



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

## **CARTA QUADRIMESTRAL**

Abril 2010

*Terceira Carta*

## ÍNDICE

|   |          |
|---|----------|
| <b>ANÁLISE TEMÁTICA</b> .....                         | <b>3</b> |
| <b>I. PURISMO</b> .....                               | <b>3</b> |
| <b>II. AVANÇOS NA REGULAMENTAÇÃO DE MERCADO</b> ..... | <b>5</b> |
| <br>  |          |
| <b>RISCO-RETORNO DA CARTEIRA</b> .....                | <b>7</b> |
| <b>I. JB FOCUS FIC FIA</b> .....                      | <b>7</b> |
| <b>II. TRACTEBEL</b> .....                            | <b>8</b> |
| <b>III. FRASES</b> .....                              | <b>9</b> |

1ª SEÇÃO

ANÁLISE TEMÁTICA

I. PURISMO

Nas reuniões de gestão da JBI, ao analisar um novo investimento, após discutir os fundamentos da companhia, sua cultura empresarial e estrutura de governança, concluímos com os questionamentos de sempre: o modelo de negócios da empresa é sólido? Confiamos na sua administração e nos nossos futuros sócios? Queremos ser sócios dessa empresa pelos próximos 10 anos?

A filosofia de *value investing* implica, naturalmente, numa expectativa de investimento por prazo mais longo. Dedicamos muito tempo e cuidado à análise dos fundamentos do negócio e à leitura dos incentivos de acionistas majoritários e administradores. Alcançada a convicção de que identificamos valor numa empresa, não a substituiremos por outra na qual o valor do negócio não nos pareça tão claro.

Isso se traduz na tendência de estabilidade das principais posições da nossa carteira. Na tabela abaixo, com exceção do primeiro ano, fase de montagem da carteira, vemos o quão baixo é a variação (*turnover*) das 10 primeiras posições. Lembrando que na média investimos em 15 empresas.

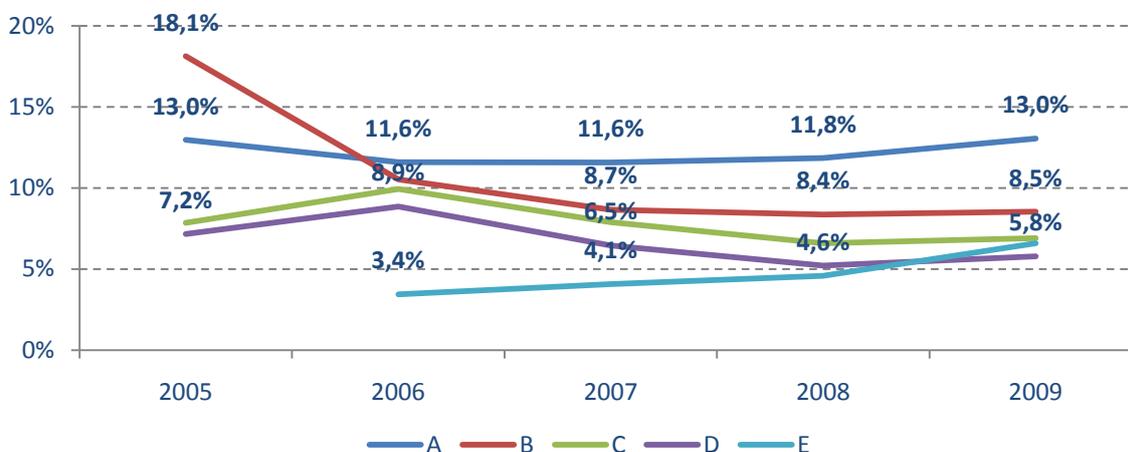
Tabela 1: Dados das 10 primeiras posições do JB Focus FIA 2005-09

|          | Dez-05 | Dez-06 | Dez-07 | Dez-08 | Dez-09 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Soma     | 78%    | 70%    | 69%    | 69%    | 73%    |
| Turnover |        | 50%    | 10%    | 10%    | 20%    |

Fonte: JBI

Das 10 primeiras posições, 8 estão na carteira desde 2006 e a estabilidade de 5 dessas posições pode ser vista abaixo.

Gráfico 1: 5 empresas desde o início da carteira



Fonte: JBI

Nossa equipe procura a melhor combinação de 4 fatores: (i) bons negócios; (ii) administradores competentes; (iii) alinhamento de interesses; (iv) preço atrativo em relação ao valor real do negócio. Evidentemente, ter os quatro fatores juntos é raro. Em geral, ocorre durante crises severas como a do segundo semestre de 2008.

