

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 junho de 2011, apresentamos uma rentabilidade de +0,1%, contra uma variação do Ibovespa de -10,0%.

Desde o início das nossas operações<sup>(1)</sup>, em 2006, acumulamos uma rentabilidade de +934%, comparada a +56% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.034.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	0,1%	-10,0%	+10,1
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.)
2011	934,4%	56,3%	+878,1
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

No início de julho nosso veículo completou 3 anos como fundo e, em novembro, completará 5 anos de sua existência. Estamos satisfeitos com a consistência da aplicação da estratégia e, como consequência, dos resultados obtidos. Gostaríamos de compartilhar que nas últimas semanas o Bogari Value foi eleito por uma revista internacional o melhor fundo de ações focado em Brasil e também o melhor fundo de ações com patrimônio abaixo de US\$ 100 mm.

O segundo trimestre do ano foi marcado pela intensificação das preocupações no mercado externo e um arrefecimento do crescimento do mercado interno principalmente devido ao aumento dos juros.

O Ibovespa caiu 10% enquanto a cota do nosso fundo manteve-se praticamente inalterada. Apesar de o resultado ser nominalmente fraco, em termos relativos abrimos uma diferença de mais de 10 p.p para nosso *benchmark*.

Como comentado anteriormente, acreditamos que o ano continuará difícil. Entretanto, nossa carteira, conforme comentado à frente, é uma das melhores dos últimos anos.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, essa sessão, em uma breve atualização da carteira e um ou mais temas de diferentes naturezas que valem a pena comentar. Nesta edição, comentaremos sobre nosso investimento em Redecard. Posteriormente, comentaremos a influência dos conceitos de *law and economics* no Brasil.

## Carteira

Apesar de acreditarmos que o mercado, mesmo após as quedas, continua precificando adequadamente muitas das empresas listadas, nossa carteira tem as melhores perspectivas desde 2009. As principais posições pouco se alteraram nos últimos meses, porém aproveitamos as recentes quedas para adquirir mais ações de algumas empresas e montar novas posições com bom potencial para os próximos anos.

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 35%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 20% de caixa (ou equivalentes de caixa), liquidamos quase 90% da carteira de ações em apenas 10 dias. Continuamos com bons ativos, a bons preços, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

<sup>1</sup> O Bogari Clube de Investimentos foi fundado em 1/11/2006. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 64,2 milhões e o atual de R\$ 90,8 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 29,5%.

## Redecard

A Redecard faz a captura das transações de cartões de crédito e débito, interligando lojistas, bandeiras e bancos emissores dos cartões. Ela é responsável por credenciar os estabelecimentos lojistas, capturar as transações, fazer a aprovação das transações junto à bandeira e ao banco do cliente e posteriormente realizar os pagamentos aos lojistas.

O mercado de adquirentes (ou credenciadores) no Brasil se desenvolveu em torno dos bancos de varejo. Inicialmente, os bancos eram responsáveis, além da emissão dos cartões, também pelo credenciamento de lojistas e liquidação das transações. A partir da segunda metade da década de 90, os bancos se organizaram basicamente em dois grupos, onde cada um priorizou uma das grandes bandeiras internacionais (Visa e Mastercard). Assim, foi criada a Redecard com os bancos Itaú, Unibanco e Citibank e a Visanet (atual Cielo), com os bancos Bradesco, BB e ABN (atual Santander). Com isso, separaram-se as funções de emissor do cartão da de credenciador/adquirente, porém com o controle ainda nas mãos dos grandes bancos.

O crescimento da indústria foi grande, impulsionado principalmente pela maior bancarização da população, crescente substituição dos meios de pagamento cheque e dinheiro por débito e crédito e aumento da renda em geral. Nos últimos dez anos, o crescimento do faturamento de cartões de crédito foi de mais de 20% ao ano e de débito de mais de 30%. Não vemos este crescimento alcançando as mesmas taxas do passado, porém deve continuar a taxas ainda bastante elevadas. Uma vantagem desta indústria é que a inflação é passada automaticamente para a receita das adquirentes, uma vez que elas ganham um percentual das transações efetuadas. Neste cenário recente de inflação alta, não precisamos nos preocupar com repasse de preços como acontece em outros setores.

