

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 outubro de 2011, apresentamos uma rentabilidade de -2,7%, contra uma variação do Ibovespa de -15,8%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, acumulamos uma rentabilidade de +905%, comparada a +46% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.005.

Ano	Rentabilidade Anual		
	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	-2,7%	-15,8%	+13,1
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

Ano	Acumulado desde o Início		
	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	905,0%	46,1%	+858,9
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 mercado continuou bastante volátil nos últimos meses e provavelmente ainda continuará por algum tempo. Pontualmente, continuamos a adquirir alguns ativos com mérito de investimento.

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, falaremos sobre a “convicção” no mercado acionário.

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\$ 78,8 milhões e o atual de R\$ 93,2 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de -0,8%.

Carteira

Nossa carteira vem sendo gradativamente alterada ao longo do ano, porém as principais posições do fundo pouco se alteraram nos últimos meses. Procuramos nos aproveitar das oscilações do mercado para comprar ativos quando há uma queda exagerada e vender quando há uma alta injustificada.

No último mês foram divulgados os resultados das empresas relativos ao terceiro trimestre de 2011. Os números de nossos principais investimentos vieram sem grandes surpresas, confirmando as tendências que já vínhamos comentando em nossas últimas cartas.

O Itaú apresentou resultados sólidos, sem grandes surpresas. A inadimplência se apresenta em níveis controlados e a carteira de crédito continua crescendo em níveis saudáveis. Esperamos que as despesas comecem a apresentar crescimentos menores, evidenciando no próximo ano uma melhora na eficiência do banco, como vem prometendo a companhia.

A Grendene confirmou a desaceleração mostrada no segundo trimestre do setor de varejo e mais especificamente da parte calçadista em que a empresa atua. A receita caiu devido a um menor volume de vendas e preços médios menores, apontando para um final de ano desafiador para a empresa.

Entretanto, a ação continua a um preço interessante, precificando um crescimento muito baixo. Nos próximos anos as medidas do governo de desoneração da folha salarial, anunciadas no Plano Brasil Maior, deverão gerar um benefício de cerca de R\$ 50 milhões por ano para a companhia. Esse benefício ampliará a geração e distribuição aos acionistas de seu caixa.

A Helbor realizou poucos lançamentos no trimestre, mais uma vez devido à dificuldade de aprovações nos projetos, especialmente em São Paulo. Há um número relativamente grande de projetos represados que devem ser lançados até o final do ano. A demanda do setor vem se mostrando resiliente, suportada pelo alto nível de emprego na economia, portanto este atraso não causa grande preocupação.

Interessante observar como evoluiu a indústria de incorporação imobiliária nos últimos anos. Hoje, a maioria das empresas já conseguiu se adaptar operacionalmente aos novos níveis de lançamentos e vendas. Entretanto, um dos novos gargalos do setor é a aprovação de

projetos junto às prefeituras. Enquanto o setor privado consegue crescer rapidamente sua estrutura, o mesmo não acontece com as entidades públicas. Dessa forma, acreditamos que desde o início de 2011 estamos vivendo uma nova fase, a de *share* de aprovações. Quem aprovar mais lança e vende mais. A lógica, portanto, passa a ser a de ter mais terrenos no *land bank*, mais projetos sendo desenvolvidos e em fase de aprovação, para viabilizar mais vendas no futuro. Alternativamente, pode-se ir para cidades onde o volume de lançamentos foi mais modesto nos últimos anos.

Ficamos tranquilos conhecendo a disciplina da empresa, que tem o histórico de somente lançar projetos que tenham real demanda do mercado. Já estamos em uma fase do ciclo do setor onde a demanda pode estagnar, portanto lançar um projeto somente para cumprir metas pode ser bastante arriscado.

A Tempo mostrou mais uma vez resultados fracos no terceiro trimestre, confirmando que o ano de 2011 tem sido bastante difícil para a empresa. Entretanto, as perspectivas para 2012 parecem ser diferentes. Com a contratação de pessoas experientes do mercado, incluindo o novo CEO, os diversos segmentos passaram da fase de ajustes internos para a fase de foco no crescimento. O contrato da CEF deve começar a operação nas agências de forma mais efetiva e novos contratos vêm sendo fechados com outras empresas, projetando um crescimento relevante para a Tempo no ano que vem.

A Redecard apresentou queda pequena nas margens cobradas nas operações de crédito e débito (MDR), corroborando nossa tese de um ambiente competitivo mais brando. Este foi o primeiro trimestre pós “abertura” do mercado em que houve crescimento do lucro da empresa (na comparação anual). O crescimento de volume foi bastante significativo, da ordem de 29%, compensando a queda de margens ocorrida nos últimos trimestres.

Com isso, acreditamos que estamos passando por um ponto de inflexão, onde devemos voltar a ver crescimento sustentável do lucro após uma fase de ajustes devido à “abertura” do mercado. Novos entrantes, especialmente a Getnet, devem começar a se fazer mais presentes no mercado, porém acreditamos ser difícil alcançarem volumes relevantes no curto e médio prazo.

