Em 8/7/2008, o clube foi transformado no Bogari Value FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 26,8 milhões e o atual de R\$ 41,6 milhões.

R\$800 mil. Com o término da direção, um grande empecilho para novas vendas de planos odontológicos foi sanado, possibilitando um maior crescimento desse segmento. Além disso, o processo, que demorou quase um ano, consumiu bastante energia da empresa, que agora pode voltar a focar em sua melhoria e crescimento.

Adicionalmente, a Tempo anunciou um acordo com a Caixa Econômica para venda de planos de saúde e odontológico para os clientes do banco. Este é um projeto que deve ter um retorno relevante para a empresa devido a seu grande potencial de vendas. Para se ter uma ideia, a Caixa possui mais de 45 milhões de pessoas e mais de 900 mil pequenas e médias empresas com conta corrente. A conquista de um pequeno percentual destes clientes significará um grande crescimento para a empresa, que possui hoje cerca de 75 mil vidas seguradas em saúde e 800 mil em odonto.

Helbor apresentou mais um trimestre de resultados consistentes em vendas e margens, porém, conforme esperado, com lançamentos aquém de seu potencial. Os números divulgados continuam mostrando a qualidade dos projetos da companhia, que vem apresentando uma das maiores rentabilidades do setor. Continuamos confiantes no crescimento dos lançamentos da empresa ainda neste ano, com a mesma rentabilidade apresentada até agora.

Tempo e Helbor têm recebido uma maior atenção tanto por parte de outros investidores como de outros analistas. A primeira vem chamando atenção pelas mudanças que vêm ocorrendo em sua gestão e pelo potencial do negócio. Já no caso da Helbor, acreditamos que em pouco tempo venha ser reconhecida como uma “nova PDG”, embutindo em sua avaliação um prêmio de qualidade. Nossa animação com os ativos é refletida no fato de serem as maiores posições de nossa carteira.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 10% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 34%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 20% de caixa (ou equivalentes de caixa), liquidamos mais de 90% da carteira de ações em apenas 10 dias. Continuamos com bons ativos, baratos, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Sobre Rankings

Comentar sobre rankings de fundos não é simples. Normalmente, aqueles que comentam as metodologias utilizadas o fazem porque não apareceram nas posições que almejam, o que mina a credibilidade daqueles que o fazem. Para evitar esse tipo de questionamento por parte de nossos leitores, aproveitamos esse momento, em que estamos bem posicionados em alguns rankings, para tecer alguns comentários.

Antes de iniciar, gostaríamos de colocar que entendemos a dificuldade de se definir uma metodologia, de aplicação factível em um universo de fundos que passa da casa dos milhares, que reflita a análise desejada. Fundos possuem características diferentes, refletem estratégias diversas e atendem a necessidades específicas. Esses pontos apenas aumentam a complexidade existente na definição de tal metodologia.

Conhecer tais desafios facilita a interpretação das informações disponíveis nos diversos meios de comunicação que se propõem a publicar rankings periódicos. Conceituados veículos como Valor Econômico, Exame, Isto é Dinheiro e Investidor Institucional publicam esse tipo de matéria.

Em comum às metodologias utilizadas, temos basicamente 4 características: (i) todas aplicam algum filtro mínimo à base de fundos, como tamanho ou idade; (ii) todas se propõem a formar subgrupos que compreendem classificação e estratégias similares; (iii) todas usam a rentabilidade como um dos critérios de classificação; e (iv) todas usam índices estatísticos, como a volatilidade, para medir o risco dos fundos.

A identificação de bons fundos tende a levar a bons gestores, assumindo que exista estabilidade na sua estratégia e no time de gestão. Por isso, tais análises são boas *proxies* para identificar bons gestores, uma vez que a rentabilidade consistente acaba, em algum momento, levando fundos para o topo dos rankings.

Entretanto, é possível afirmar que a probabilidade de um leitor selecionar um bom fundo seguindo apenas a seleção do ranking não é muito alta. Ou seja, apenas escolher um fundo porque está no topo de um dos rankings não é suficiente para selecionar um bom gestor. Normalmente, um bom gestor tende a estar, em alguns momentos de sua existência, no topo dos rankings, entretanto, estar no topo dos rankings não o faz necessariamente ser um bom gestor.