Até o meio de 2010, persistiu a exclusividade nas transações por bandeira, sendo a Redecard responsável por qualquer transação com Mastercard e a Cielo por transações Visa. As duas empresas tinham praticamente um duopólio, pois as outras bandeiras existentes atuam em nichos específicos ou têm pouca penetração no mercado. Esta situação de virtual duopólio mudou por pressão de órgãos governamentais, que enxergavam que o ganho de escala proveniente do crescimento da indústria não estava sendo repassado aos outros elos da cadeia, especialmente os lojistas, por falta de concorrência.

O retorno sobre o capital das empresas era e ainda é muito elevado se comparado a outros setores. Os investimentos marginais são baixos e a geração de caixa alta, sem necessidade de reinvestimento relevante. Com isso, para os *players* já estabelecidos, é possível crescer a altas taxas e ainda retornar bastante caixa para os acionistas na forma de dividendos.

Ficou “acordado” entre o governo e as empresas que no 2º semestre de 2010 acabaria o monopólio na captura de bandeiras. Assim, a partir de então, tanto a Redecard quanto a Cielo começaram a capturar transações da Visa e da Mastercard, possibilitando que uma empresa competisse pelo mercado da outra. Acreditávamos que a concorrência entre as duas companhias seria branda, pois, economicamente, não fazia sentido para os dois *players* dominantes entrarem em guerra de preços. A Redecard, por ter menos mercado, talvez tivesse mais a ganhar sendo mais agressiva, pois a parcela de mercado da Visa, que ela não capturava, era maior, representando em torno de 60% das transações. Porém, seu posicionamento comercial foi muito agressivo, capitaneando uma competição que levou a uma intensa e rápida queda de preços praticados.

Apesar de acompanharmos a indústria de perto nesta época de início da concorrência, não tínhamos iniciado a compra das ações nem da Cielo nem da Redecard, pois no nível de preços que se encontravam pareciam uma queda que em nossos cenários era factível de ocorrer. Entretanto, após os primeiros resultados trimestrais depois do início da concorrência efetiva, os preços das ações caíram a patamares que nos deixaram confortáveis. Como é muito comum no mercado, o preço refletia uma perpetuação do cenário concorrencial da época, ou seja, queda brusca por vários períodos das margens.

À medida que as ações caíram, conseguimos montar uma posição relevante em nosso portfolio, no entanto a queda foi interrompida bruscamente pela saída do então presidente da Redecard. Apontado por muitos como o incentivador da guerra de preços iniciada pouco antes, esta demissão soou como um aviso de que haveria uma trégua e a competição ficaria mais racional. Os indícios são de que houve um exagero nos descontos por parte da Redecard e devemos ter um ambiente competitivo mais saudável pela frente.

Quanto a novos entrantes, temos a Getnet como concorrente efetiva hoje em dia, com o Santander por trás de sua operação. Além dela, existem declarações de outros *players* internacionais de que entrarão no Brasil. Vemos uma grande dificuldade para os novos entrantes, uma vez que este é um negócio de escala e capilaridade. A escala é necessária para diluir os grandes custos de operação e a capilaridade necessária para atingir os pequenos comerciantes, onde estão as maiores margens. Escala pode ser obtida prestando serviço para grandes varejistas, porém estes já representam as menores margens do setor. Para alcançar capilaridade, é necessário ter um canal de vendas espalhado pelo país, que é exatamente o que os grandes bancos de varejo possuem. Como os maiores já estão alinhados com alguma empresa credenciadora, não será fácil a missão de conseguir uma operação de nível nacional.

Acreditamos que a Getnet deve crescer e pode alcançar uma participação em torno do *market share* do próprio Santander no mercado. Até é possível a entrada de um

novo *player* relevante, porém será necessário um investimento muito grande por um bom tempo, por isso achamos que esse evento seja de baixa probabilidade. Além disso, se esta queda das margens devido à concorrência da Redecard e Cielo teve um lado bom, foi a de tornar ainda mais caro para um novo entrante conseguir tomar mercado. Em suma, é pouco provável que tenhamos vários *players* neste mercado como vemos em casos internacionais, pois há vantagens muito grandes para os *players* já estabelecidos.

