



BOGARI VALUE FIA

Relatório Inicial

Bogari Value FIA é um fundo de ações de empresas negociadas no mercado brasileiro. O fundo focará em oportunidades de investimento de longo prazo baseadas na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

Nossa meta é duplicar o capital a cada 3 anos, o que deverá ocorrer em longos períodos, sempre tendo como meta a preservação de capital permanente*. O fundo poderá adquirir ativos de companhias de qualquer tamanho e liquidez. O Bogari Value FIA tem como gestor Flavio Sznajder, sócio da Bogari Capital e membro do Conselho de Administração da Contax Participações, com ampla experiência em investimentos de longo prazo, líquidos e ilíquidos.

Este é o relatório inicial do Bogari Value, primeiro fundo aberto à captação gerido pela Bogari Capital. Cabe, portanto, uma breve explicação de quem somos, o que nos propomos a fazer e o perfil adequado do cotista do nosso fundo.

Quem Somos

A Bogari Capital é uma gestora de recursos independente. A sociedade foi formada após longa experiência dos nossos sócios em investimentos de longo prazo, líquidos e ilíquidos; participação ativa em diversos órgãos ligados a conselhos de administração; e na gestão de diferentes empresas. Essa experiência criou alguns diferenciais pouco comuns no mercado de gestão de investimentos:

- Conhecimento profundo do lado operacional das empresas;
- Conhecimento da dinâmica do relacionamento entre acionistas controladores, minoritários e mercado;
- Amplo conhecimento da legislação societária brasileira;
- Como investimos para o longo prazo, podemos nos beneficiar de participar em empresas de qualquer porte e nível de liquidez.

Temos por valores a simplicidade, a qualidade, a objetividade, a meritocracia e o pensamento de longo prazo, tanto nos investimentos que realizamos quanto nos relacionamentos que mantemos com clientes, acionistas e colaboradores.

Estamos de tal forma alinhados que grande parte dos recursos dos sócios estão investidos no mesmo veículo que os recursos de nossos clientes.

O Que Nos Propomos a Fazer

Nosso objetivo é prover aos clientes oportunidades de investimento de longo prazo baseadas na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação – somos adeptos do *value investing*. Temos

uma filosofia independente de investir, não seguimos o mercado nas nossas decisões.

Utilizando estratégias de investimento fundamentadas em valor, buscamos gerar retornos consistentes no longo prazo, tendo como foco constante a preservação do capital*. Em termos simplificados, nossa meta é dobrar o capital investido a cada 3 anos, o que deverá ocorrer em longos períodos.

Nossa filosofia de investimentos está baseada em:

- Sermos conservadores – sempre optamos por comprar ativos substancialmente abaixo do seu valor intrínseco, o que aumenta o potencial de valorização e diminui a probabilidade de perda;
- Buscamos a maior proteção jurídica e o maior nível de liquidez possível, sem pagar mais por isso;
- Como donos, defendermos nossos interesses nas empresas que investimos;
- Investirmos para o longo prazo, tendo paciência para esperar a convergência entre preço e valor;

Nossa gestão de risco está baseada em encararmos o mesmo como a “possibilidade de perda permanente” e não simplesmente como volatilidade dos ativos. Apesar de não gostarmos da volatilidade, sabemos tirar proveito e conviver com ela. Mitigamos o risco dos nossos investimentos da seguinte forma:

- Ter um passivo de longo prazo, isto é, os recursos da nossa base de cotistas devem ter prazos médios similares aos dos nossos investimentos;
- Adquirirmos ativos com substancial desconto sobre seu valor intrínseco;
- Ter profundo conhecimento dos ativos que adquirimos;

*Este não é um fundo de capital garantido/protegido.

- Diversificar adequadamente o portfólio, porém não de forma excessiva;
- Monitorar constantemente os fundamentos e reavaliar periodicamente o *investment case*;
- Vender ativos valorizados ou aqueles que não se comportarem de acordo com o esperado.

O Bogari Value FIA seguirá a mesma filosofia de investimento aplicada anteriormente ao Bogari Clube de Investimento, que esteve em operação de nov/2006 até jul/2008.

O Bogari Value FIA

A regulamentação não nos permite divulgar a rentabilidade de fundos com menos de 6 meses de existência, mesmo que tal fundo tenha sido originado da transformação de um clube com dois anos de existência, nosso caso. Então, preferimos focar essa carta inicial nos conceitos associados à gestão do fundo.

