

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 fevereiro apresentamos uma rentabilidade de +12,1%, contra uma variação do Ibovespa de +16,0%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, acumulamos uma rentabilidade de +1.053%, comparada a +65% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.153.

Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2012	12,1%	16,0%	-3,8
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	1.053,1%	64,8%	+988,3
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 início do ano foi marcado por uma recuperação acentuada das bolsas mundo afora, inclusive no Brasil. A percepção de risco em relação à Europa parecia ter diminuído e os EUA começaram a mostrar uma recuperação de sua economia, levando à busca por mais ativos de “risco” como ações.

De forma geral, não foi difícil obter bons retornos nos primeiros meses do ano, uma característica comum em períodos de altas generalizadas da bolsa. A dificuldade

estava em obter bons resultados com assimetria de risco, ou seja, com baixa probabilidade e intensidade de queda. Com o cenário internacional bastante conturbado, estamos sendo cautelosos na alocação dos recursos do fundo, pois acreditamos que não é improvável que apareça alguma oportunidade melhor 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, deva 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, excepcionalmente, pularemos os comentários sobre nossa carteira para concentrar na apresentação do julgamento da CVM sobre o direito de recesso e aluguel de ações. Entendemos que o tema, apesar de complexo, é relevante e interessante. Infelizmente sua longa extensão não nos permitiu manter o padrão de apresentação normal, entretanto voltaremos ao formato tradicional mais enxuto em nossa próxima carta.

O Recesso e o Aluguel de Ações – Uma Aula do Regulador

Comumente aparecem temas no mercado de capitais nacional que suscitam interessantes discussões. Nos últimos meses vimos desenrolar a reestruturação societária do Grupo Telemar e, como consequência, alguns temas foram amplamente discutidos entre gestores, advogados e reguladores.

Os controladores do Grupo Telemar, formado, antes da transação, por três companhias abertas negociadas (TNLP, TMAR e BRTO), propuseram uma simplificação societária que concentrou os acionistas de tais veículos em apenas um deles, a Oi S.A., nova denominação da Brasil Telecom S.A. (BRTO).

Considerando as operações societárias não realizadas nos últimos anos e o atrito histórico existente entre o mercado e a companhia, era de se esperar bastante discussão nessa nova tentativa de simplificação societária. Isso, como dito, ocorreu.

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\$ 94,0 milhões e o atual de R\$ 134,8 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de +13,9%.

Nosso objetivo aqui é apresentar a visão do regulador a respeito de um importante tema como o direito de recesso e sua relação com o aluguel de ações. Para facilitar o entendimento, decidimos reproduzir o voto da relatora Luciana Dias, Diretora da CVM, em um dos processos julgados a respeito do tema mencionado. Preferimos apresentar o posicionamento da CVM em apenas um dos processos para facilitar o entendimento do leitor. O assunto é complexo e denso, porém muito rico.

Após um breve preâmbulo factual, dividimos o voto da relatora em sub-partes para facilitar o entendimento, quais sejam: (I) a reclamação, (II) considerações iniciais, (III) o direito de recesso, (III.A) na Europa, (III.B) nos EUA, (III.C) sua função, (III.D) no Brasil, (III.E) aluguel e recesso, (III.F) e o impacto no mercado de aluguel, (IV) demais argumentos e (V) voto.

Como o texto ficou muito interessante, tivemos dificuldade em editá-lo, tendo que aceitar o fato de ter ficado mais longo que gostaríamos. Entretanto, achamos que vale a pena investir um pouco de tempo e atenção para aproveitar a aula de direito societário nele contido.

Particularmente, gostaríamos de chamar atenção para duas abordagens apresentadas: a primeira, colocada nas "Considerações Iniciais", em que a relatora defende a manutenção das regras vigentes como objetivo para a manutenção da coerência e segurança jurídica, e a segunda, com relação ao entendimento da necessidade de equilíbrio de interesses das partes, apresentada no item "Direito de Recesso".

Obrigado pela confiança.