Atualmente, ainda vemos bastante potencial nas ações das duas empresas, pois temos como cenário base um arrefecimento da concorrência e o contínuo crescimento do mercado como um todo. Com isso, em algum momento devemos ver um retorno do crescimento do lucro das empresas, interrompido momentaneamente pelo ajuste de margens devido à concorrência.

Neste momento, temos uma posição maior na Redecard, pois acreditamos que ela foi mais penalizada, tem um potencial ainda relevante de mercado a tomar da Cielo (seu *market share* é ainda bem menor) e ainda temos uma opção de um possível fechamento de capital. Em nossa opinião, seria perfeitamente factível o Itaú, agora controlador único da Redecard, recomprar a parcela de ações nas mãos dos minoritários.

## *Law and Economics* no Brasil

*Law and economics*, ou lei e economia, é a análise econômica das leis. Sua definição pode ser a aplicação da teoria econômica para analisar a formação, a estrutura, os processos e o impacto das leis e das instituições legais. A ideia de usar conceitos econômicos para analisar o impacto das leis e instituições é mais antiga que parece. Historiadores encontram indícios desse tipo de análise em autores como Adam Smith, Machiavelli e David Hume, dentre outros.

Entretanto, a forma moderna de análise das leis sob a ótica econômica começou a ser formada nos anos 50. Nos anos 70, tais conhecimentos passaram a ser ensinados nas universidades e Chicago passou a ser um dos importantes centros de discussões. Os temas mais relevantes são: instituições e institucionalização, regulação de mercados e competição, além de comportamento humano.

A existência de instituições, a estabilidade das regras e o respeito ao estado de direito são fundamentais para a avaliação de um projeto de nação. No Brasil, esse entendimento é novo e ainda em fase de consolidação.

O fim da Ditadura e a volta do estado de direito iniciaram o amadurecimento do modelo econômico brasileiro. A transição não foi fácil. Se antes tínhamos um estado não democrático que, paradoxalmente, respeitava as regras econômicas, logo após passamos a ter um novo estado democrático em que os políticos tiveram grande

dificuldade de entender limites e o que deveria ser o exemplo para formar uma nação.

Grandes empresários que atuavam com o governo nessa fase de transição comentam que enquanto o combinado com os militares era cumprido, com os políticos já não era. Diante do comentado, não é surpreendente que nessa fase tivemos o descontrole da inflação, o *default* da dívida externa e o *impeachment* de um presidente. Quase como um contraexemplo do conceito básico de *law and economics*, tivemos a promulgação da Constituição Cidadã de 1988, que à melhor luz de um país paternalista criou uma série de direitos para o povo sem suas contrapartidas.

A adaptação do país ao modelo democrático foi bastante conturbada. O amadurecimento da classe política demorou a acontecer. Entretanto, em termos evolucionistas e, retirando seus excessos, a nova constituição teve um papel relevante na institucionalização do país.

Em seguida, tivemos a sorte de termos um presidente como FHC, talvez o mais importante caso de ser a pessoa certa, no lugar certo, na hora certa. Com uma sólida formação acadêmica, conhecia o valor das instituições. Seu governo teve um caráter fortemente estruturador e modernizador. Temas como a importância da estabilidade da economia, as agências reguladoras, Lei de Responsabilidade Fiscal, privatização, universalização da educação e bolsa família, foram aqui iniciados.

Infelizmente, o processo de amadurecimento não é linear em todas as áreas e o perfil esquizofrênico do governo ainda contribuiu bastante para piorar a situação em algumas áreas. Entretanto, o saldo do governo foi muito positivo e seu término foi coroado com a transmissão da presidência para um partido de esquerda, em respeito às instituições.

Lula, apesar de não ter tido o perfil institucionalizante de seu antecessor, acabou sendo um grande presidente. Talvez sua principal característica como governante foi ter tido o bom senso de olhar em volta e ver o que o povo queria. O principal feito de Lula, sem dúvida, foi acabar com o risco Lula. Seu bom senso foi fundamental para ver que o povo não aguentava mais instabilidade econômica, e 2002 foi sem dúvida uma boa mostra do que poderia acontecer caso continuasse a defender algumas ideias mais radicais de esquerda. Fundamental, do ponto de vista histórico, foi a Carta ao Povo Brasileiro, que, apesar de tentar “criar um novo modelo”, confirmou o compromisso do então candidato ao modelo econômico em vigência, com um aprofundamento do respeito aos contratos.

