

CARTA AOS SÓCIOS - NÚMERO I - 1º SEMESTRE DE 2008

Introdução

O primeiro semestre de 2008, foi pautado pela alta volatilidade, com uma correção significativa em alguns ativos. Essa reprecificação ficou parcialmente escondida atrás da alta concentração do Índice Bovespa em algumas grandes empresas que tiveram uma performance relativa superior. Em alguns setores específicos, principalmente em empresas de pequeno e médio porte, a disparidade de performance em relação aos índices foram extremas.

Movimentos drásticos de mercado seguem invariavelmente um comportamento maniaco-depressivo. Na fase de euforia existe uma alta indiscriminada tanto de empresas sólidas e com prospectos promissores, quanto de empresas sem qualquer substância econômica (muitas vezes inoperantes há anos). Nos momentos depressivos, invariavelmente, empresas boas sofrem junto com as dúvidas. O fundamental é que apesar desse comportamento ciclotímico, a precificação das empresas tende a se encontrar com seu valor justo a longo prazo. As injustiças de curto prazo, com empresas duvidosas sendo catapultadas ao estrelato, eventualmente cede espaço a precificação mais justa do longo prazo. O processo de convergência entre preço de mercado (o que se paga por uma empresa) e valor justo (o que ela realmente vale) foi chamado por Ben Graham, pai do *value investing*, de 'um dos mistérios da profissão'. Ninguém sabe exatamente quando e como ele vai ocorrer, mas a experiência ao longo de décadas mostra que eventualmente preço e valor se encontram.

Esse vai e vem de temperamento às vezes eufórico às vezes depressivo tem seus riscos. Um dos grandes perigos de um período prolongado de prosperidade abundante é a tendência dos investidores confundirem tal fator externo com a capacidade intrínseca de uma determinada empresa gerar lucros sustentáveis em um ambiente mais inóspito. Em tempos econômicos favoráveis empresas medianas, ainda mais quando operando alavancadas, parecem ter entrado em uma nova era de seus negócios, onde as dificuldades do passado cedem lugar à esperança de um futuro promissor. Prestamos muita atenção na vantagem competitiva sustentável das empresas, tentando evitar cair na armadilha das empresas que apenas surfam na maré favorável da economia.

É difícil tornar palatável uma carta onde não discutimos posições específicas da carteira. Com um teor pessimista ela fica ainda menos atraente, então vamos mudar de humor: A boa notícia é que de um mercado com poucas oportunidades para um investimento prudente e racional, passamos à um mercado promissor com excelentes oportunidades específicas.

Uma das ironias do mundo dos investimentos é que a fome

insaciável de especular quando o mercado está 'na moda' e consequentemente sobrevalorizado, se transforma em uma irracional perda de apetite pra investir precisamente quando boas oportunidades aparecem nos períodos mais turbulentos. Estamos com o garfo na mão, preparados para o banquete.

Performance (Início do Clube: 04 de Abril)

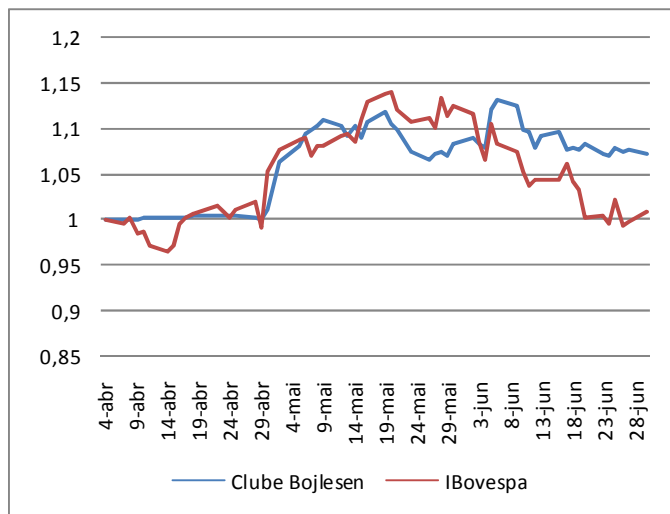
Clube de Investimento Bojlesen: 7,25%* Ibovespa: 0,97%

* retorno referente ao período de 04/04/2008 até 30/06/2008, após todas as despesas e taxa de administração

Os resultados acima foram negativamente impactados pela demora na transferência da custódia das ações que integralizaram o capital inicial do clube, por parte da corretora usada pelos cotistas. Essa demora teve alguns efeitos:

- No período de 7 de Abril até o 24 não havia ações na carteira, existindo apenas o saldo correspondente a um pouco menos de 8% do patrimônio inicial do clube aplicado em um fundo de renda fixa de curtíssimo prazo.
- Houve um certo impacto negativo na medida que as ações que deveriam ser aportadas se valorizaram fora da carteira do clube.