Dos fatos:

- Foi anunciado em 24.5.2011 que os controladores indiretos do Grupo Telemar estariam conduzindo uma reorganização voltada à simplificação da estrutura societária deste grupo. Segundo tal comunicado, somente poderiam exercer o direito de recesso os titulares de (i) ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da TMAR, (ii) ações ordinárias e preferenciais da Coari (vamos desconsiderá-la, pois não possui qualquer ação negociada em mercado) e (iii) ações ordinárias da TNLP que mantivessem essa titularidade de forma ininterrupta desde o encerramento do pregão de 23.5.2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada.
- em 14.11.2011, a Telemar divulgou comunicado ao mercado informando que caso a titularidade das ações detidas em 23.05.2011 fosse transferida, o acionista não poderia mais exercer o direito de recesso;
- em 16.11.2011, a BM&FBovespa divulgou comunicado afirmando que seu regulamento de operações não continha disposições específicas sobre a elegibilidade para o exercício do direito de recesso, subscrevendo a manifestação da Telemar de que só poderiam exercer o

direito de recesso os acionistas titulares de ações detidas ininterruptamente até a assembleia geral.

Voto

I. A reclamação.

1. O presente processo tem origem na reclamação feita pelos Recorrentes no contexto da reorganização societária das companhias que compõem o Grupo Oi. Os Recorrentes [...] requerem que a CVM determine que o direito de recesso dos detentores de ações ordinárias e preferenciais classe A e B ("Ações") da Telemar seja atribuído aos acionistas com relação ao total de ações detidas no dia 23.5.2011 até o limite da quantidade de que forem titulares na data da assembleia geral extraordinária que deliberar sobre a reorganização societária, marcada para o dia 27.02.2012.
2. Em outras palavras, os Recorrentes desejam que a CVM declare que não é necessária a propriedade ininterrupta das Ações no período compreendido entre o anúncio do Fato Relevante, em 23.5.2011, e a assembleia geral extraordinária que acontecerá em 27.02.2012.

II. Considerações Iniciais

3. Antes de proferir meu voto, gostaria de deixar anotado que sou sempre a favor de discutir reformas que visem a aprimorar o regime jurídico aplicável ao mercado de capitais e às companhias abertas. E, certamente, eu teria inúmeras ressalvas ao modo que a Lei nº 6.404, de 1976, escolheu lidar com as decisões de grande magnitude que podem ser impostas aos minoritários pelos controladores.
4. Mas, o fato é que se existe um sistema estabelecido, ele deve ser respeitado, em especial pelo regulador. Não é papel do regulador, no intuito de consertar a Lei ou acomodar situações que lhe parecem desequilibradas, fazer remendos com interpretações não coesas com o resto do arcabouço jurídico, principalmente, quando estão em curso operações que podem ser afetadas por tais interpretações.
5. Esse tipo de conduta geraria uma enorme insegurança jurídica que é sempre indesejável, mas que no mercado de valores mobiliários pode ser ainda mais corrosiva. Reformas, quando necessárias, devem ser implementadas depois de amplo debate a respeito das soluções possíveis.
6. Assim, eu entendo que o regime de recesso que passo a descrever não é o ideal, mas acredito firmemente que é o estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976.

III. Direito de recesso.

7. O direito de recesso serve para lidar com decisões extremamente relevantes para a companhia que podem ser impostas pelo controlador aos acionistas minoritários. É, assim, uma estratégia de saída que permite aos acionistas insatisfeitos se retirarem da companhia quando não querem suportar as consequências econômicas ou políticas das decisões tomadas pelos controladores.
8. Não sem motivo, o direito de recesso é usado com muita cautela pelos legisladores. A primeira e mais

óbvia razão para tal parcimônia é o fato de que os custos gerados pelo exercício do direito de recesso são arcados pela companhia, uma vez que esta é responsável por recomprar as ações dos acionistas insatisfeitos.

9. Um efeito colateral dos custos gerados pelo direito de recesso é que tomar decisões impopulares fica mais caro para a companhia. De um lado, esse efeito protege os acionistas, como classe, das decisões que não parecem atraentes a todos. De outro, tal mecanismo pode prejudicar os acionistas se decisões que agregariam valor para companhia deixarem de ser feitas por conta dos custos gerados pelo recesso.
10. Assim, o sistema legal que suporta o recesso tem a difícil missão de equilibrar essa balança. De um lado, ele não pode ser tão atrativo que impeça ou encareça boas decisões. De outro, ele não pode ser tão insignificante que seja simplesmente tratado como custo das operações que tendem a ser impopulares entre os minoritários. Encontrar esse equilíbrio é uma tarefa muito difícil.
11. Por conta dessas feições, o direito de recesso foi se moldando, nas diversas jurisdições, de maneira bastante restrita. Muitas vezes, o direito de recesso foi simplesmente suprimido e substituído por outros remédios que conferem alguma legitimidade para essas decisões de ampla magnitude.