Lula, ao contrário do que possa parecer, contribuiu muito com a institucionalização do país ao respeitar suas regras e deixar o potencial discurso revolucionário tipo Chavista de lado. Sua inclinação ideológica até ficou transparente ao longo dos anos, entretanto, manteve seu compromisso

com o respeito aos contratos. A estabilidade era a vontade do povo.

O que os partidos governistas fizeram com muito sucesso foi aprender a jogar com aquelas novas regras. Rapidamente entenderam como funcionava a lógica republicana e passaram a atuar no limite das regras. Paralelamente, as agências reguladoras foram perdendo poder, a privatização foi feita pontualmente (de forma até mais madura que no governo anterior) e o Estado passou a estar mais presente em algumas áreas e a incentivar de forma mais clara alguns “projetos nacionais”. Os programas sociais foram fortemente impulsionados com muito sucesso.

Com praticidade, os novos governistas entenderam que o mercado poderia impulsionar seus projetos desde que alinhados os interesses econômicos. Com a estabilidade econômica, o mercado de capitais renasceu. O IPO de Natura representou o renascimento da Bolsa, agora através do Novo Mercado, em 2004. Surfando ainda o *boom* de *commodities* e o crescimento mundial, os governos Lula foram um sucesso. Nunca antes na história desse país tanta gente ganhou tanto dinheiro. Os ricos ficaram mais ricos, muitos empresários, dessa vez do setor real da economia, ficaram muito ricos, a pobreza diminuiu e uma nova classe média se formou. Inegavelmente um sucesso.

Sem surpresas, Lula conseguiu eleger seu sucessor. Surpreendentemente, foi eleita uma presidente então pouco carismática e com pouca experiência política, apesar de grande experiência pública. Entretanto, sobre a Dilma, preferimos falar daqui a alguns anos.

Após essa pincelada na atual história brasileira, nos importa discutir o impacto econômico dos últimos anos. O que atualmente nos parece básico, não o era há algum tempo. O que chamamos de respeito aos contratos refere-se a criar as regras e mantê-las enquanto o jogo está sendo jogado. Jogo que começou não pode mudar as regras, somente para aqueles que não começaram.

Ter um modelo político democrático (executivo e legislativo) e ter um modelo jurídico estável e confiável valem muito. Na verdade, a forma mais fácil de entender o valor das instituições é ir para um país em que as mesmas não existem ou são fracas.

Durante anos, alguns amigos tiveram negócios com o Equador. Interessante era observar que anos de trabalho eram interrompidos pela queda do presidente, troca do judiciário ou coisa parecida. O que de fato acontece é que menos gente quer fazer negócios com o país e aqueles que querem, exigem mais garantias e retorno maior para remunerar o risco. Sem dúvida, a instabilidade política e judicial aumenta o custo de capital e reduz o crescimento potencial.

Um texto que teve bastante influência no Brasil, elaborado em 2003, foi "*Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*" por Pérsio Arida, Edmar Bacha e André Lara Resende. O grupo de

autores argumenta que as incertezas afetam a curva de juros e a taxa de câmbio. Certamente, o texto, divulgado no início do governo Lula, ajudou no processo de desenvolvimento do respeito aos contratos no mercado local. A Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>(2)</sup> foi uma das mais relevantes contribuições do governo FHC. Seu primeiro parágrafo sintetiza claramente sua base.

*“A responsabilidade na gestão fiscal pressupõe a ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, mediante o cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas e a obediência a limites e condições no que tange a renúncia de receita, geração de despesas com pessoal, da seguridade social e outras...”*

A partir de então, teoricamente, passou-se a avaliar o impacto das medidas em âmbito macroeconômico. Mais ainda, o não cumprimento da lei impõe uma série de punições para os governantes, inclusive detenção. Independentemente da capacidade da sociedade de punir ou não seus governantes, o custo de fazer algo ruim relevante aumentou muito e pensar sobre as ações passou a ser necessário. Os atos de cada governante passaram a ser fiscalizados, no mínimo gerando muita dor de cabeça.

