

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 junho uma rentabilidade de +8,8%, contra uma variação do Ibovespa de -4,2%.

Desde o início das nossas operações<sup>(1)</sup>, acumulamos uma rentabilidade de +1.019%, comparada a +36% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.119.

### Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2012	8,8%	-4,2%	+13,0
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.)
2012	1.019,0%	36,1%	+982,9
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

Nos últimos meses, o mercado continuou a trilhar seu caminho de incerteza. Tivemos uma forte correção da alta verificada no início do ano, principalmente em ativos relacionados aos setores cíclicos e financeiro.

Continuamos a buscar ativos com relação risco-retorno assimétrica, ou seja, com baixa probabilidade e intensidade de queda e uma maior probabilidade de valorização. Seguimos cautelosos na alocação dos recursos do fundo, pois acreditamos que não é

improvável que existam oportunidades melhores para aquisição de ativos ao longo do ano.

No entanto, nossa carteira continua com bons ativos a preços adequados, e acreditamos que a manutenção de nossa estratégia, que nos levou a cair menos e subir de forma consistente, deva trazer um bom retorno no longo prazo.

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

Nesta edição comentaremos sobre a gestão de expectativa no mercado acionário.

## Carteira

Nos últimos meses, tivemos a divulgação de resultados do primeiro trimestre de 2012. No agregado, os resultados das empresas não foram bons, mostrando uma desaceleração na economia.

O setor financeiro continuou a ser bastante penalizado, principalmente pela pressão do governo para redução dos spreads bancários. A Caixa Econômica e o Banco do Brasil foram os veículos usados para pressionar o sistema bancário em busca dessa redução. Entendemos que, apesar da pressão política, não houve uma postura generalizada de irracionalidade na queda do custo do crédito para os clientes, uma vez que os bancos buscaram riscos melhores e garantias maiores, em contrapartida aos juros mais baixos. Com isso, não devemos ver grande impacto nos resultados, por enquanto.

No Itaú, a inadimplência aumentou principalmente na carteira de automóveis. A política de concessão de crédito foi bastante afrouxada em 2010 e no início de 2011, gerando inadimplência mais elevada em 2012. Como consequência, os resultados deste ano serão afetados. Entretanto, não acreditamos que houve mudança relevante no ambiente competitivo e continuamos gostando do ativo.

O destaque positivo do começo do ano foi o setor de educação, que teve um expressivo aumento no número de matrículas de novos alunos. Acompanhamos a Kroton há bastante tempo, tendo sido acionistas em 2009 e 2010. No final do ano passado começamos a montar uma posição no ativo, aproveitando a queda de suas

<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. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 114,1 milhões e o atual de R\$ 150,8 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 8,3%.

ações. A oportunidade surgiu após o anúncio de um aumento de capital relacionado à aquisição da Unopar, uma empresa de ensino a distância. Com a melhora do setor, a ação se valorizou bastante, tendo exibido um dos maiores retornos da bolsa no ano.

A Grendene também apresentou ótimo resultado, fruto em parte de uma base de comparação mais fraca do ano de 2011, mas também do sucesso das novas coleções. Além da receita, as margens foram boas, ajudadas pela iniciativa do governo de desoneração da folha salarial. Apesar da expressiva alta, acreditamos que as ações da empresa ainda sejam um bom investimento. Adicionalmente, esperamos um bom volume de dividendos.

A BR Insurance não teve um bom início de ano, influenciada pelo setor de seguros que, como um todo, cresceu menos do que em outros anos. Um ponto positivo foram as mudanças na gestão, com a troca do presidente do conselho de administração e a eleição de um novo CEO. Esse novo executivo é um dos sócios das corretoras originais que formaram a empresa no IPO e tem perfil comercial. Essa alteração proporcionará um maior foco em vendas e um viés de crescimento orgânico.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 7,5% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 30%. O nível de liquidez é alto: além de cerca de 30% de caixa (ou equivalentes de caixa), somos capazes de converter mais de 90% do fundo em caixa em apenas 5 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.