III.A. Direito de recesso na Europa

12. O direito comunitário europeu, por exemplo, não exige que os Estados Membros garantam o direito de recesso, embora a França e a Alemanha ofereçam essa proteção em situações bastante limitadas.
13. (...) a Inglaterra, em especial, e os europeus, em geral, apoiam-se com mais vigor em sistemas de aprovação especiais (como, por exemplo, aprovação pela maioria da minoria) ou conferem poderes para terceiros desinteressados que poderão ser responsabilizados em caso de conduta inapropriada.
14. Os sistemas de aprovação especiais parecem particularmente interessantes porque, ao contrário do que ocorre no recesso, os responsáveis pela decisão não têm qualquer incentivo para deixar de aprovar uma operação se ela agregar valor para a companhia e para a coletividade de acionistas. Se a operação é entendida como benéfica, ela tende a ser aprovada.
15. (...) o direito europeu, em geral, não confere aos acionistas direito de recesso em reorganizações societárias.

III.B. Direito de recesso nos Estados Unidos

16. Já a maior parte dos estados nos Estados Unidos garante o direito de recesso para acionistas dissidentes de decisões sobre reorganizações societárias. Embora haja regras peculiares em cada estado, em geral, as leis societárias conferem direito de recesso, a valor justo, para acionistas que rejeitam decisões sobre incorporações, fusões, consolidações, alienação de todos ou quase todos os ativos, e alterações de estatuto extremamente relevantes.
17. No entanto, 23 dos estados americanos, inclusive Delaware, estabelecem a exceção chamada "market out" que nega o direito de recesso quando as ações são listadas para negociação pública ou são detidas por um número tão grande de acionistas (em geral 2.000) que há a possibilidade de um mercado secundário de fato.

18. (...)

III.C. Função do Direito de recesso

19. A doutrina americana tem travado acalorado debate sobre o tema do recesso. O foco da discussão é, em geral, entender a função do direito de recesso e lhe atribuir algum significado. Embora haja várias correntes, em um aspecto esses autores parecem concordar: o direito de recesso é um instrumento de proteção de liquidez e não de valor.
20. O recesso funciona como um substituto para o mercado. Para esses autores, por mais imperfeito que seja o processo de formação de preços, em mercados líquidos, a tendência é que tal processo produza sistematicamente resultados mais corretos que a determinação de preços por terceiros, mesmo que sejam terceiros especializados.
21. Assim, na maior parte das vezes o mercado avaliaria um ativo a um preço bem perto do "preço justo", que é aquele garantido pelo recesso. Como os custos de se desfazer da posição em mercado são bem menores que exercer o recesso, o direito de retirada simplesmente não teria qualquer utilidade em papéis com liquidez.
22. Do exposto, conclui-se que, nem na Europa, nem nos Estados Unidos, o direito de recesso é um instrumento utilizado de maneira ampla no mercado de valores mobiliários. Quando existente, ele responde somente pelas exceções. Se o mercado ou os mecanismos de governança dão respostas melhores e menos custosas para a companhia, o recesso é excluído. Ele é obviamente importante para companhias fechadas ou com baixa liquidez, porque representa, muitas vezes, a única porta de saída dos minoritários. Mas, este não é o caso da Telemar e dos Recorrentes.
23. E faz sentido que seja assim. (...) Não só os acionistas remanescentes serão possivelmente prejudicados, mas também os credores da companhia e, em alguns casos, contrapartes comerciais, uma vez que os efeitos financeiros dos custos do recesso podem alterar a percepção do mercado sobre os riscos da companhia.
24. Desta forma, essa opção de usar com muita parcimônia o direito de recesso, dando preferência a soluções de mercado quando existentes, parece ser uma maneira razoável de equilibrar o interesse dos acionistas de não arcar com situações políticas e econômicas geradas por decisões com as quais não concordam; e, ao mesmo tempo, não onerar excessivamente a companhia ou criar custos para que boas decisões sejam tomadas.