Isso porque, para serem aplicáveis, as metodologias se utilizam de premissas e simplificações que não necessariamente refletem de forma adequada os objetivos dos fundos. Por exemplo, apesar de estarem classificados no mesmo grupo, muitas vezes são agrupados veículos com estratégias distintas, que podem refletir riscos de perda bastante diferentes.

Ressaltamos que nosso objetivo aqui não é desconstruir as conclusões e as metodologias utilizadas, mas como compreendemos a complexidade do trabalho realizado, gostaríamos apenas de tentar sugerir análises adicionais e complementares para que nossos leitores consigam aprofundar e melhorar o entendimento do nível de risco e da comparabilidade de fundos de seu interesse.

Para não nos alongarmos demais, assumiremos algumas premissas: primeiro que nosso leitor tenha alguma capacidade crítica sobre o tema e, com isso, consiga discernir e/ou agrupar fundos por sua estratégia. Em não sendo o caso, e aproveitando a renovada moda de Lewis

Carrol, como no diálogo de Alice com o gato⁽²⁾, pouco sentido faz em dissertarmos sobre o tema. Segundo, nos focaremos em características pertinentes para fundos de ações, pela relevância para nosso caso.

Como a regulamentação já diz claramente, rentabilidade passada não garante rentabilidade futura. Nenhum gestor pode garantir qualquer rentabilidade ao cotista. Então, como podemos escolher gestores que estão alinhados com os interesses dos cotistas?

Primeiro, como orientação básica, não é aceitável que se gaste mais tempo escolhendo um computador ou um celular que um fundo de investimento. Se isso acontece, algo está errado. No mínimo, deve-se gastar um tempo equivalente com algo que pode lhe render vários computadores e celulares no futuro.

Segundo, estudos mostram que a performance dos gestores independentes (ou que têm mais foco), que são aqueles não ligados a grupos financeiros, é, em média, maior que aquela dos gestores ligados a grupos financeiros. A principal razão é a especialização. O independente possui foco em poucos produtos e, no longo prazo, precisa obter bons resultados para se manter no mercado.

Terceiro, é aconselhável conhecer a equipe de gestores e saber se possuem um montante relevante de seus recursos investidos nos seus fundos. Estudos indicam que fundos que possuem investimentos relevantes de seus gestores tendem a ter retornos maiores que a média. Aliás, independentemente de qualquer estudo, não parece fazer muito sentido investir em um fundo em que o próprio gestor não possui recursos investidos. Muitos fundos não possuem recursos de seus gestores, principalmente aqueles ligados a grandes grupos financeiros.

Quarto, é importante analisar a coerência da estratégia adotada pelos gestores ao longo do tempo. Rentabilidade passada não é garantia futura, mas muito menos o é quando a estratégia utilizada no passado muda de uma hora para outra. Ou pior, quando o gestor do fundo muda.

Por exemplo, vamos supor que camisas de time de futebol sejam fundos e que sua rentabilidade seja equivalente aos gols que seus jogadores fazem. Um "investidor" poderia avaliar a camisa 10 do Santos ou do Flamengo e achar que fossem bons investimentos dado que sua média de gols era consistentemente alta no passado. Assim, decide fazer um investimento "comprando" pedaços de cada camisa. Algum tempo depois, o investidor se surpreende ao saber que a performance não foi tão boa quanto esperado. Ao analisar mais profundamente o tema, acabou por descobrir que Pelé e Zico não jogavam mais com aquelas camisas. Agora a quantidade de gols mudou,

voltando para a média. Assim são os fundos, quando se muda a equipe ou a estratégia.

Normalmente, o alinhamento entre os gestores e cotistas resolve grande parte do problema de gestão de risco. Como na prática o cotista não sabe o que ocorre no dia a dia do fundo (aliás, da mesma forma como o acionista não sabe o que ocorre diariamente com suas empresas), a melhor maneira de fazer o gestor ter juízo é saber que o "dele também está na reta", ou que ambos estão alinhados, como se diz mais formalmente.