Já as agências reguladoras foram formadas para regular e fiscalizar setores econômicos, como energia elétrica, telecomunicações, transportes ferroviários e outros. As agências foram criadas em cima de um arcabouço regulatório apropriado e forneceram importante viés técnico nas discussões de determinado setor, permitindo o entendimento microeconômico de cada um deles. Temas como acompanhamento da dinâmica da indústria, definição de regras, fiscalização, defesa do consumidor e estímulo à concorrência são os principais assuntos acompanhados. A clareza e estabilidade das regras, por exemplo, foi responsável por atrair novos investidores que possibilitaram grandes investimentos nos últimos anos nos setores regulados.

Então em um breve apanhado, podemos dizer que Fernando Henrique criou os alicerces e Lula acabou com o risco Lula, permitindo que, com a ajuda da demanda chinesa por *commodities*, o país passasse a ser respeitado por suas instituições e finanças. Com isso, o capitalismo moderno chegou ao Brasil. O sucesso obtido no passado recente reforça o discurso de respeito aos contratos. E o conceito de "*law and economics*", ainda que não definido exatamente nestas palavras, sem dúvida contribuiu para a melhoria do país. Adicionalmente, contribuiu para o Brasil se tornar "moda" entre os investidores internacionais, talvez até com algum excesso de otimismo. Mas isso é tema para outra carta.

Obrigado pela confiança.

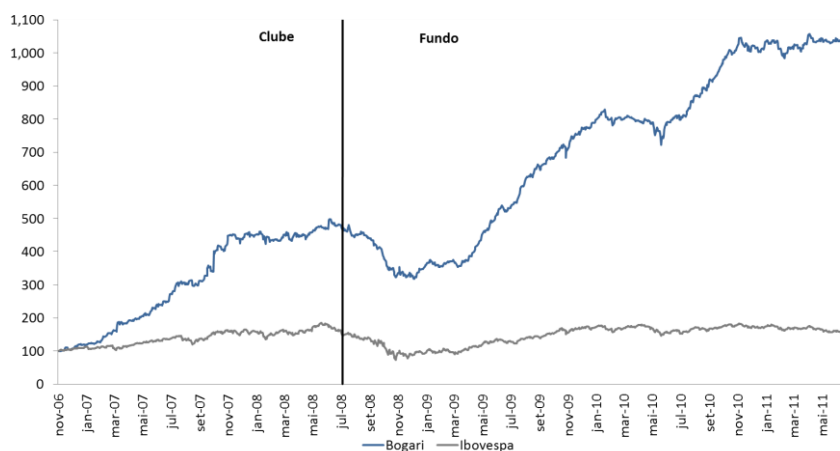
---

<sup>2</sup> Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000

## Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2011	Bogari	-2,0%	0,7%	2,1%	0,3%	0,0%	-0,9%							<b>0,1%</b>
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%							<b>-10,0%</b>
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%	<b>29,5%</b>
	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%	<b>1,0%</b>
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%	<b>122,0%</b>
	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%	<b>82,7%</b>
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%	<b>-20,1%</b>
	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%	<b>-41,2%</b>
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%	<b>278,8%</b>
	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%	<b>43,7%</b>
2006 <sup>(1)</sup>	Bogari											5,1%	12,9%	<b>18,7%</b>
	Ibov											5,0%	6,1%	<b>11,4%</b>

Valor da Cota Bogari<sup>(1)</sup> x Ibovespa  
(Nov/2006 - Jun/2011)



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

## Principais Características do Fundo

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

<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Aplicação Máxima:</b>	R\$ 7.500.000,00
<b>Movimentações mínimas:</b>	R\$ 10.000,00
<b>Saldo mínimo:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Horário limite para movimentações:</b>	13h
<b>Conversão de cotas na aplicação:</b>	D+1 da disponibilidade dos recursos.
<b>Conversão de cotas no resgate:</b>	D+30 da solicitação.
<b>Pagamento do resgate:</b>	D+33 da solicitação.
<b>Taxa de administração:</b>	2,175% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
<b>Taxa de performance:</b>	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". "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".