Uma conclusão menos evidente é a de que para um investidor que segue a filosofia de *value investing*, os três primeiros fatores são condições mais essenciais para o sucesso de um investimento que o quarto fator. Não estamos dizendo que o custo de aquisição não importa, mas sim, que o valor de um ativo é de difícil apuração. Avaliar uma empresa está longe de ser uma ciência exata. Gestores experientes não se deixam levar pela falsa sensação de segurança de acertar a geração de caixa do próximo ano. Sabem que o importante é concluir se os ganhos da companhia se manterão, crescerão pouco, muito ou extraordinariamente nos próximos 5 a 10 anos. A direção e a ordem de grandeza são mais relevantes, e o valor é apenas uma estimativa. Muitas variáveis de alguns negócios não cabem no modelo de fluxo de caixa descontado. Principalmente no caso de negócios bem administrados.

Já vimos inúmeras situações em que uma “barganha” se tornou um pesadelo pela falha em avaliar corretamente um ou mais dos três primeiros fatores. O risco de comprar algo muito descontado e errar na análise desses itens nos parece maior que o risco de supostamente pagar caro por um bom ativo, bem administrado e com interesses alinhados. O bom ativo, surpreende, criando valor não incluído no modelo de avaliação e potencialmente compensando o preço menos atrativo de aquisição.

Se os resultados obtidos pelas empresas nos indicam que acertamos na análise da qualidade do negócio, de sua administração e do alinhamento de interesses, ficamos investidos nesses ativos por muito tempo, pois o que tem valor sempre embute excelente equação risco x retorno.

Buffett (sempre ele!) diz que em se tratando de investimentos no mercado acionário a inatividade é um comportamento inteligente. Aliás, o conceito de “*permanent holding*” é uma marca registrada de sua filosofia. Isto é, alguns ativos são tão bons que ele diz não vender nunca. E de fato, várias posições importantes de sua empresa de investimento estão lá desde que ele começou há mais de 30 anos atrás.

Buffett afirma que sua filosofia é 85% Benjamin Graham e 15% Phillip Fischer. No entanto, nos parece justamente o contrário, já que a análise de Graham era mais quantitativa e a de Fischer qualitativa. Assim como a de Buffett.

E era Fischer que defendia que se a análise dos pontos cruciais foi bem feita, o momento certo de vender é.....quase nunca. Ele dizia que as únicas razões para vender são: (i) erro na análise; (ii) mudanças estruturais na qualidade do negócio ao longo do tempo; (iii) identificação de um ativo relativamente melhor. Sendo que esta última razão, na opinião de Fischer, raramente se prova verdadeira.

Como se pode detectar pela análise dos dados da carteira que mostramos acima, nossa filosofia de investimentos contém ingredientes de Fischer. Agregando-se ao que mencionamos na última carta sobre nossa fidelidade ao conceito de margem de segurança de Graham, temos como resultante o que se pode chamar de certo purismo na adoção da filosofia de *value investing*.

Esse purismo tem apelo para um número seletivo de investidores. Mesmo após a crise de 2008 em que supostamente teria ficado evidente o perigo de se focar em retornos e negligenciar seus riscos, observamos a contínua obsessão do público investidor em *performance* e a insistência em ignorar riscos embutidos nas *performances* passadas. Ainda que os resultados sejam um dado útil para avaliar o sucesso, as decisões não deveriam ser julgadas exclusivamente pelos seus resultados, mas também pela qualidade do processo de decisão.

Em 20 anos analisando empresas, sabemos que não acertamos só porque uma ação subiu ou erramos porque caiu. Acertamos se os retornos advindos da boa qualidade de um ativo bem administrado fluíram para os acionistas de forma equitativa. Erramos se os fundamentos do negócio eram frágeis, se lemos erroneamente a capacidade e ética da administração ou o alinhamento de interesses entre os *stakeholders*.

Nosso maior desafio é passar o mérito desse purismo em *value investing* para nossos investidores e conquistar parceiros que de fato valorizem nossa mentalidade de que é mais importante focar no risco de perda do que no potencial de ganho. Contar com investidores que compreendam totalmente nossa filosofia e tenham orientação de longo prazo é crucial para o sucesso do fundo. Nesse sentido, é preciso dizer que ficamos muito honrados com a confiança que nossos investidores vêm demonstrando desde o início do fundo em 2005. A maior parte de nossos quotistas mantém suas aplicações inalteradas. Temos histórico de captações líquidas anuais e tivemos enorme satisfação ao registrar o maior fluxo de subscrição do fundo no terceiro trimestre de 2008 no auge da crise. Nossa missão é continuar retribuindo essa confiança cumprindo nossos deveres fiduciários como gestores de recursos buscando altos retornos de longo prazo ajustados ao risco incorrido.

## II. AVANÇOS NA REGULAMENTAÇÃO DE MERCADO

Nesse primeiro semestre veremos os efeitos iniciais de duas importantes instruções emitidas pela CVM: a 480 e a 481.