## Da Promessa à Entrega – a Gestão da Expectativa e o Confronto com a Realidade

A percepção das pessoas sobre o futuro é um fator de grande relevância para o desenvolvimento da sociedade. Esperança e perspectiva de um futuro melhor possibilitam o planejamento e a organização do ser humano. Sem um futuro melhor, o homem se vê sem motivo para dar continuidade à vida como ela é, gerando a possibilidade de caos e desorganização social, muitas vezes levando grupos extremistas ao poder.

No mercado financeiro, a percepção do futuro tem impactos acentuados, pois as reações humanas acabam por ter representações numéricas de curto prazo. Assim, é possível observar acentuadas alterações de humor por meio de mudanças de perspectivas nos mercados.

A importância do entendimento das expectativas vem do fato de que desconhecemos o futuro e que muitas decisões têm que ser tomadas hoje, para que seus

efeitos sejam percebidos amanhã. As decisões são tomadas com base no melhor entendimento dos fatos no momento e da formação de um cenário do que poderá vir a ocorrer. Sendo isso verdade, passa a ser necessária a gestão dessas expectativas, para que o mundo econômico caminhe de forma adequada.

Especificamente no mundo de investimentos, a gestão da expectativa dos agentes é fundamental. Dentre as diversas metodologias de avaliação de empresas, a mais usada é o fluxo de caixa descontado. Sob essa ótica, o valor de um ativo é função de sua capacidade de geração de caixa no futuro, descontado a valor presente. Como desconhecemos o futuro, sabemos que nossa capacidade de suportar o que acontecerá com uma empresa é baseada nas expectativas para aquele ativo.

Um cenário muito promissor tende a gerar análises otimistas e valor elevado para o ativo. Por outro lado, perspectivas negativas acabam gerando valores depreciados. Os extremos são acentuados porque o ser humano tem por característica perpetuar o presente. Essa característica, conhecida por ser uma das heurísticas estudadas por finanças comportamentais, é chamada de representatividade.

Se assumirmos ainda que o mercado é eficiente boa parte do tempo, ou seja, que normalmente os ativos negociados estão bem precificados, temos uma dinâmica interessante. Os preços dos ativos são calculados com base num futuro que desconhecemos e que, por sua vez, influencia a formação de seu preço no mercado. Entretanto, quando essas expectativas não são concretizadas, o preço daquele ativo tende a ser corrigido no mercado.

No mundo de serviços, a gestão da expectativa também é fundamental para a formação de uma boa experiência para o cliente. Isso porque, como a produção e o consumo ocorrem de forma simultânea, existe uma dificuldade muito grande na garantia da qualidade do serviço. Já no caso de produtos, isso não ocorre, pois a produção precede o consumo, sendo mais simples a garantia da qualidade do mesmo.

O consumidor de serviços ancora (outra heurística) sua expectativa pré-consumo no que captura da comunicação daquele estabelecimento ao consumidor. Para não haver dissonância entre o percebido e o experimentado, deve haver coerência entre o discurso e a prática. Como exemplo, quando vamos a um restaurante mais caro e exclusivo, é esperado receber ótimo serviço e comida. Uma experiência ruim virá do não atingimento da alta expectativa do cliente. Por outro lado, se vamos a um restaurante simples e com preço acessível e percebemos ótimo tratamento e comida, provavelmente nos surpreenderemos positivamente e ficaremos satisfeitos.

Mas o que isso tudo tem a ver com o mundo de investimentos? Como dito anteriormente, a expectativa dos agentes é um importante fator na formação dos preços dos ativos. Então, via de regra, ancorar as

expectativas de investidores e evitar grandes dissonâncias passa a ser um papel importante na relação das empresas com o mercado.

Quando as expectativas são consistentemente atingidas, os investidores tendem a ficar confortáveis, e a credibilidade é criada pela equipe de gestão da empresa, como um prestador de serviços. Caso contrário, os investidores tendem a ficar menos tolerantes até o ponto da perda da credibilidade.