III.D. O Direito de recesso no Brasil

25. O legislador brasileiro oscilou entre o regime europeu e o americano. Em algumas oportunidades adotou soluções de governança existentes na Europa, como no §1º do art. 136, que condiciona a criação ou a alteração de preferências e vantagens de ações preferenciais à aprovação ou ratificação por titulares de mais de metade da classe de ações preferenciais prejudicadas.
26. Mas, em relação às operações societárias o sistema da Lei nº 6.404, de 1976, é mais próximo do encontrado nos Estados Unidos.
27. Embora o legislador brasileiro tenha sido mais conservador que o americano, é impossível não ver certa semelhança e, talvez, inspiração, entre os critérios de exclusão do recesso nos Estados Unidos, a chamada "market out exception", e o regime

estabelecido pelo art. 137, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976.

28. Referido comando nega o direito de recesso aos acionistas dissidentes das deliberações tomadas por companhias abertas que aprovarem fusão ou sua incorporação em outra, quando tais acionistas sejam titulares de ações de classe ou espécie que tenham liquidez e dispersão. As alíneas do comando definem liquidez para efeito de aplicação daquele artigo referindo-se às ações que integram o índice. O requisito de dispersão é cumprido quando o acionista controlador detiver menos de metade das ações da classe ou espécie objeto do recesso.
29. O legislador brasileiro consagrou as soluções de mercado quando teve certeza de que elas existiriam. Constatada a liquidez e dispersão, de acordo com critérios bastante conservadores definidos em Lei, não se viu necessidade de garantir o direito de recesso. Assim, o recesso, no Brasil, é um remédio de exceção, como é em outros lugares, e não se justifica se os acionistas tiverem mecanismos de mercado para saírem de suas posições. Há imensa doutrina nacional confirmando o caráter excepcional do direito de recesso.
30. É, por isso, que não faz sentido dentro do sistema estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, assegurar o direito de recesso para quem encontrou uma solução de mercado para se desfazer de suas ações.
31. Se o mercado ofereceu instrumentos de liquidez suficientemente atrativos para certos acionistas que teriam direito de exercer o recesso e se eles se utilizaram desses instrumentos e, sem qualquer coerção, efetivamente alienaram suas ações, por valores que entenderam razoáveis, tais acionistas não precisam de um mecanismo de proteção de liquidez, como é o direito de recesso.
32. Desta forma, ainda que a lei não tenha expressamente mencionado a propriedade ininterrupta das ações desde a data do comunicado de fato relevante ou do edital de convocação da assembleia para deliberação que dá ensejo ao recesso, somente quando os acionistas não encontraram outros meios de dar liquidez às suas posições, o direito de recesso deve ser garantido.
33. O requisito de propriedade ininterrupta, embora não expresso, decorre da lógica do mecanismo de recesso e das exceções estabelecidas pelo art. 137, inciso II, da Lei 6.404, de 1976. Alienar as ações é praticar um ato contrário à expectativa de exercício do recesso, é deixar de ser acionista.

III.E. O aluguel de ações e o recesso

34. (...) os Recorrentes mencionam que alienaram Ações tanto via venda quanto via mútuo.
35. Não acredito que a natureza da alienação tem qualquer relevância aqui. Há razões jurídicas e de conveniência para tanto, que passo a explicar.
36. Primeiro, juridicamente é difícil ultrapassar o fato de o Código Civil, com muita clareza, ter estabelecido que o empréstimo de coisas fungíveis transfere a propriedade do bem objeto do negócio. Ainda que fosse juridicamente possível dar esse passo, acredito que a CVM e o mercado sempre interpretaram o empréstimo de ações como transferência de propriedade. E mudar essa interpretação agora seria inovar em meio a uma operação, o que é em vários aspectos inadequado.
37. (...)
38. Da mesma forma, o mercado sempre teve a interpretação de que o mútuo de ações transfere a

propriedade. Evidência disso é a existência de arranjos contratuais entre mutuante e mutuário para lidar com os efeitos de tais transferências.