Como nossa filosofia e forma de atuação são aplicadas no Bogari Value?

Conceito Geral

Diversos estudos acadêmicos identificaram diferentes parâmetros associados com a geração de melhores resultados no longo prazo, quais sejam: (i) carteiras de ações mais baratas (leia-se menores múltiplos ou *value stocks*) rendem mais que aquelas com ações mais caras; e (ii) carteiras de ações de menores empresas (leia-se menor *market cap*) rendem mais que aquelas com empresas maiores. Adicionalmente, é possível demonstrar que no longo prazo preço de negociação e valor intrínseco convergem.

Mesmo antes de aprofundar os temas acima é importante colocar que, ao contrário do que possa parecer, nossa intenção não é necessariamente investir em empresas pequenas e/ou sem liquidez. Somente queremos advogar as vantagens de não se estar limitando a pré-seleção dos ativos em função dessas variáveis. Com tudo mais constante, preferimos mais liquidez a menos e preferimos negócios maiores a menores. Entretanto, gostamos mais ainda de ter uma rentabilidade adequada mantendo-se o foco na preservação de capital.

Temos liberdade para nos posicionar nos ativos com melhor relação risco x retorno do mercado, pois não temos problemas com liquidez, tamanho de empresas ou setores. Ter essa “vantagem” nos leva a crer que temos maior probabilidade de alcançar nosso objetivo

no longo prazo. Uma vez que quando se exclui qualquer empresa do universo de potenciais aquisições, naturalmente limita-se o potencial ganho àquele do novo universo de empresas.

Normalmente, comprar ações baratas requer personalidade, uma vez que se está indo contra a maré. As ações mais populares são mais caras, por uma simples questão de demanda.

Motivos para uma ação ser barata

Uma ação pode ficar barata por motivos que afetam a sua oferta no mercado – (i) justificativas operacionais ou (ii) percepção de dificuldade no setor ou na empresa; ou sua demanda – (iii) liquidez ou tamanho. Atrás de qualquer desses motivos reside uma grande oportunidade de investimento.

A crise que estamos vivendo vem refletindo no mercado o desequilíbrio entre oferta e demanda. Diversos investidores estrangeiros estão liquidando posições em diferentes mercados por razões operacionais, quais sejam, tanto para reduzir exposições como para atender a resgates de seus cotistas. Como consequência, pressionam o mercado vendendo grandes quantidades de ações. Como a demanda não é suficiente, os preços são pressionados para baixo. Esses são os melhores momentos para adquirir ações, já que não houve qualquer alteração com a empresa no mundo real.

Quando existe algum problema com a companhia ou com seu setor, deve-se entender se tais adversidades tendem a ser permanentes ou não. Caso os cenários de maior probabilidade sejam de destruição de valor, o preço baixo daquele ativo pode ser justificado. Entretanto, caso o problema seja passageiro, é provável que exista uma boa oportunidade para investir naquela empresa.

Já a liquidez refere-se à velocidade em que é possível comprar ou vender um ativo. Sem dúvida, ter um ativo com liquidez é melhor que ter um ativo sem liquidez. No limite, a liquidez é uma opção de transformar um ativo em caixa no curto prazo. Por isso, é normal que ações mais líquidas sejam mais caras que ações menos líquidas. Implicitamente se paga pela opção de transformação em caixa.

Os investidores acabam avaliando superficialmente a importância da liquidez em sua estratégia. Simplificadamente, carteiras muito grandes ou com objetivos de curto prazo e maior giro devem ter ativos de liquidez. Por outro lado, carteiras menores ou de prazo mais longo e baixo giro não devem necessariamente ter ativos de alta liquidez.

No nosso caso, podemos comprar ações com liquidez alta ou baixa devido ao nosso prazo de investimento.

Essa característica nos traz o benefício de podermos comprar as ações mais baratas do mercado, com o maior potencial de valorização. Isso é uma vantagem, pois nossa experiência mostra que ações muito baratas perdem liquidez, tanto porque seu valor de mercado é menor, como porque menos acionistas estão dispostos a vender o ativo por aquele preço.