A atitude mais razoável para um projeto de longo prazo é a manutenção das expectativas do mercado em um nível atingível periodicamente. Em termos operacionais, isso significa manter a expectativa de crescimento do negócio e seus resultados em níveis razoáveis, em que a execução é factível e consistente.

Já investidores de curto prazo muitas vezes tentam criar *momentum* para seus papéis através de fortes níveis de crescimento e aproveitar a alta das ações para vendê-los. Muitas vezes, em algum momento os preços dos ativos acabam passando por fortes correções porque os níveis operacionais propostos não são razoáveis, havendo forte quebra de expectativas, como o que vem ocorrendo com as construtoras.

Talvez o exemplo mais claro dessa dinâmica esteja refletido no mercado através da volatilidade das empresas X (do grupo EBX). A genialidade do controlador é indiscutível. Raros foram os empresários que conseguiram construir o que foi feito e em tão pouco tempo. Entretanto, a realidade está aí. Os projetos são ambiciosos, de longa maturação e com muitas incertezas. A manutenção de um nível elevado de expectativas junto ao mercado facilita a captação de recursos no curto prazo, mas fere a credibilidade no longo. E esse ajuste acabou impactando fortemente as ações do grupo.

No mundo de negócios não tem jeito. No longo prazo, a expectativa e a realidade devem convergir e, no nosso caso, preferimos uma convergência para cima que para baixo.

Em outras áreas, a expectativa criada algumas vezes também não condiz exatamente com a realidade. A imprensa vem publicando diversos artigos relacionados ao bóson de Higgs. Aqui, a mídia adotou a utilização do termo Partícula de Deus, que o mundo científico desgosta. Provavelmente, porque os cientistas, que conhecem de perto a partícula, têm uma expectativa menos divina que o público em geral, ignorante do assunto. Abaixo, destacamos um trecho publicado no jornal *Financial Times*, em 6/7/2012:

*“...The great American physicist Leon Lederman originally called the Higgs boson the “goddamn particle” in reference to how difficult it was to find. His publisher changed the phrase to “god particle” to publicise Professor Lederman’s new book.*

*Despite the disapproval of other physicists, including Prof Higgs, no one can doubt the public relations value of this tag.”*

Criar uma expectativa elevada para temas complexos e abstratos tem algumas vantagens. Como poucos conhecem o assunto, daqui a algumas semanas o público em geral terá esquecido as características divinas da partícula, sem a necessidade de sua comprovação. Infelizmente, no mundo dos investimentos a dinâmica é diferente.

## Da Dificuldade de se Escrever uma Carta Periódica

Como nossos leitores sabem, nos propomos a produzir essa carta com periodicidade bimestral. Entretanto, o que os mesmos não sabem é a dificuldade de sua criação. Utilizaremos esse trecho para explicitar os fundamentos usados para definirmos o tema debatido e as consequências dessa escolha para o processo de produção e publicação de nossa carta periódica.

Os temas por nós discutidos devem ter as seguintes características: minimamente inteligentes, interessantes, pertinentes e convenientes.

Minimamente inteligentes, por não fazer sentido gastar nosso tempo e dos nossos leitores com conclusões óbvias.

Os temas devem, ainda, ser interessantes no sentido de originalidade. Pouco sentido faz falarmos dos detalhes do dia-a-dia do mercado ou da situação financeira mundial. Mais sentido faz teorizarmos sobre causas e consequências menos explícitas ou abordarmos temas menos explorados.

A pertinência vem da correlação do tema abordado com a realidade de nossas atividades. Pouco sentido faria discutirmos teorias musicais ou tendências artísticas sem um claro paralelo com o mundo de investimentos, por mais interessante que o tema fosse.

E, finalmente, conveniente, pois nossa proposta não é criar polêmica por si só, mas sim discutir construtivamente os temas abordados.

