

BOGARI VALUE FIA

Carta – Novembro e Dezembro/2011

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

Em 2011 apresentamos uma rentabilidade de -0,5%, contra uma variação do Ibovespa de -18,1%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, acumulamos uma rentabilidade de +928%, comparada a +42% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.028.

Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
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.)
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

2011 foi um ano difícil, como acreditávamos que seria no seu início. A crise mundial voltou a se intensificar com a redução do crescimento dos países desenvolvidos e os efeitos dos seus altos níveis de endividamento. O impacto nas economias emergentes acabou sendo sentido principalmente através da redução, mesmo que temporária, dos preços das principais commodities.

O índice Ibovespa caiu 18,1% enquanto o Bogari Value praticamente manteve-se estável, caindo 0,5%. Em 2011, o fundo abriu uma diferença de 17,6 p.p. para o índice.

Em termos absolutos, não ficamos satisfeitos com o resultado. Entretanto, levando-se em consideração a intensidade da queda da bolsa e da existência de correlação entre as carteiras, achamos que o resultado foi bastante satisfatório. Apesar do ano difícil, conseguimos manter nosso objetivo de cair menos que o mercado. A título ilustrativo, observamos que para recuperarmos essa perda temos que subir apenas 0,5%, enquanto o índice terá que se valorizar 22,1%.

O ano de 2012 deverá ser emocionante, como janeiro mostrou. Além dos problemas desconhecidos, teremos novos atos da tentativa de solução dos problemas econômicos europeus, a confirmação ou não do crescimento americano e o possível desaquecimento chinês.

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 nosso investimento na Brasil Insurance. Posteriormente, comentaremos um pouco sobre o desenrolar das privatizações no Brasil.

Carteira

Ao longo do ano fomos alterando gradativamente a carteira do fundo à medida que novas oportunidades surgiram. Alguns investimentos maturaram e os preços de outros ativos ficaram mais atrativos. Olhando desde o início do ano, continuamos com posições no fundo em Itaú, Helbor, Tempo e Grendene. Ao longo do ano vendemos posições em Le Lis Blanc, Equatorial, Alpargatas e Eztec, entre outras. Aumentamos ou adquirimos participações em Redecard, Brasil Insurance e em outras empresas que não tivemos oportunidade de explorar em nossas cartas.

Continuamos acompanhando de perto nossas empresas, estando atentos para novas oportunidades. Os principais ativos da carteira continuam com bom potencial, apesar de acreditarmos que o mercado como um todo não está tão barato.

A grande notícia que afetou nossa carteira no início de 2012 foi o anúncio da proposta do Itaú de fechar o capital

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\$ 85,8 milhões e o atual de R\$ 107,9 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de -0,5%.

da Redecard. Como comentado em outra oportunidade, acreditávamos que esse evento era possível, entretanto o vimos apenas como uma opção sem muito valor.

Este anúncio, feito em um momento em que a ação se encontrava no patamar mais alto de muitos meses, indica que o Itaú acredita no potencial do negócio e que, possivelmente, a Redecard deve valer mais para o banco quando integrada ao resto de sua operação. Realmente nos parece fazer mais sentido que o banco tenha maior flexibilidade na sua política comercial com os lojistas, podendo oferecer facilidades e pacotes de produtos que poderiam beneficiar um ou outro lado da cadeia, sem ter o potencial conflito de fazer acordos com uma empresa de diferente estrutura societária.

O mercado parece acreditar em um possível aumento do preço de R\$35,00 por ação oferecido pelo Itaú. Achamos o preço oferecido baixo, tanto pelo negócio em si como pelo benefício fiscal da amortização do ágio da aquisição. Estamos aguardando para ver como a história se desenrolará para nos posicionarmos.

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 23% de caixa (ou equivalentes de caixa), convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 8 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.

