

BOGARI VALUE FIA

Carta –Setembro e Outubro/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 outubro uma rentabilidade de +26,9%, contra uma variação do Ibovespa de +3,0%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, em 2006, acumulamos uma rentabilidade de +912%, comparada a +77% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.012.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2010	26,9%	3,0%	+23,9
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	912,6%	77,0%	+835,6
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

Com o fechamento de outubro, completamos quatro anos de operação de nosso veículo de investimento. Estamos bastante felizes por verificar que o valor de nossa cota evoluiu em aproximadamente 10 vezes nesse período. Ficamos ainda mais satisfeitos com a certeza de que a obtenção desse resultado foi feita de forma consistente com nossa filosofia de investimento, atrelada a um baixo nível de risco.

É preciso mais uma vez reforçar que esperar que nossa rentabilidade no futuro seja equivalente àquela obtida no passado não é razoável. Entretanto, continuamos acreditando em uma perspectiva bastante positiva de gerarmos retornos acima do mercado em prazos longos.

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\$ 32,2 milhões e o atual de R\$ 55,7 milhões.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, essa sessão, em uma breve atualização da carteira, próxima sessão e um ou mais temas de diferentes naturezas que valem a pena comentar. Nessa edição discutimos brevemente o momento em que vivemos no mercado acionário brasileiro e alguns aspectos relacionados ao caso Panamericano.

Carteira

Apesar de não ser objetivo do fundo, continuamos com um bom desempenho de curto prazo, tendo obtido retornos melhores que o Ibovespa nos últimos dois meses. Acreditamos que o principal motivo para a ocorrência dessa boa performance no curto prazo nada mais é do que a maturação de alguns investimentos de longo prazo de nossa carteira.

Helbor divulgou seus resultados operacionais do terceiro trimestre, mostrando mais uma vez ótimos números. Para se ter uma ideia, a companhia vendeu mais do que a metade de todos os imóveis em estoque disponíveis durante o trimestre. Além disso, o maior e mais aguardado lançamento do ano para a empresa – Casa das Caldeiras – foi um sucesso de vendas.

Este projeto marca uma mudança pontual no perfil de projetos da empresa, que sempre focou em projetos menores, que mitigam o risco no caso de algum empreendimento não ser bem sucedido. Entretanto, com o crescimento dos últimos anos, a companhia vem conseguindo aproveitar oportunidades em projetos maiores sem comprometer grande parte de seus recursos em um só lançamento e mantendo sua política de diluição de riscos. É esperado que nos próximos anos estes empreendimentos um pouco maiores sejam mais frequentes, mas que os projetos menores continuem sendo a maior parte dos seus lançamentos.

Tempo também divulgou seus resultados do terceiro trimestre, apresentando gastos extraordinários bem menores que nos últimos períodos, o que mostra que as melhorias implementadas pela nova diretoria estão surtindo efeito. Além disso, a empresa anunciou que contratou assessores para avaliar possíveis opções de venda de parte ou toda sua operação.

Sobre Paraná Banco, comentamos em nossa carta de Jul/Ago 2009 que “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.” Com o recente anúncio de capitalização da holding de seguros, acreditamos que inevitavelmente esta passe a ser a visão do mercado a partir de agora sobre o banco.

A Travelers Companies, um dos maiores grupos de seguros dos EUA anunciou que fará um aporte de R\$625 milhões em troca de uma participação de 43,4% na holding de seguros do Paraná Banco. Com este aporte, a parte de seguros triplica seu tamanho. Como a rentabilidade do segmento de seguros é maior que a do bancário, o lucro da companhia deve passar a ser composto de forma mais acentuada pela parte de seguros.

Acompanhamos a empresa há bastante tempo e temos ações do Paraná Banco no fundo desde 2008. Ela foi a maior posição do portfólio em um período de 2009, porém devido a sua valorização, diminuimos a posição no final deste mesmo ano. Recentemente aumentamos novamente seu peso na carteira, aproveitando uma queda maior das ações. Este foi um caso clássico em que o mercado, talvez por não entender a estratégia da empresa, não precificava corretamente parte da companhia (no caso a parte de seguros) e não avaliava seu valor estratégico. A aquisição de parte da holding por um comprador estratégico, pagando um prêmio para poder entrar no mercado brasileiro, permitiu que esse valor fosse “destravado”.