Entretanto, a liquidez de um ativo pode alterar ao longo do tempo, uma vez que, à medida que a ação fica mais próxima do seu valor intrínseco e, portanto mais cara, sua liquidez aumenta (por mais paradoxal que possa ser!). Adicionalmente, quando se investe para o longo prazo, a liquidez relevante é aquela de um período mais longo. Por exemplo, em vez de nos aproveitarmos da liquidez diária, podemos tirar vantagem da liquidez mensal, dado que podemos vender o ativo ao longo de um período maior.

Finalmente, o valor de mercado (*market cap*) é também razão para um ativo ser mais barato. Investidores têm capacidade limitada de análise, fazendo com que seus portfólios tenham um número limitado de ações. Isso significa que grandes investidores têm como alvo empresas com um tamanho mínimo. Por consequência, empresas menores têm menos demanda por suas ações, o que, em média, as tornam mais baratas.

O investimento em empresas de menor porte requer um pouco mais de atenção no que se refere à avaliação de risco e possibilidade de perda de capital. Empresas maiores tendem a ter negócios mais robustos e definidos, com menor taxa de mortalidade, enquanto empresas menores ainda estão em fase de estabilização e definição do seu modelo de negócios. As maiores têm mais acesso a capital, estrutura consolidada de gestão e controle, escala e poder de barganha. Por sua vez, as menores tendem a ter taxa de crescimento mais alta e podem atuar em mercados mais promissores.

Nessas empresas, a figura do empreendedor é fundamental. Organizacionalmente falando, empresas menores são mais personificadas que as maiores, que são mais estruturadas e institucionalizadas. Quando fazemos negócio com uma empresa menor, tratamos com o “dono” (quase que na pessoa física), por isso é tão importante sua seriedade, honestidade e competência. Investir no longo prazo com um sócio ruim é receita quase certa para se ter problemas.

Conceito de risco

Avaliamos nosso maior risco como função da probabilidade de perda de capital permanente, diferentemente do padrão do mercado baseado na volatilidade dos ativos. Porque temos uma visão diferente?

Achamos que a volatilidade faz sentido em investimentos de prazos mais curtos, já que a necessidade de vender um ativo pode ocorrer em um momento negativo do mercado. Já, quando compramos uma participação em um ativo real para o longo prazo, temos a flexibilidade de vender no momento mais adequado. Caso o preço do mercado não nos agrade, podemos esperar uma oportunidade melhor. Assim, teoricamente, não esperamos que a volatilidade afete de forma significativa nossos resultados.

Para que essa flexibilidade seja real, são necessários dois fatores: (i) que os recursos por nós administrados sejam de longo prazo, o que nos permitiria não ter de vender nos momentos menos adequados; e (ii) que o ativo adquirido crie valor ao longo do tempo, fazendo com que quanto mais esperarmos, mais o ativo irá valer.

Durante o processo de convergência de preço e valor as ações da carteira são livremente negociadas. Muitas vezes, seus valores sofrerão fortes reduções nas bolsas, como ocorre agora. Essa variação negativa não reflete necessariamente um decréscimo no valor intrínseco do ativo. Mais ainda, o acionista que não vender seus ativos por aquele preço baixo não terá sofrido nenhuma consequência, exceto psicológica. É certo que manter a calma com a forte queda de valor é um grande desafio, mas apenas isso, se o ativo mantiver seu valor intrínseco.

A perda permanente do capital decorre de uma queda no valor das ações em função de uma deterioração de seu valor intrínseco. Nesse caso, será necessário vender nossas ações para evitar perdas maiores. A desvalorização sem causa real é apenas volatilidade dos ativos. A venda nesse momento não seria necessária se o capital comprometido fosse de longo prazo.

Excetuando o fator de longo prazo, nossa estratégia não tem grandes novidades. Pretendemos apenas aplicar com disciplina o que muitos sabem, diversos estudos comprovam e poucos seguem.

Que Tipo de Cliente se Adequa a Nossa Estratégia?

Para que seja possível aplicar com sucesso nossa metodologia é necessário que tenhamos um capital (*funding*) com prazo médio adequado.

Nada adianta termos uma estratégia de investimento de longo prazo com um *funding* de curto prazo. Essa situação levaria a um descasamento na hora de devolver o dinheiro aos nossos clientes, uma vez que não seria possível vender os ativos no curto prazo da forma mais adequada. A baixa liquidez de ativos em

carteira pode ser um grande problema, caso seja necessário vendê-los a qualquer momento.