Brasil Insurance

A Brasil Insurance é uma empresa de corretagem de seguros. Sua proposta é ser uma consolidadora deste mercado que no Brasil ainda é muito fragmentado. A empresa seguiu o modelo da Brasil Brokers, que também é uma consolidadora de corretagem, só que de imóveis. O principal sócio da Brasil Brokers também é o principal sócio da Brasil Insurance.

A qualidade do negócio de corretagem de seguros é melhor que o de imóveis. No primeiro temos uma receita de negócios estável e recorrente, não dependendo de lançamentos de um setor cíclico como o imobiliário. Essas características nos estimularam a estudar mais a companhia.

A Brasil Insurance foi criada pela junção de 27 corretoras de seguros dos mais diversos ramos de atuação espalhadas pelo país. Os sócios das corretoras se tornaram acionistas da empresa e ganharam ações de acordo com sua relevância. Além disso, uma parte das ações que seria destinada à compra destas corretoras (6%) foi reservada para ser distribuída dois anos depois de acordo com o desempenho individual, incentivando ainda mais a boa performance das corretoras. No total,

dentre contrato de *earn-out* e *non competition*, os sócios das corretoras adquiridas estão comprometidos com a companhia por prazos de 6 a 7 anos.

O modelo de negócio de uma corretora de seguros é simples e bom. É um negócio de relacionamento comercial, sua receita é recorrente e pulverizada, não requer investimentos relevantes, tem uma ótima rentabilidade, possui baixo risco associado aos sinistros de sua carteira e está em um setor que deve crescer bastante nos próximos anos. Por ser um negócio simples e requerer pouco capital, não existe uma barreira de entrada relevante no setor, e como consequência existem mais de 60 mil corretores habilitados no país. Apesar de esta alta pulverização parecer uma ameaça, gera uma grande oportunidade de consolidação do mercado.

A ideia por trás da consolidação é ter escala suficiente para poder negociar com as seguradoras e operadoras de planos de saúde. Por ter escala, é natural que a Brasil Insurance consiga um percentual de corretagem maior para cada apólice emitida, fazendo com que um seguro emitido por uma corretora debaixo de seu guarda-chuva valha mais do que fora.

Isto faz com que o processo de consolidação fique mais fácil, pois é possível fazer a aquisição de uma corretora por um preço que parece justo para a mesma em um contexto isolado. Só que este mesmo preço acaba sendo “barato” para a Brasil Insurance, que consegue extrair mais do mesmo ativo.

Gostamos também do comprometimento do *management* da companhia. Os principais executivos possuem volume de recursos relevantes de seus patrimônios em ações da empresa, possuem cultura de baixo custo e estão fazendo um bom trabalho de envolver e desenvolver novas lideranças dentre as corretoras adquiridas. Esse ponto será importante à medida que uma nova geração de executivos venha a assumir a gestão da companhia nos próximos anos.

O desafio de qualquer empresa que faz muitas aquisições, fora não pagar caro pelas mesmas, é conseguir integrar as adquiridas de forma rápida e sem grandes problemas, evitando que haja destruição de valor relevante. No caso da Brasil Insurance, a vantagem é que a operação é relativamente simples, não há sistemas e processos complexos a serem integrados. Desde seu início foi necessário integrar a gestão de caixa, contabilidade e gestão comercial, além de outras funções tradicionais de suporte. Todo o *fulfilment* e processo de cobrança do cliente são feitos pelas seguradoras. A empresa sofreu um pouco com algumas corretoras que não performaram conforme o planejado, entretanto, dado o modelo de negócios e o número grande de aquisições, era esperado que uma ou outra tivesse algum problema.

Além do crescimento orgânico, a companhia está focando no aumento do *cross-selling* entre as corretoras.

Como cada empresa do portfólio é especializada em um tipo de seguro (saúde, automóveis, vida etc) existe espaço para que consigam vender novos produtos para os clientes atuais, com quem já têm um bom relacionamento.