No mês de setembro fizemos um investimento que foge um pouco das características das empresas que vínhamos comprando, investindo pela primeira vez em uma empresa ligada diretamente a commodities. Adquirimos uma posição na Petrobras durante a oferta de aumento de capital que ocorreu em setembro.

Não vamos entrar aqui no mérito da capitalização da empresa, que já foi amplamente debatida. Nossa visão é que a empresa está relativamente barata, depois de tanto sofrer com o processo de capitalização, que se arrastou por um longo período. Sendo assim, achamos que se trata de uma posição assimétrica da relação risco-retorno, onde a probabilidade e a amplitude de uma queda parecem ser menores do que a probabilidade e a amplitude de uma valorização da ação.

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 37%. 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, adequadamente precificados, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Sobre a situação do mercado local

A valorização das ações do mercado brasileiro vem se dividindo em dois grupos em 2010. Em geral, as empresas com operações ligadas ao mercado interno vêm tendo um resultado operacional bastante positivo. Essa melhoria, por sua vez, vem sendo refletida na valorização de suas ações.

Por outro lado, os negócios não ligados ao mercado interno, com algumas exceções, vêm apresentando resultados menos positivos que aqueles das empresas do primeiro grupo. Como consequência, suas ações têm tido uma valorização mais modesta.

Em termos factuais, temos que até outubro o índice Ibovespa se valorizou 3,0%. Outro índice de maior alcance, o IBrX-100, se valorizou 2,5%. Dentre os índices setoriais divulgados pela Bovespa, é possível observar que os grandes vencedores do ano são: o ICONSUMO (+22,7%), o IMOBILIARIO (16,3%), e o IFINANCEIRO (+14,8%), refletindo a valorização dos setores ligados ao mercado interno.

Até aí, não há novidade para aqueles que acompanham o mercado de perto. O que chama a atenção é o fato de alguns ativos terem se valorizado a tal ponto que passaram a embutir em seus preços expectativas de crescimento de resultados bastante elevadas por vários anos.

Como exemplo, podemos citar uma empresa que está sendo negociada a um múltiplo de aproximadamente 24x o lucro previsto para 2011. Para justificar esse preço, a companhia deve crescer seu lucro por ação 50% de 2010 para 2011, além de outros 20% ao ano pelos próximos 10 anos.

Apesar de o negócio ser muito bom e bem administrado, não nos parece prudente pagar adiantado por esse tipo de crescimento. Até achamos que a empresa possa se desenvolver nesse ritmo, mas a probabilidade de não ocorrência desse evento nos parece elevada. Nossa função como gestores não é prever o que vai acontecer, mas sim prevenir antes que aconteça.

Outro ponto observado quando decidimos não pagar preços dessa natureza é o fato de que normalmente é possível aproveitar momentos de irracionalidade dos mercados para adquirir praticamente qualquer ativo a preços mais baixos. Os casos em que isso não ocorre são raros. Na queda de 2008, esse mesmo ativo teve seus preços bastante depreciados, como todos os outros.

Em resumo, comprar esse ativo pagando um preço que esteja embutindo tal crescimento é uma “aposta” que preferimos não fazer, pois nos parece assimétrica contra o investidor. Bons investimentos são feitos comprando-se ativos com mérito a preços adequados, não bons ativos a qualquer preço.

Se de um lado temos os ativos ligados ao mercado interno com bons resultados operacionais e, em boa parte, preços pouco atrativos, por outro temos os ativos ligados ao mercado externo sofrendo pela valorização do real e com a demanda dos países desenvolvidos ainda em recuperação. Esse grupo de companhias vem apresentando um nível de incerteza quanto a sua geração de caixa futura bastante elevado. As empresas que podem, têm migrado parte de suas exportações para o mercado interno, aproveitando o aquecimento para colocar seus produtos a preços mais atrativos. Aquelas ligadas a commodities, em sua maioria, não têm conseguido que a alta de seus produtos compense a valorização do real.