Mencionamos o fato meramente para os curiosos, que notarão a linha azul 'estacionada' nos primeiros dias no gráfico de evolução da cota abaixo. No entanto é extremamente importante frisar que performance de curto prazo (nesse caso curtíssimo prazo) é totalmente irrelevante, tanto que se nota claramente que em



vários pontos arbitrários desse curto período, chegamos a estar atrás do IBovespa. É perfeitamente possível termos períodos de performance negativos nos próximos meses.

Estratégia e Observações

Nossos investimentos estão atualmente concentrados em empresas de menor porte, pouco acompanhadas pelo mercado e com liquidez reduzida. Não temos quaisquer limites pré estabelecidos em termos de tamanho de empresas, liquidez mínima, ou setores em que vamos investir. Procuramos apenas distorções entre preço e valor justo em setores que julgamos entender. No momento atual, em nossa opinião, empresas menores e de menor liquidez estão desproporcionalmente penalizadas, estando relativamente mais atrativas do que empresas mais conhecidas.

A baixa liquidez e o pouco acompanhamento dessas empresas, torna o processo de convergência de preço de mercado e valor justo um tanto quanto peculiar. Não existe um catalisador específico, i.e. um acontecimento previsível que resulte na valorização das mesmas. Nessas empresas o plano de ação é ser paciente até que eventualmente o mercado reconheça as vantagens competitivas dessas empresas, resultando na apreciação de seus respectivos valores no mercado. É importante que nossos cotistas, entendam que pode se passar muito tempo até que isso ocorra. No entanto esse tempo não será perdido. A grande vantagem de investir em empresas sólidas e em franca expansão, é que o valor do negócio continua aumentando, apesar das altas e baixas das bolsas.

Temos uma posição considerável em uma 'empresa' que segue o script básico das boas oportunidades do mercado atual: uma empresa que teve seu IPO recente, pouco acompanhada, e muito mal compreendida pelo mercado. Ela não só foi 'agrupada' junto com outras empresas do setor, mas penalizada por ter uma filosofia e um 'modus operandi' distinto do mercado (justamente o que mais nos agrada nela). Apesar de um fundo conceituado ter começado à comprar uma posição substancial ao longo desse ano, esperamos ainda ter a oportunidade de ampliar a posição tão logo o patrimônio do clube comece a crescer. É uma posição que possivelmente manteremos por muito tempo, e que por isso não podemos comentar mais à respeito nesse momento.

A maior preocupação atual têm sido um tanto quanto atípica: acompanhar o mercado com uma frequência maior do que geralmente fazemos. À medida que a alta volatilidade atual apresenta novas oportunidades diárias, monitoramos pra verificar se novas distorções do mercado apresentam oportunidades ainda maiores do que as empresas que temos em carteira. .

Considerações Finais

Para encerrar (e para os corajosos que chegaram até aqui nessa carta) lembramos que continuamos sempre avessos ao risco. O período atual mostrou, ainda que parcialmente, os riscos implícitos em abandonar um padrão racional de investimentos para embarcar em uma falsa perspectiva de lucros fáceis.

Nosso foco continua sendo em proporcionar retornos satisfatórios sem perda permanente de capital para nossos clientes. Eventos recentes em inúmeras empresas, tanto no Brasil quanto no exterior, tornam mais fácil demonstrarmos a importância de investimentos prudentes. Alguns dos excessos dos últimos anos, em empresas específicas não necessariamente no agregado, levarão anos para serem revertidos, e em outros casos perdas permanentes terão que ser reconhecidas por investidores.

É certo que no futuro existirão novos momentos onde existirá a percepção que existem ganhos fáceis a serem auferidos, para aqueles que 'flexibilizarem' e se distanciarem da lógica e da prudência. Jamais abandonaremos um método provado e consistente à longo prazo para embarcar em modismos e práticas duvidosas de investimento.

Atenciosamente,

Christian Bojlesen

Comentários, sugestões, correções favor enviar para gestor@bojlesen.com.br

**Bojlesen
Capital**

CLUBE DE INVESTIMENTO BOJLESEN
WWW.BOJLESEN.COM.BR
CNPJ 09.344.889/0001-07

Rua Dr Jesuino Maceil, 97
Campo Belo
São Paulo, SP 04615-001
gestor@bojlesen.com.br

Para maiores informações entre em contato ou acesse www.bojlesen.com.br