O desafio de se publicar uma carta periódica advém exatamente da complexidade que é conseguir um tema que reúna todas essas características. Na maioria das vezes, os temas são pertinentes e convenientes, mas não são nem um pouco inteligentes ou interessantes. Outras vezes, os temas são inteligentes, pertinentes e convenientes, mas não são mais interessantes, pois foram amplamente discutidos no mercado. Nesses casos, perdemos o *timing* do tema, como numa possível discussão do caso Redecard. E algumas vezes os temas são razoavelmente inteligentes, interessantes e pertinentes, mas sua discussão não é conveniente.

Por isso, algumas vezes nos falta um tema “legal” para discutir em nossa carta. E, como é de nosso feitio, não abrimos mão da qualidade que acreditamos ser ideal. Assim, preferimos atrasar um pouco sua publicação a divulgar um tema que não se adeque a nossos padrões. Então, pela primeira vez desde 2008, atrasamos tanto a carta de março e abril de 2012, que efetivamente desistimos de publicá-la.

Apesar de não gostarmos disso, achamos que é melhor do que escrever “qualquer coisa” para cumprir com a

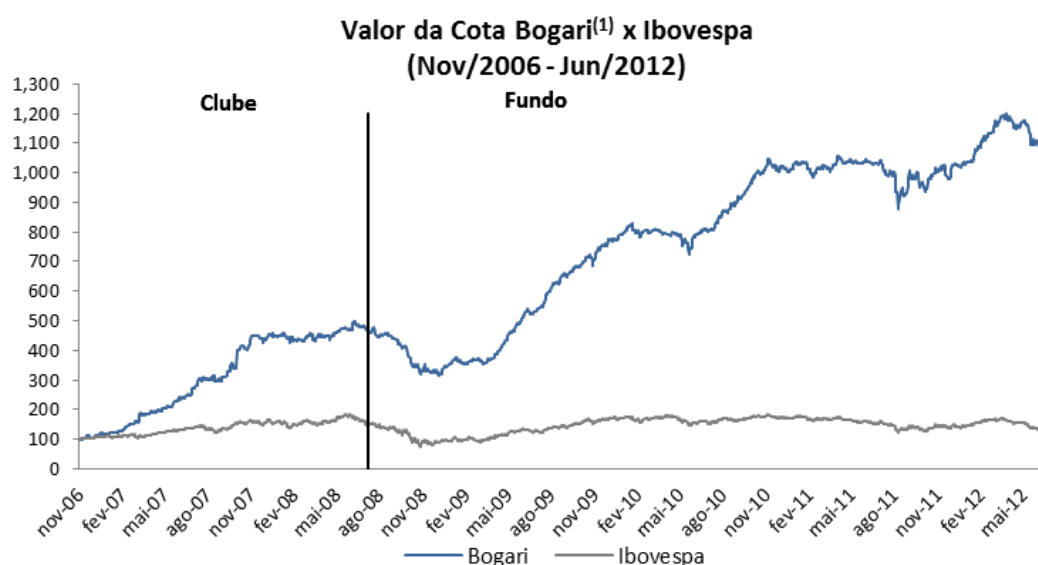
obrigação. E assim será no futuro. Vamos nos esforçar para levar bimestralmente bons temas aos nossos leitores. Entretanto, caso não consigamos, manteremos o direito constitucional do silêncio, que é melhor do que publicar qualquer coisa.

Obrigado pela confiança.

## Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2012	Bogari	5,9%	5,9%	2,2%	0,0%	-6,0%	1,1%							8,8%
	Ibov	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%							-4,2%
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%

Nota: (1) O Bogari Clube de Investimentos teve início 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\$ 114,1 milhões e o atual de R\$ 150,8 milhões. A rentabilidade acumulada dos últimos 12 meses é de 8,3%.

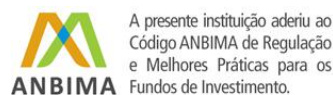


## Principais Características do Fundo

### 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>	KPMG 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</b>	R\$ 300.000,00	<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