

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

Até agosto apresentamos uma rentabilidade de +15,7%, contra uma variação do Ibovespa de +0,5%.

Desde o início das nossas operações¹, acumulamos uma rentabilidade de +1.090%, comparada a +43% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.190.

Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2012	15,7%	0,5%	+15,1
2011	-0,5%	-18,1%	+17,6
2010	29,5%	1,0%	+28,5
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.)
2012	1.089,8%	42,9%	+1.046,9
2011	928,4%	42,1%	+886,3
2010	933,3%	73,6%	+859,7
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

O cenário do mercado acionário não mudou muito nos últimos dois meses. O que escrevemos em nossa última carta continua válido, por isso resolvemos repetir aqui o que tínhamos escrito:

“Nos últimos meses o mercado continuou a trilhar seu caminho de incerteza...”

Continuamos a buscar ativos com relação risco retorno assimétricos, ou seja, com baixa probabilidade e intensidade de queda. Continuamos 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, deve 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 o processo de renovação das concessões do setor elétrico.

Carteira

Ao longo do ano viemos gradualmente vendendo ativos que se valorizaram muito e comprando ativos com uma melhor assimetria. Estamos estudando muitas empresas e revisitando algumas companhias mais conhecidas, porém ainda não aumentamos significativamente nossa exposição em ações.

Após a divulgação dos resultados do segundo trimestre, tivemos a confirmação de que a economia brasileira estava desacelerando.

O Itaú não apresentou surpresas no resultado, tendo reduzido as provisões relacionadas à inadimplência de clientes. Estamos vendo uma pressão grande nos bancos públicos por uma queda nos spreads, entretanto, acreditamos que os bancos privados não deverão seguir este caminho na mesma intensidade. Aparentemente, os privados acompanharão a queda das taxas apenas o suficiente para mantê-los competitivos, esperando a perda de fôlego dos bancos públicos. Esses, menos capitalizados, não devem manter por muito tempo o crescimento acelerado do volume de crédito concedido. O Itaú está fazendo seu dever de casa, melhorando sua eficiência e focando em produtos com risco menor. Com isso, no próximo ano, devemos ver um crescimento menor compensado por provisões também menores devido a esta safra melhor de crédito. Em alguns anos, provavelmente veremos os bancos privados fortes e mais eficientes e os bancos públicos recapitalizados.

A Grendene confirmou sua trajetória de recuperação e crescimento de vendas. Apesar de o segundo trimestre

¹ 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\$ 127,1 milhões e o atual de R\$ 166,5 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 21,0%.

historicamente ser o mais fraco do ano, a empresa apresentou volumes fortes no mercado interno e obteve uma de suas maiores margens para o período. A tendência positiva deve se manter no resto do ano, com a empresa se aproveitando ainda de uma possível recuperação do varejo como um todo.

A Brasil Insurance apresentou um resultado bem melhor do que no primeiro trimestre, mostrando uma recuperação no volume de prêmios emitidos. Outro pilar de crescimento, que são as aquisições, por enquanto ainda está aquém do esperado, porém é possível que se acelere e a empresa consiga alcançar sua meta de R\$200 milhões em aquisições em 2012. O desafio da Brasil Insurance vem sendo crescer a companhia organicamente, mas o setor de seguros está mostrando bom crescimento e a empresa deve pelo menos acompanhar o mesmo ritmo do mercado.

A Kroton apresentou bons resultados, continuando sua melhora gradativa de margens. Os novos alunos têm entrado em sua maioria via o programa de financiamento estudantil (FIES), que proporciona uma menor evasão e inadimplência. A parte de ensino à distância (EAD) está se beneficiando do fato de novos credenciamentos de polos ainda estarem travados no MEC, que tem feito um grande trabalho nos últimos anos de ajustar a operação desta modalidade de ensino. Entretanto, acreditamos que a competição em EAD será bastante intensificada, pressionando os resultados futuros da companhia. O setor está indo muito bem e a Kroton em particular foi uma das ações que mais subiu na bolsa neste ano.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 9% 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), convertemos 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.

As Elétricas, Intenção, Forma e Risco

E nossa presidente definiu os princípios da renovação das concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica vindas entre 2015 e 2017...

O tema é rico, interessante e bastante técnico, por isso tentaremos, como sempre, ser concisos e simplistas, evitando nos alongarmos demais.