Entretanto, como risco é uma questão de percepção daquele que o toma, algumas características adicionais precisam ser entendidas e avaliadas. Por exemplo, alguns investidores não gostam de fundos que possuem alavancagem ou concentração em poucas ações. Por isso, sua atenção com relação a esses temas é importante. Alavancagem, no longo prazo, tem uma alta probabilidade de ser um problema, da mesma forma como concentração. Como a probabilidade de se estar errado é pequena, mas existe, e a probabilidade cumulativa no longo prazo, grosso modo, é o somatório das probabilidades de curto prazo, em longos períodos a probabilidade de se estar errado acaba sendo relevante. Nessas horas, não é recomendável que se possua alavancagem ou concentração excessiva.

Como nos encaixamos nesse contexto? Nosso histórico de retornos é adequado, somos independentes, gerimos apenas um fundo, estamos alinhados com os cotistas investindo no fundo, tentamos ter uma estratégia de investimento coerente, não possuímos alavancagem ou concentração de ativos e temos a tendência de comprar ativos baratos. Portanto, de uma forma geral, acreditamos que nosso fundo tenha um nível de risco baixo, independentemente do que a volatilidade diz (que também é mais baixa que a do mercado), ou qualquer outro indicador quantitativo de risco.

Agora, sugerimos que nossos leitores façam um exercício prático com os fundos selecionados como os mais bem colocados do mercado em qualquer ranking, para avaliar algumas das características aqui discutidas. A forma mais fácil de fazer esse exercício é, à luz dos conceitos apresentados acima e de outros requisitos próprios, responder à seguinte pergunta: o que não gosto? Então, do grupo de fundos original devem ser excluídos aqueles que não se enquadram nos critérios definidos. Em um segundo momento, com a base dos fundos que sobraram, a tarefa de entender mais a fundo a estratégia e conhecer os gestores fica mais fácil, para então tomar a decisão de investimento.

A melhoria no processo de julgamento e seleção de fundos certamente poderá ser aprimorada com esses exercícios. E, com algum tempo dedicado (preferencialmente, mais do que se gasta com a compra de um computador, celular ou carro) nossos leitores se tornarão melhores investidores.

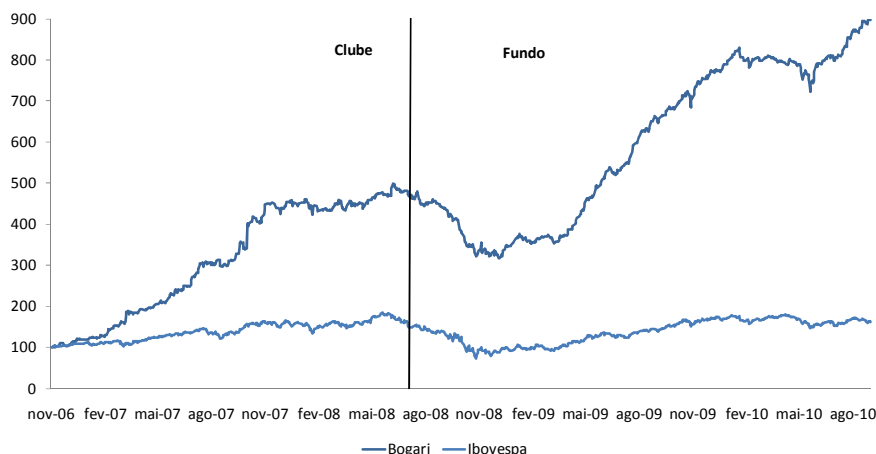
Obrigado pela confiança.

² (...) thought Alice, and she went on. 'Would you tell me, please, which way I ought to go from here?' Alice speaks to Cheshire Cat.
'That depends a good deal on where you want to get to,' said the Cat.
'I don't much care where--' said Alice.
'Then it doesn't matter which way you go,' said the Cat.
'--so long as I get somewhere,' Alice added as an explanation.
'Oh, you're sure to do that,' said the Cat, 'if you only walk long enough.'

Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2010	Bogari	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,7%	-0,1%	1,2%	8,7%	4,4%					13,6%
	Ibov	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%					-5,0%
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%	3,2%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%
2008 ⁽¹⁾	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 ⁽¹⁾	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 ⁽¹⁾	Bogari											5,1%	12,9%	18,7%
	Ibov											5,0%	6,1%	11,4%

Valor da Cota Bogari⁽¹⁾ x Ibovespa
(Nov/2006 - Ago/2010)



⁽¹⁾ Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

Principais Características do Fundo

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

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



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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.