Como consequência, é fundamental entender quais seriam as características do nosso cliente ideal. Abaixo listamos as principais:

- Deve conhecer e entender nossa estratégia sentindo-se confortável com sua aplicação;
- Planeja a utilização dos seus recursos no longo prazo. Por isso, possui ativos de maior nível de liquidez que possam ser acessados quando necessário. Nosso fundo deve ser um dos seus investimentos financeiros de mais baixa liquidez, por isso, deve manter no máximo entre 20%-40% das suas reservas aqui investido;
- Entende que estaremos investindo em empresas, comprando participações em negócio, como é feito quando alguém investe em um restaurante ou uma loja de roupas.

Idealmente, deveríamos buscar *funding* de prazos equivalentes àqueles de produtos de investimentos com meta de rentabilidade similar. Investimentos em *private equity* possuem prazos que variam de 7-10 anos e normalmente não é possível resgatar os recursos no meio do caminho.

Entendemos que apresentar um produto com rentabilidade equivalente àquela do *private equity*, segurança e maior liquidez pode ser interessante para nossos clientes.

Entretanto, a definição do prazo de resgate é fundamental, já que não queremos prejudicar alguns cotistas para beneficiar outros que não entenderam ou se equivocaram quanto ao seu perfil de investimento.

Mais ainda, não queremos usar o dinheiro dos sócios que estão aplicados no fundo como um “seguro” para

dar liquidez a clientes que queiram sair porque descobriram que possuem um perfil inadequado para o produto.

Estamos então em fase final de alteração das regras de resgate do fundo. A princípio iremos alterar dois aspectos: as datas de pedido de resgate e os prazos de conversão das cotas (a liquidez do investimento).

Sobre o primeiro ponto, pedidos de resgates poderão ser feitos no dia 10 de cada mês.

Depois de muito pensarmos sobre o prazo de resgate, chegamos a um modelo que deixa confortável nossos investidores de longo prazo. Deixamos ainda uma “porta” de emergência para aqueles que, por alguma eventualidade, necessitem dos recursos antes do prazo regular.

Portanto, nossa proposta de resgate será:

Dias para conversão das cotas	Taxa de saída
D+90	10%
D+180	0%

Nos próximos dias convocaremos uma Assembléia de cotistas para implementar tais mudanças. Adicionalmente, estaremos aprovando a política de voto do fundo.

Em nossos próximos relatórios, abordaremos alguns casos de investimentos e outros temas relevantes para nosso negócio. Para maiores esclarecimentos sobre a gestão do Bogari Value FIA estamos a disposição no telefone 21 2249 1500.

Obrigado pela confiança.

Bogari Capital

Principais Características

Nome:	Bogari Value Fundo de Investimentos em Ações	Aplicação Mínima:	R\$ 30.000,00
CNPJ:	08.323.402/0001-39	Aplicação Máxima:	R\$ 5.000.000,00
Conta do fundo (para TED):	Banco Bradesco (237) AG. 2856-8 – CC. 615.173-6	Movimentações mínimas:	R\$ 10.000,00
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)	Saldo mínimo:	R\$ 30.000,00
Administrador e Distribuidor:	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A Av. Presidente Wilson, 231/11º a Rio de Janeiro – RJ – 20030-905 21 3974 4600 (SAC) / 21 3974 4501 (Fax) / 0800 7253219 (Ouvidoria) www.bnymellon.com.br/sf	Horário limite para movimentações:	14:00 h
Custodiante:	Banco Bradesco S.A.	Conversão de cotas na aplicação:	D+1 da disponibilidade dos recursos.
Auditor:	KPMG	Conversão de cotas no resgate:	D+30 da solicitação.
		Pagamento do resgate:	D+33 da solicitação.
		Taxa de administração:	2,175%a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.
		Taxa de performance:	20% sobre o ganho que exceder o Ibovespa. (com marca d'água)
		Obs.:	Tx de administração máxima – 3%a.a. – quando o Bogari Value FIA investir em outros fundos.

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. 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. Art. 95-B da IN CVM 409 - Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Parágrafo 2º do artigo 40 da IN CVM 409 - 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.