Basicamente, o sistema elétrico brasileiro se subdivide em geradoras, que geram a energia, transmissoras, que levam a energia das geradoras para os centros de consumo, e distribuidoras, que recebem essa energia no atacado e levam para os consumidores no varejo.

Devido às dimensões do país e ao potencial de geração de energia hidráulica, o desenvolvimento do setor acabou se dando de forma centralizada. No passado, o governo federal, através da Eletrobrás, atuou coordenando e executando investimentos em grandes hidrelétricas e no sistema de transmissão integrado para levar essa energia aos centros de consumo. Adicionalmente, era ainda responsável pela operação centralizada do sistema de despacho para coordenar e maximizar a potência gerada como um todo. As empresas regionais, em sua maioria de capital público, ficaram responsáveis pela distribuição aos consumidores. Aos poucos, algumas dessas empresas passaram a investir em geração e transmissão, com o objetivo de suportar suas economias locais, sendo as principais Cesp, Cemig e Copel, que passaram a possuir relevantes parques de geração.

Com a falta de capacidade de investimento do Estado, o modelo público foi enfraquecido e vários ativos foram privatizados. Entretanto, ao contrário do setor de telecomunicações, o início da venda dos ativos, em 1995, foi feito sem um marco regulatório do setor. Nesse mesmo ano foi aprovada a Lei Geral de Concessões, regulamentando a Constituição de 1988 que definia que concessões públicas tinham que ser licitadas. Nos anos seguintes, o marco regulatório do setor elétrico foi desenvolvido e aprovado, dando origem, em 2004, ao modelo atual. A transição do modelo antigo para o novo, baseado em concessões, teve ajustes. Especificamente para o setor elétrico, outra lei acabou por regulamentar a concessão dos serviços que já vinham sendo prestados, prorrogando ou concedendo prazos de mais 20 anos para os ativos já em operação.

Enfim, aquelas concessões que receberam o prazo de 20 anos após a Lei Geral de Concessões de 1995 estarão vencendo no período de 2015 a 2017. O tema não é novo e sua definição é fundamental para gerar previsibilidade para o setor. Por isso, nos últimos anos um intenso debate ocorreu pelos representantes dos principais grupos de interesse: as concessionárias, as indústrias, demais segmentos de consumo e governo.

As principais alternativas discutidas para a renovação das concessões eram: reduzir ao máximo o preço da energia gerada por antigas usinas, repassando esse benefício para a sociedade, ou adotar um modelo de custo marginal de expansão do sistema. A escolha acabou sendo pela primeira opção.

Ao adotar essa alternativa e ainda reduzir outros encargos do setor, optou-se por tentar corrigir um problema estrutural do Brasil, que é o alto custo da energia para o consumidor. Para o setor produtivo a medida é muito benéfica, pois reduz o custo unitário dos produtos, gerando maior competitividade. Contribui-se então para reduzir o chamado custo Brasil, o que é positivo. Por outro lado, ao reduzir a despesa do consumo doméstico, estimula-se o uso de energia nas residências por um preço marginal que não reflete o custo marginal de expansão do sistema. No entanto, a resultante é, sem dúvida, uma medida bastante positiva.

Uma mudança dessa magnitude gera consequências para o mercado que precisamos tentar entender. Se de um lado da equação a sociedade é beneficiada, do outro as concessionárias e, indiretamente, o mercado acionário podem sofrer com as medidas.

A redução de encargos setoriais tem impacto relevante para os consumidores finais, porém marginal para as concessionárias, uma vez que as mesmas basicamente atuavam como agente arrecadador para o Estado.

Já a alteração do preço de venda da energia das geradoras e a redução da receita permitida de transmissão podem ter impacto econômico relevante para as empresas. Segundo as regras divulgadas, os ativos com concessão vincenda entre 2015 e 2017 que estejam totalmente depreciados, em sua renovação, não deverão ser remunerados por depreciação ou por custo de capital. As concessionárias teriam direito a receber os valores relativos, “dentre outros”, aos custos de manutenção e operação do ativo. Ativos que não tenham sido totalmente depreciados serão passíveis de indenização pela União, de acordo com critérios estabelecidos pela Aneel ou, o que não foi muito divulgado, continuariam a ser remunerados até o término da depreciação. Como há muitos detalhes em aberto, haverá um intenso debate sobre como serão calculadas as tarifas e as indenizações.