Como nos portamos nesse ambiente? Como sempre, com cuidado. Estamos com um nível de caixa um pouco mais elevado que a média e com ativos em que estamos confortáveis. Acreditamos estar preparados para as possíveis variações de humor que nos esperam.

No cenário interno, temos uma nova presidente. Esperamos que ela seja iluminada nessa jornada, porque não será fácil. Além de sua potencial fragilidade e inexperiência política, não podemos esquecer sua recente doença. Torcemos para que siga a estratégia usada por seu antecessor, de executar algumas ações simbólicas nos primeiros anos de mandato para gerar uma expectativa positiva do país pelo mercado.

No cenário externo, as coisas provavelmente deverão ficar mais incertas nos próximos anos. Em um primeiro momento, deverá haver valorização dos ativos ao redor do mundo como consequência da quantidade de dinheiro que está sendo jogada no mercado, porém eventualmente isso acaba.

O importante é estarmos atentos e preparados para, quando a conta por estes excessos chegar, podermos comprar bons ativos a preços adequados.

Sobre o Panamericano e o ato de fé ao se investir em bancos

Correndo o risco de comentar um tema que ainda terá muitos fatos revelados, gostaríamos de discutir um pouco o caso Banco Panamericano.

Em 9/11/2010 (dois dias atrás), o banco anunciou que o controlador fechou um acordo com o Fundo Garantidor de Crédito no qual este emprestou para o controlador, Silvio Santos, R\$ 2,5 bilhões, que por sua vez aportou o valor na companhia. Esse recurso foi necessário *"em virtude de terem sido constatadas inconsistências contábeis que não permitem que as demonstrações financeiras reflitam a real situação patrimonial da entidade."* Para se ter idéia da magnitude do aporte, este equivale a 1,6x o patrimônio do banco.

A primeira observação se refere à magnitude da necessidade do aporte. O banco tem um controlador com patrimônio relevante, sendo ainda uma figura pública. É regulado pelo Banco Central, especialista no setor, e pela CVM por ser companhia aberta. Sua auditoria é feita pela Deloitte. E, recentemente, a Caixa Econômica Federal, com auditoria realizada pela KPMG, adquiriu uma participação no controle da companhia. Enfim, muita gente pôde ver os números do banco de perto nos últimos meses.

Ser simplista e assumir que todos os envolvidos falharam com suas obrigações, normalmente, não explica toda a história.

A origem do problema estava na operação de originação de créditos feita pelo banco e posteriormente vendidos para outros bancos ou para FIDCs (Fundo de Direitos Creditórios) patrocinados pela própria instituição. O detalhe é que apesar de vender esses créditos e reconhecer toda a receita nesse momento, o banco continuaria responsável pelo seu risco. Em caso de inadimplência, o banco pagaria a conta.

O tema de transferência de ativos/passivos para outras empresas ficou na moda na crise bancária de 2007/2008, quando foi "descoberto" que algumas instituições financeiras utilizavam de tal recurso para isolar seu próprio balanço de eventos indesejados.

No Brasil, o Banco Central identificou a cessão com coobrigação como um potencial problema e tentou alterar as regras de forma que os bancos que utilizassem tais recursos mantivessem os números em seus balanços. Entretanto, uma mudança dessa magnitude poderia fazer com que algumas instituições deixassem de cumprir com alguns índices obrigatórios. Nesses casos, o que normalmente ocorre é um adiamento ou uma adoção gradual de tais mudanças, de forma a não alterar de forma relevante os números das instituições financeiras. Especificamente no caso dos FIDCs, os bancos passaram a publicar seus números consolidados a esses veículos.

O Valor Econômico abordou de forma bastante feliz esse tema em artigo intitulado "Bancos médios deixam bilhões fora dos balanços", publicado em agosto de 2010.

Porém, de uma questão de contabilização de créditos cedidos, até uma diferença de R\$ 2,5 bilhões no balanço do banco existe uma grande distância. Para se chegar a um valor desses, fica difícil excluir a hipótese de fraude. Sem conhecer os fatos, mas conhecendo um pouco de eventos como esse do passado, o processo de uma fraude de grande magnitude começa com uma pequena perda que acaba se transformando em um grande problema. No meio do caminho estão duas fases. A primeira é representada pela tentativa dos responsáveis pela perda de recuperar a situação e a segunda é caracterizada pela manutenção do problema

para que o mesmo não venha a público e o castelo de cartas se desmonte.