39. O mutuante de ações (doador) deve estar ciente desses efeitos, no mínimo, porque negociou contratos para evitar alguns deles. Por exemplo, o contrato de empréstimo de ações padrão do BTC estipula que o mutuário (tomador) transfira os dividendos, juros sobre capital próprio e outros benefícios econômicos para o mutuante (doador), nas mesmas quantias e datas a que o doador faria jus se fosse titular do papel.
40. Além de juridicamente ser mais coerente entender que venda e empréstimo devem ser tratados da mesma forma para os efeitos do direito de recesso, porque, afinal, ambos transferem a propriedade do ativo subjacente, acredito que, do ponto de vista da adequação prática, é mais conveniente também.
41. Considerar que, para os efeitos do exercício do direito de recesso, o empréstimo de ações não transfere a propriedade gera, pelo menos, duas consequências. Primeiro, a base de pessoas que potencialmente podem exercer o recesso aumenta substancialmente, já que todos os acionistas efetivos e todos os mutuantes seriam titulares de tal direito, desde que recuperassem suas ações até a data da assembleia que deliberará sobre a matéria objeto do recesso.
42. Porque a base de potenciais titulares do direito é maior que a base de ações em circulação, caso o preço de exercício do direito de recesso seja atrativo, haverá um aumento de demanda por essas ações, pois todos que potencialmente podem exercer o direito de recesso e não têm as ações na carteira vão a mercado buscá-las. (...)
43. A CVM tem razões para temer interpretações que deem margem a esse tipo de movimento. Até 1997, quando o art. 137, § 1º, dispunha que os titulares do direito de recesso seriam aqueles que detivessem a ação na data da assembleia geral que deliberasse sobre a matéria objeto do recesso e que nela tivessem votado contra tal deliberação ou não tivessem comparecido, era possível saber sobre o recesso antes que o momento aquisitivo do direito ocorresse.
44. Em momentos de preços deprimidos era bastante comum que o valor do recesso fosse superior ao valor de mercado das ações. Na expectativa do exercício do direito de recesso mais vantajoso que o valor de mercado, sempre que uma companhia anunciava evento que podia dar ensejo ao exercício do direito de recesso a demanda por suas ações aumentava. Agentes de mercado que nunca haviam sido acionistas da companhia compravam tais ações simplesmente porque o exercício do recesso era atraente. O resultado é que, até 1997, toda vez que havia uma situação de direito de recesso, cujo valor de exercício superava o de mercado, ele era exercido até o seu limite, muitas vezes, em detrimento da higidez financeira da companhia, por agentes que definitivamente não precisavam de tal proteção. A doutrina se refere a esse fenômeno como a "indústria do recesso".
45. O legislador de 1997 corrigiu a redação do art. 137, § 1º, determinando que somente os titulares de ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, possam exercer o recesso. O comando, assim, fez uma clara opção de proteger aqueles que foram surpreendidos com o anúncio de deliberação de grande magnitude e que pode lhes ser imposta pelos controladores.
46. Dessa forma, acredito que a CVM não deve permitir interpretações das regras de recesso que possam gerar uma demanda artificial por esses papéis decorrente simplesmente da possibilidade do exercício do direito

de recesso. Não é esse o propósito do remédio oferecido pela Lei nº 6.404, de 1976.

III.F. O exercício do Direito de recesso e o impacto no mercado de aluguel de ações

47. (...) outros acionistas da Telemar, em situação semelhante, demonstram preocupação sobre como uma decisão como esta afetaria o mercado de empréstimos de ações que tem se desenvolvido com vigor no Brasil. Esses outros reclamantes argumentam que impedir que o doador seja titular de direito de recesso prejudicaria demasiadamente esse mercado.
48. Acredito que esse argumento seja exagerado. Primeiro porque há outros eventos societários, como a distribuição de dividendos, benefícios econômicos, exercício do direito de voto para os quais as partes encontraram soluções contratuais. É sempre possível encontrar arranjos contratuais que cuidem dessas situações.
49. Segundo, porque eventos que gerem direito de recesso são a exceção na vida de uma companhia. Parece pouco provável que investidores mudem seu padrão de negociação à espera de um evento de recesso. Diante dos arranjos contratuais adequados, a tendência é que quem emprestava ações continue emprestando.
50. Também considero que a situação sob análise é bastante rara. Via de regra, o mercado de empréstimo de uma ação é tão mais robusto quanto maior for a liquidez deste ativo. Ações pouco líquidas tendem a não ser objeto de empréstimo. Se as ações mais líquidas, nos termos em que determina a Lei, são excluídas do recesso, poucos serão os ativos que farão jus a recesso e terão um mercado de empréstimo ativo ao mesmo tempo.
51. Finalmente, acredito que valha a pena ressaltar que no caso em análise, a Telemar esclareceu no fato relevante de 24.5.2011 que somente teriam direito ao exercício do direito de recesso aqueles acionistas que detivessem as ações ininterruptamente(...).
52. Obviamente o fato relevante não é constitutivo de direito e essa decisão não seria diferente se dele não previsse expressamente a necessidade de propriedade ininterrupta, mas demonstra que essa era a interpretação da companhia a respeito das alienações das ações posteriores a 23.5.2011. (...)