Alguns comentários merecem ser colocados. Primeiro, apesar de ser positiva a transferência do benefício da amortização para a sociedade, é provável que algumas injustiças tenham sido cometidas. Na transmissão, a Cemig possui ativos construídos antes de 1999, que não deveriam ter sido incluídos nas regras gerais definidas pelo pacote, uma vez que sua base regulatória foi revisada em 2009. Já na geração, existem concessões detidas pela Cemig, Cesp e Eletrobrás que possuem parcelas relevantes de ativos ainda não depreciados. Nesse caso, a discussão está na existência ou não de uma primeira renovação não onerosa das concessões, já que tal procedimento vinha ocorrendo para ativos similares².

Segundo, o cálculo do valor da indenização dos ativos reversíveis ao término das concessões de energia, telecomunicações ou qualquer outro sempre foi um tema complicado. De um jeito ou de outro, sempre se evitou esse tipo de discussão por sua complexidade e pelos altos montantes envolvidos. Agora o tema será debatido e algum precedente será aberto para ser utilizado em casos futuros. As chances de judicialização do tema acabam sendo muito elevadas e, dependendo do resultado, poderá interferir na percepção de risco de investimento no Brasil.

Terceiro, a gestão dos ativos após a renovação, teoricamente, deveria ser um serviço remunerado. Entretanto, isso não foi anunciado e não está previsto

explicitamente no texto da MP. Sendo assim, temos dificuldade de entender o motivador para algum grupo querer administrar um ativo que, apesar de ter valor econômico e contábil nulo, possui um valor de reposição de muitos milhões de reais. Ainda mais considerando que haverá obrigações de qualidade e disponibilidade para o operador. Esse tópico ainda deverá ser muito discutido e, possivelmente, essa prestação de serviços deverá se tornar um negócio razoavelmente atrativo. Caso contrário, ou o governo correrá o risco de ter que estatizar as concessões e administrar os ativos, o que não é bom, ou algum grupo mal intencionado aceitará ser o gestor dos ativos para obter vantagens menos ortodoxas, o que é pior ainda.

O mais curioso é que o texto da MP 579 é mais flexível do que o anunciado. Assim, seria possível negociar uma tarifa que remunere os ativos não depreciados e, mesmo que pequeno, um valor para o serviço de gestão.

Em geral, parece-nos que o discurso foi pior do que será a realidade, tanto pelo texto da MP, como pela necessidade de negociar um texto aceitável pelo Congresso. Às vezes, por imaturidade, o Brasil ainda acredita que alguém vai trabalhar de graça, e o que vemos é que no final acaba custando mais caro para a sociedade³. Concluindo, a intenção do pacote foi boa, mas a forma foi ruim, um pouco mais radical do que o necessário e prudente.

Ainda há muita conta a ser feita e muita discussão sobre o tema. O mais provável é que ao longo do tempo chegue-se a um termo comum, tornando o negócio marginalmente atrativo para as atuais concessionárias.

Com relação ao mercado acionário, o incrível é que, apesar de ser público que tais concessões venceriam e que havia incerteza sobre as condições de renovação, poucos analistas e investidores acreditavam que a solução mais severa proposta pelo governo de fato seria a escolhida. No final, o que ocorreu foi o cenário de menor probabilidade e o de maior impacto econômico.

Como sabido, o ser humano tende a ser otimista e a perpetuar o *status quo*, que nesse caso é representado pela renovação das concessões em condições similares ao contrato original, como vinha sendo feito. Adicionalmente, ativos bons pagadores de dividendos e de baixa volatilidade de resultados possuem aparência de estabilidade e baixo risco, o que os tornam populares no mercado.

Ao quebrar essa expectativa, o governo provocou uma forte correção no valor das ações, simplesmente porque no modelo de avaliação das empresas parte do valor econômico que antes era considerado, talvez de forma equivocada, não existe mais.

Este é um caso bastante ilustrativo de que o conceito de risco é relativo. Do ponto de vista de volatilidade de

² Inclusive foi determinada a renovação da usina hidrelétrica de Serra da Mesa de Furnas no dia 30/04/2012, ou seja, pouco mais de 4 meses antes da edição da MP 579.