O espaço para novas aquisições ainda é grande, principalmente em corretoras menores que não interessam a outros *players* do mercado. Normalmente as aquisições são feitas com parte do pagamento à vista e parte em parcelas de acordo com a performance futura (*earn-out*). Cada uma destas parcelas é paga em dinheiro e em ações. É provável que a geração de caixa da própria empresa seja suficiente para cobrir o pagamento das parcelas em dinheiro. Isso faz com que mesmo as aquisições venham a demandar pouco caixa nos próximos anos.

Como a Brasil Insurance gera bastante caixa em suas operações, necessita de poucos investimentos para crescer organicamente e as aquisições acabam demandando pouco capital, acreditamos que a companhia tem potencial de pagar uma parte bastante elevada de seu lucro como dividendo. É possível que sua política de dividendos seja revista para um percentual maior do que 50% do lucro.

Existem alguns riscos que devem ser monitorados. O primeiro seria a substituição da figura do corretor como intermediário entre a seguradora e o segurado através da venda direta. Hoje em dia já existem algumas corretoras ligadas ao grupo econômico de alguns bancos de varejo que fazem parte de sua corretagem. Entretanto, tais vendas são feitas principalmente para aquelas oportunidades originadas em suas agências. Aachamos muito difícil e improvável que as principais seguradoras brasileiras tentem “bypassar” os corretores. Isso já foi tentado no passado sem sucesso, tanto pelo poder comercial do corretor como pelo seu papel na venda. Seguros são produtos específicos que requerem conhecimento do cliente e customização.

Outro risco é o crescimento do canal de internet, no qual o cliente escolheria seu seguro via uma corretora ou um agregador. Este movimento aconteceu mais fortemente em alguns países onde os seguros de automóveis são padronizados e obrigatórios. Acreditamos que o maior risco aqui seria uma grande destruição de valor de toda a cadeia devido a ofertas comerciais agressivas. Não achamos que este venha a ser o caso no Brasil, porém a companhia já está se antecipando a este possível movimento ao comprar uma das maiores corretoras focada em seguros via internet do país.

Em resumo, achamos o negócio simples, com um bom modelo, ótima rentabilidade, grande potencial de crescimento e bem tocado. Já os riscos, são monitoráveis e em certa medida gerenciáveis. Adicionalmente, o ativo é bastante atraente para *players* estratégicos que queiram entrar no Brasil. Assim, achamos provável que algum *player* estrangeiro venha tentar adquirir a companhia no futuro.

Nos últimos meses, aproveitamos uma queda mais forte das ações para montar uma posição adequada para o fundo. Acreditamos que será um bom investimento.

Sobre Privatização, Propostas Agressivas e a “Teoria do Grande Problema”

As privatizações no Brasil tiveram seu espaço no âmbito da reforma e institucionalização do país após sua redemocratização. Collor foi o responsável pelo início do processo em 1990, criando o Programa Nacional de Desestatização (PND). Quando Itamar deixou o governo em 1994, com o término do mandato original de Collor, tinham sido privatizadas empresas dos setores siderúrgico, petroquímico e fertilizantes, além da Embraer.

No governo FHC, as privatizações se intensificaram. Além dos benefícios tradicionais de melhor alocação de capital e maior produtividade do setor privado, o país não tinha capacidade de investimento e precisava dos recursos da venda das empresas para melhorar suas finanças. Com isso, novos setores foram incluídos: mineração, energia, serviços financeiros e telecomunicações.

O governo Lula, tendo usado a privatização contra a oposição em seu discurso eleitoral, foi mais tímido com o processo. Preferiu outra abordagem, vendendo, em sua maioria, direitos de exploração ao invés de empresas. O processo de privatização do PT foi desenvolvido pela própria Dilma quando da reforma do modelo de energia elétrica brasileiro.

Após o leilão de vários projetos de geração e transmissão com sucesso, o modelo foi estendido para projetos maiores e outros setores. À exceção de alguns bancos estaduais, os principais projetos de Lula foram as concessões de estradas federais e grandes aproveitamentos hídricos, como Jirau, Santo Antônio, Belo Monte e Teles Pires.