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 19% de caixa (ou equivalentes de caixa), convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 10 dias. Continuamos com bons ativos, a preços adequados, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Sobre Convicção

Significado e semântica

O Aurélio define convicção como: “*certeza adquirida, ou persuasão íntima; certeza.*” Já certeza é definida como: “*qualidade de certo; conhecimento exato; convicção; coisa certa.*”

O dicionário Michaelis possui uma definição mais ampla de convicção, qual seja: “*ação ou efeito de convencer; reconhecimento da própria culpa; certeza obtida por fatos ou razões que não deixam dúvida nem dão lugar a objeção.*”

Convicção, portanto, induz ao entendimento de certeza de alguma coisa. Em termos numéricos, o uso da palavra nos leva a um evento com probabilidade de 100% de chance de ocorrer.

Nosso interesse em comentar a palavra convicção advém do seu uso na indústria de investimentos. Em determinados momentos, é possível observar seu uso na justificativa ou defesa de um caso de investimento em alguma empresa.

A questão que observamos é que o processo de investimento em ações, por definição, não possui resultados exatos. Caso o fosse, tal tipo de investimento não seria conhecido como de renda variável.

O evento de investir em uma ação, *a priori*, possui resultados com distribuição probabilística estimada, porém desconhecida. O investimento em ações não é uma ciência exata. O uso da palavra convicção, em seu sentido estrito, portanto, está deslocado do conceito básico de investimento.

Entendemos que o uso da palavra por investidores pode ser dividido em dois casos. O primeiro ocorre quando bons investidores usam a palavra para enfatizar que a probabilidade de sucesso naquele investimento, segundo seu melhor entendimento, parece alta. No nosso entendimento, esses investidores sabem que o investimento pode dar errado e não estão usando a palavra no seu sentido estrito, mas sim como uma forma de enfatizar um extenso trabalho de conhecimento realizado e que é refletido em sua segurança no investimento.

O segundo caso é aquele em que as pessoas que usam o termo realmente acreditam na certeza do resultado final do investimento. Usam a palavra para gerar uma segurança que não existe quando está vendendo seu caso de investimento para alguém. Provavelmente, transformando um desejo pessoal de resultado em seu único cenário. Ocasão em que os riscos passam a ser muito grandes.

No nosso caso, não gostamos de usar a palavra convicção, pois entendemos que em seu sentido estrito gera uma segurança inexistente e, por isso, desconfortável. Como estamos sempre questionando as

bases de nossos investimentos, preferimos conviver com o desconforto da incerteza do que com o conforto da falsa certeza.

A convicção na teoria

Independentemente de quem usa o termo e em que situação, temos que tomar cuidado com o que realmente pensamos.

Estudos mostram que, dentre os diversos vieses do nosso cérebro, tendemos a aumentar nossa segurança à medida que conhecemos mais sobre alguma coisa. Entretanto, nosso nível de acerto não aumenta à medida que o conhecimento de determinado tema é melhorado.

Mauboussin, em seu excelente livro *More than you know*⁽²⁾, apresenta um experimento realizado com atuantes em corridas de cavalo. Inicialmente foi lhedado um grupo de informações sobre os cavalos e foi pedido que definissem as chances de cada um ganhar. À medida que foi aumentando a quantidade de informação fornecida a essas pessoas, observou-se que a confiança em seus palpites aumentava, enquanto a acurácia não.

Estar mais confortável com uma situação não aumenta suas chances de êxito. O importante não é somente o volume de informação, mas também como a mesma é processada. Muitas vezes, involuntariamente, o ser humano procura mais informações para confirmar suas hipóteses e não para refutá-las.

A convicção na prática

Ao longo dos anos, tivemos a oportunidade de afirmar diversas vezes que no nosso entendimento existe uma relevante divergência entre a realidade de uma empresa e a interpretação do mercado sobre a mesma.

Dissemos algumas vezes que a certeza que o mercado tem de certos aspectos dos negócios das empresas não condiz com o que realmente ocorre no dia-a-dia. Mais ainda, defendemos que muitas vezes os executivos ou controladores das empresas não conhecem tudo o que ocorre dentro de suas empresas, muitas vezes não por incompetência, mas por sua complexidade. Nossa experiência passada atuando como controlador em algumas empresas nos ensinou essa realidade.

Esse é um dos motivos pelo qual não concentramos excessivamente nosso portfólio. Acreditamos que, por mais que conheçamos bem uma empresa, sempre pode ocorrer alguma coisa inesperada. Lembremos da Aracruz ou Sadia.

Especificamente sobre bancos, publicamos em nosso relatório de Set/Out de 2010 uma seção intitulada “Sobre

o Panamericano e o ato de fé ao se investir em bancos”, apenas dois dias após o anúncio do problema com o banco. Nesse texto, colocamos que “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”. E ainda, “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”.