³ Vide o caso das concessões rodoviárias feitas em 2008, onde a tarifa de pedágio oferecida foi extremamente baixa, porém o que vimos nos últimos anos foram poucos investimentos e melhorias na operação.

ações e também de resultados operacionais, o risco das empresas do setor elétrico deveria ser baixo. Inclusive é prática comum no mercado adotar uma taxa de desconto mais baixa para estas empresas. Adicionalmente, o consistente pagamento de dividendos pelas empresas leva alguns a acreditar que tais ativos teriam um valor econômico acima do real. O fato é que a avaliação de empresas reguladas parece simples, mas não é. Isso porque a lógica de valor dos ativos está vinculada à regulamentação e a definições do poder concedente, e não a qualquer outro índice ou múltiplo, como, por exemplo, *dividend yield*.

Por princípio, usamos o preço de compra de uma ação como principal mitigador de risco. Neste caso não víamos desconto para o preço dos ativos, pois já embutiam um

retorno muito baixo. Em outras palavras, os ativos estavam caros. É possível que um ativo caro fique mais caro ainda ou que sua performance operacional seja tão boa que compense o preço pago. Porém, acreditamos que na maioria dos casos o risco não compensa.

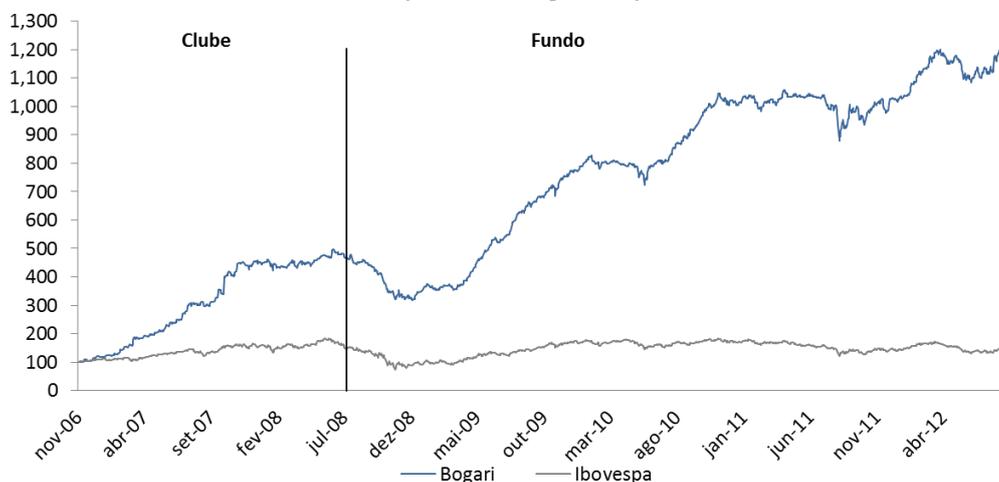
O que vimos no caso das companhias elétricas foi que, como estavam em sua maioria precificadas acima de seu valor real, a mudança na expectativa ajustou o preço de mercado. Para muitos investidores é possível que essa perda tenha sido permanente.

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%	4,3%	2,0%					15,7%
	Ibov	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%					0,5%
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 ⁽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/2012)



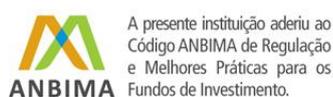
(1) Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

Principais Características do Fundo

Informações sobre o produto

Administrador	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	Aplicação	D+1 (dias úteis)
Gestor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Resgate	D+30 (dias corridos)
Distribuidor	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	Liquidação	D+33 (30 dias corridos + 3 dias úteis)
Custódia	Banco Bradesco S.A.	Taxa de Administração	2,175% (Taxa Máxima: 2,5%)
Auditor	KPMG Auditores Independentes	Taxa de Performance	20% do que exceder Ibovespa (com marca d'água)
Aplicação mínima	R\$ 30.000,00	Código Anbima	212962
Saldo mínimo	R\$ 30.000,00	Classificação	Ações Ibovespa Ativo
Movimentação mínima	R\$ 10.000,00	Cota	Fechamento
Aplicação máxima	R\$ 300.000,00	Horário	9hs às 14hs
Público-Alvo	Investidores em Geral	Imposto de renda	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. 16 das Diretrizes Anbim: "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". "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

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
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219