Desde o início do plano real podemos observar que, no Brasil, as instituições financeiras foram responsáveis por algumas das maiores fraudes ocorridas. Casos como o dos bancos Nacional, Santos e, possivelmente, Panamericano são fáceis de lembrar.

Entretanto, o nosso interesse não recai sobre as possíveis falhas contábeis do sistema financeiro brasileiro. Ele reside na capacidade de se avaliar com bom nível de confiança o que de fato ocorre dentro de uma empresa.

Bancos, particularmente, são instituições de difícil avaliação. Alguns analistas dizem que investir em instituições financeiras é um ato de fé, uma vez que deve se aceitar como verdade que os ativos existem, são bons e a instituição está em boa situação financeira. Como a alavancagem é alta e a verificação dos principais itens de seu balanço é virtualmente impossível, qualquer perda um pouco mais relevante acaba por destruir o patrimônio do banco.

Nosso entendimento é que, em geral, investir em empresas de capital aberto tem um pouco dessa conotação. Um investidor externo a determinada instituição dificilmente possui o nível de informação adequada para julgar se de fato seus números são verdadeiros e se o discurso do grupo de executivos reflete a realidade. A possibilidade de aparecer alguma

surpresa sempre existe, basta lembrarmos de Aracruz e Sadia.

Acreditamos que mesmo os controladores em muitos casos não conhecem com a profundidade adequada o que ocorre dentro das companhias. Isso acontece muitas vezes porque estão distantes, outras porque seus executivos acabam por limitar e filtrar informações sobre determinados temas e outras por efetivamente não entenderem dos detalhes do seu próprio negócio. Por mais inacreditável que essa afirmação possa ser, ela não foge muito da realidade. Por isso, a única forma de evitar riscos excessivos é, em geral, comprar negócios mais simples, com bom desconto para seu preço justo e ter um bom grau de diversificação na sua carteira de investimentos.

A título informativo, não temos e nunca tivemos ações do Panamericano. O único banco em nossa carteira que não tem captação no varejo através de agências bancárias é o Paraná Banco, que possui um volume irrelevante de créditos cedidos para seu tamanho, menos de 5% do seu patrimônio. E nesse caso, estamos felizes com a transação recém-anunciada.

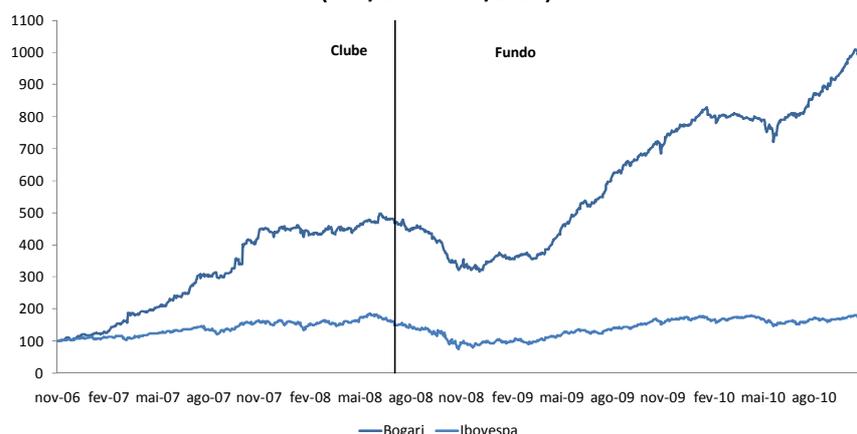
Aproveitaremos nossa próxima carta para escrever um pouco mais sobre fraude e porque achamos que aquelas mais comuns nos EUA são de difícil ocorrência em solo brasileiro.

Obrigado pela confiança.

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%	6,7%	4,8%			26,9%
	Ibov	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%			3,0%
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 - Out/2010)

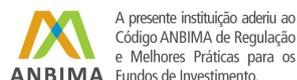


⁽¹⁾ Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

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).



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.