Para o PT existe uma vantagem em vender direitos ao invés de empresas. No primeiro caso, são criados empregos, já que as empresas que viriam a explorar tais ativos não existiam, no segundo caso provavelmente haveria ruído com sindicatos por causa de demissões.

Dilma, ao assumir a presidência, deu continuidade a seu modelo, agora com a privatização de alguns aeroportos. Mais uma vez, muito cuidado é tomado com o quadro de funcionários. Pelo que pudemos ver no edital de licitação dos aeroportos, os funcionários da Infraero podem optar por se transferirem para as novas concessionárias e terão garantia de emprego por 5 anos.

Além do aspecto de inexistência de demissões do modelo de privatização petista, o foco passou a ser a viabilização de infraestrutura para o país. Em um primeiro momento, deixou-se de lado o valor arrecadado pelo Estado, com a transferência desses benefícios para a

sociedade, com tarifas de pedágio e energia mais baratos. Já na concessão dos aeroportos, a ânsia arrecadatória do governo voltou com o argumento de financiamento da aviação regional, com o pagamento da concessão sendo feito ao longo do período da outorga.

Chegamos aqui então ao segundo ponto de discussão. Com a priorização do foco na construção de novas infraestruturas, houve postergação da saída de caixa dos projetos. Ao invés de o adquirente ter de pagar grandes valores à vista ou em poucas parcelas para assumir a empresa privatizada, o fluxo de desembolso ficou diluído ao longo das obras das concessões ou do período da outorga, no caso dos aeroportos. Mais ainda, quando FHC vendia empresas, a maior parte das dívidas dos leilões ficava fora do balanço das concessionárias, enquanto no caso dos novos projetos de infraestrutura essas dívidas ficam nos balanços das próprias concessionárias.

A diferença parece pequena, mas não é. Em caso de insucesso de uma empresa adquirida, a concessionária possivelmente sofrerá, mas quem perde mais é o controlador que pagou por aquela aquisição. Isto porque a legislação tributária brasileira limita muito a capacidade de o controlador subir caixa da controlada. Ademais, as agências reguladoras tendem a limitar o volume de dívida das concessionárias, para evitar que afete sua saúde financeira.

No caso de uma concessão com tarifas limitadas e grandes obrigações financeiras, o risco do projeto passa a ser diretamente da concessionária. O excesso de alavancagem aumenta as chances de afetar sua saúde financeira, podendo, teoricamente, interferir ou inviabilizar a prestação dos serviços para a população. Entretanto, temos aqui um aspecto temporal, pois em um primeiro momento o processo de venda parece um sucesso, enquanto os problemas apenas aparecerão no futuro, provavelmente alguns anos depois.

É claro que propostas muito agressivas para vencer as licitações apenas intensificam o problema. Se em condições normais uma licitação está preparada para dar uma rentabilidade de 8% a.a., por mais eficiente que o concessionário seja, nos parece improvável que a rentabilidade dos projetos seja atrativa se houver um desconto de 50% nas tarifas, no caso de pedágios, ou um ágio de 500% no caso de outorgas de aeroportos.

No caso das concessões rodoviárias, o que vem acontecendo é a postergação de vários investimentos para adequar o fluxo de caixa das concessionárias. A culpa não é da concessionária, o problema é que “a licença das obras não sai...”, afinal todos sabem como aprovações ambientais no Brasil são demoradas. É claro que essa “operação de contrato” pode ser legal, mas atrapalha o desenvolvimento do país. Seria possível dizer

que uma tarifa mais adequada ou realista teria resultados melhores para a sociedade.

A concessão dos aeroportos possivelmente não será diferente. Alguns consórcios que participaram do processo achavam que nas condições mínimas do edital, Viracopos, por exemplo, praticamente não gerava retorno. Ao incluir um ágio de 160% no valor da outorga nos parece que a situação fica sensivelmente pior.