Nos surpreendeu ler uma entrevista no Valor Econômico publicada em 24/11/2011 com o presidente do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), Antonio Carlos Bueno. Para o jornal, o entrevistado conta como funciona a dinâmica da atuação do FGC junto aos bancos, em tempos normais e no momento de crise de um banco, além do relacionamento do fundo com o Banco Central.

A franqueza de Bueno nos permite confirmar o limitado conhecimento que muitos controladores têm de suas empresas, como pode ser visto nos trechos abaixo:

“Valor: *O FGC entra no banco e faz uma análise mais ampla?*

Bueno: Sim, analisa se, com esse tipo de recapitalização, ele pode tocar seus negócios naturalmente e ter resultados para nos pagar também. Checamos se o banqueiro está dizendo toda a verdade. Ou até se ele sabe toda a verdade. Às vezes, não sabe. (...)

Valor: *Quando o Banco Central aciona o FGC e vice e versa?*

(...) Às vezes o controlador vem aqui e não conta que tem termo de compromisso com o BC. Em geral, ele conta 50% do que sabe e só sabe 50% do que existe. Quando fechamos uma operação, contratamos uma auditoria experiente e depois mostramos o resultado para controlador, que muitas vezes se assusta. Tem passivos contingentes e tributários que muitas vezes o controlador não sabe.”

A surpresa da entrevista advém exatamente do fato de uma pessoa presente na dinâmica do dia-a-dia contar a realidade dos bastidores.

No final do dia, sabemos que a vida real das empresas é complexa, o que faz com que a atividade de investimento não seja binária, por isso nossa posição normalmente é

⁽²⁾ MAUBOUSSIN, Michael J. *More than you know: Finding financial wisdom in unconventional places*, New York: Columbia University Press, 2006.

de cautela. Sabemos que é desagradável para nosso cliente ouvir essa realidade, sempre é muito mais fácil vender uma certeza inexistente. Entretanto, sofremos do problema de excesso de franqueza. O que fazemos é estudar bastante e acompanhar de perto as empresas e com isso esperamos ter menos surpresas, porém sabemos que elas acontecerão, são inevitáveis. Por isso,

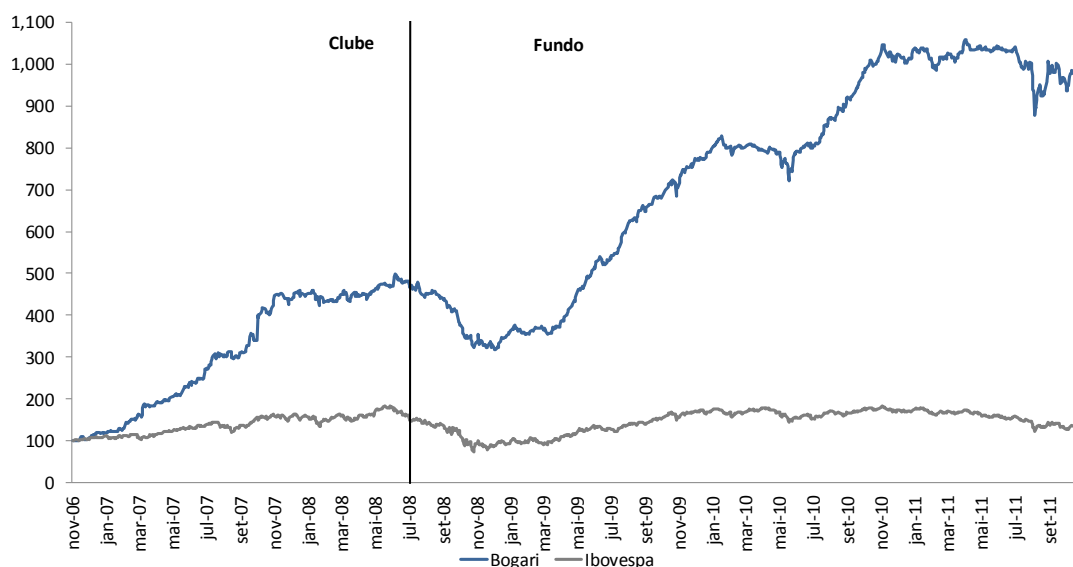
acreditamos que a decisão de limitar a concentração fará diferença no longo prazo, quando possivelmente evitaremos quedas maiores.

Obrigado pela confiança.

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%	-2,9%	-2,1%	-1,9%	4,2%			-2,7%
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%			-15,8%
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%	3,2%	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/2011)

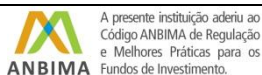


⁽¹⁾ Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

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\$ 10.000.000,00
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 (dias corridos).
Pagamento do resgate:	D+33 da solicitação (30 dias corridos + 3 dias úteis).
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". "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".