IV. Demais argumentos dos Recorrentes

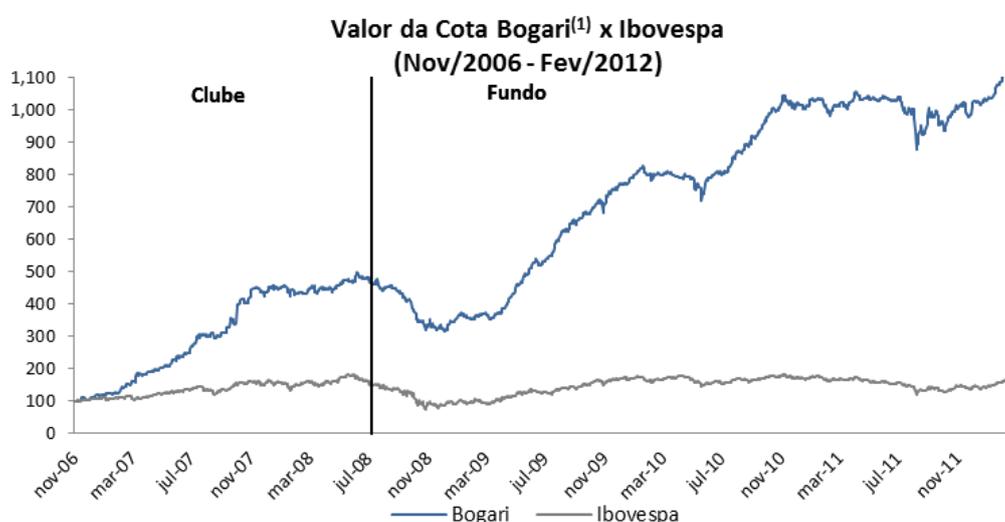
64. Também não estou convencida do argumento dos Recorrentes de que a exigência da titularidade ininterrupta das ações representaria óbice à livre circulação das mesmas, princípio basilar do direito das sociedades anônimas.
65. A exigência de titularidade ininterrupta não contraria o princípio da livre circulação das ações. Se as ações gozam de liquidez no mercado, trata-se de opção do titular aliená-las ou mantê-las. Caso, nesse mercado líquido, o titular aliene suas ações, transferindo sua titularidade, seja via compra e venda, seja via empréstimo de ações, o acionista gozou da livre circulação das ações e não precisará gozar de seu direito essencial ao recesso. Caso, no entanto, o acionista veja-se tolhido de alienar seus papéis, em razão da baixa ou nenhuma liquidez das ações em mercado, socorre-o o direito de recesso.
66. Em outras palavras, não há nada que impeça os acionistas de venderem suas ações se assim desejarem. (...)
69. Os Recorrentes argumentam ainda que a exigência de titularidade ininterrupta para exercício do direito de recesso não teria fundamentação legal, uma vez que a lei não foi expressa ao estabelecê-la. (...)
70. Concordo com os Recorrentes que tal exigência não se encontra expressamente prevista. Todavia, a exigência de titularidade ininterrupta decorre do sistema estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, e é coerente com os objetivos almejados pelo legislador de 1997, conforme explorado na seção anterior deste voto. (...)

V. O Voto

72. Por todo o exposto, voto pelo indeferimento do recurso interposto e pela consequente manutenção do entendimento da área técnica no sentido da regularidade da exigência de titularidade ininterrupta das ações entre a divulgação do Fato Relevante de 24.05.2011 e a realização da assembleia prevista para 27.02.2012.

Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2012	Bogari	5,9%	5,9%											12,1%
	Ibov	11,1%	4,3%											16,0%
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%



⁽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\$ 10 milhões	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".

 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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