Finalmente, abordaremos nosso terceiro tema, a “Teoria do Grande Problema”. Essa teoria é simples, ela propõe que se uma empresa tiver que “criar” um problema, que este seja muito grande, pois assim alguém terá que ajudar mais à frente. A Teoria do Grande Problema é da família do “*too big to fail*” no sistema financeiro. Então, se tiver um problema, que este seja grande, muito grande, assim as chances de se achar uma solução aumentam. Se o problema for pequeno pode ser que ninguém ajude.

Assim, com o apoio da ampla divulgação na mídia, o modelo do consórcio “vitorioso” passou a ser relativamente simples. Propostas muito agressivas, algumas vezes de grupos de menor expressão no mercado brasileiro, que possivelmente virão a forçar o governo a resolver mais a frente o “grande problema” criado. Agora, imagine se o ativo for estratégico para uma Copa do Mundo ou Olimpíada, melhora ainda mais o poder de barganha do vencedor da licitação.

Talvez seja possível identificar exemplos deste modelo em processos passados, como na mudança do projeto de construção da usina de Jirau, na construção do consórcio vencedor de Belo Monte, na privatização das estradas federais, no leilão do rodovial de São Paulo e nas concessões aeroportuárias.

Infelizmente, o que está faltando ao governo é ter personalidade suficiente para avaliar a razoabilidade das propostas e fazer o *enforcement* dos contratos. Por um lado, o governo tenta apresentar o sucesso inicial do processo, com grandes ágios pagos por investidores privados. Por outro lado, o mercado sabe que é bastante improvável que o projeto fique de pé naquelas condições. E no final das contas, ou os usuários acabam sofrendo pela falta de melhoria dos serviços ou o governo tem que atuar e arrumar um jeito para solucionar aquele “grande problema”.

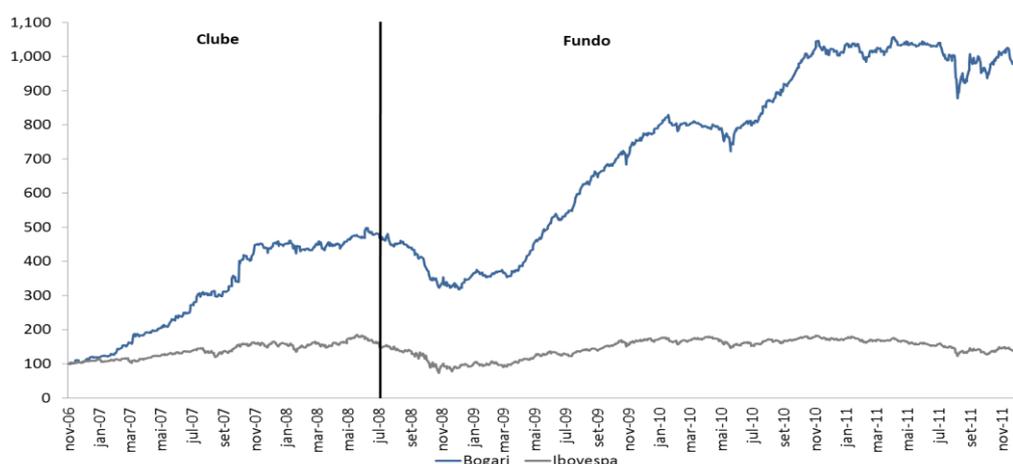
Essas questões fazem parte do processo de desenvolvimento do país. Possivelmente, um dia esses exageros serão evitados. Quanto aos processos já encaminhados, podemos apenas repetir o que um executivo de um grupo perdedor disse após o leilão dos aeroportos: “tomara que dê certo”.

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%	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%	3,2%	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 - Dez/2011)

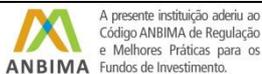


⁽¹⁾ Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

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 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".