A instrução 480 é um enorme avanço no campo da transparência das empresas abertas. O novo Formulário de Referência requer informações muito mais detalhadas das empresas. Dentre as quais destacamos:

- A abertura da remuneração da administração separada por seus componentes fixos e variáveis. Infelizmente a oposição a essa medida tem sido tão forte que algumas companhias conseguiram liminares contra essa exigência da CVM e permanecem com seus números fechados ao público. Tudo indica que esse será mais um processo longo de quebra de paradigma cultural no meio empresarial. Até Março, das 214 empresas que divulgaram resultados de 2009, apenas 40 declaram os valores de remuneração exigidos. E das 40, apenas 21 seguiram o padrão estabelecido pela CVM.
- Descrição de processos legais envolvendo a companhia e seus administradores
- Discussão sobre a eficiência dos controles internos das demonstrações financeiras
- Especificação do uso de recursos de ofertas públicas explicando eventuais diferenças entre a proposta e o uso efetivo.
- Listagem de ativos e passivos “*off-balance sheet*”
- Descrição dos métodos de avaliação do Conselho, dos comitês e da diretoria
- Abertura de condenações criminais e administrativas (na esfera da CVM)

- Sessão de comentários da administração sobre a evolução anual de cada linha do balanço e das demonstrações de resultados nos moldes do relatório MD&A americano (*management discussion & analysis*).

Outro avanço da Instrução 480 é a inédita definição do que a CVM considera uma companhia estrangeira, pois fica estabelecido que somente estas podem emitir BDRs. A medida deve pôr fim à prática de empresas que atuam no Brasil, mas optaram por ter domicílio oficial em países estrangeiros, ficando assim fora da supervisão da CVM. A autarquia não aceitará registrar BDRs de companhias que tenham sua sede no Brasil ou que tenha pelo menos 50% dos ativos localizados no Brasil. Em tempo: em seu filtro de governança, a JBI elimina companhias que negociem via BDRs, exatamente pela insegurança adicional de não estar sob a regulação da CVM.

A Instrução 481 deve representar grande avanço no processo de assembleias gerais das companhias. A norma exige maior transparência nas informações essenciais para instruir o voto bem como promove o ativismo dos acionistas através da regulamentação do pedido público de procurações e ao incentivo ao voto por meio eletrônico.

Dentre as informações que deverão estar obrigatoriamente disponíveis na data de convocação, destacamos:

- Currículo e experiência detalhada dos candidatos ao Conselho de Administração
- Origem e justificativas econômicas e jurídicas para mudanças propostas no Estatuto Social
- Proposta de remuneração da administração com os detalhes exigidos pela Instrução 480
- Detalhamento de propostas de planos de opções indicando, por exemplo, os beneficiários do plano, fundamentos e justificativas para a fixação do preço de exercício.

A adaptação das companhias ao novo nível de transparência não será fácil. Até meados de abril, 368 companhias enviaram proposta da administração para a assembleia, mas a CVM estima que em 87% dos casos houve algum erro ou omissão no preenchimento desses documentos.

A segunda parte da instrução dispõe sobre pedidos públicos de procuração regulamentando a forma como se deve requisitá-las e quais informações devem estar disponíveis aos acionistas que desejam pedir procurações. Historicamente, os acionistas minoritários enfrentam enormes dificuldades em obter a lista de acionistas. A instrução deixa claro que a companhia não pode demandar formalidades burocráticas e nem cobrar pelo envio da lista.

Não temos conhecimento de que tenham sido efetuados pedidos públicos de procuração nessa temporada de assembleias anuais ocorridas em março e abril. No entanto, com o crescente número de companhias de capital pulverizado em nosso mercado, certamente a instrução terá bom uso no futuro.

## 2ª SEÇÃO

## RISCO-RETORNO DA CARTEIRA

## I. JB FOCUS FIC FIA

O desempenho do fundo desde seu início em 16 de Setembro de 2005 foi de 150.4% ou 22% a.a.

Tabela 2: Relação Risco e Retorno

|                     | Focus FIA | Ibovespa | IGC   |
|---------------------|-----------|----------|-------|
| Retorno Anual       | 22,0%     | 19,5%    | 18,4% |
| Desvio Padrão Anual | 22,1%     | 32,3%    | 31,4% |

Fonte: Econômica e BNY Mellon.

Nesse primeiro quadrimestre do ano, o fundo alcançou um resultado positivo de 2.1% comparado a 0.1% do IGC e a uma queda de 1.5% do Ibovespa. Reiteramos que, em função da forte característica de preservação de capital de nossa gestão, este tende a ser o comportamento típico do desempenho de nossa carteira.

No quadro abaixo, vemos as principais contribuições positivas e negativas neste período de janeiro a abril:

Tabela 3: Contribuições Focus FIC de FIA (jan-abr 2010)

|              | Positivas |                   | Negativas |
|--------------|-----------|-------------------|-----------|
| Marcopolo PN | 1,33%     | Net PN            | -0,99%    |
| Vale PNA     | 0,99%     | Pão de Açúcar PNA | -0,50%    |
| Saraiva PN   | 0,97%     | AES Tietê PN      | -0,29%    |

Fonte: JBI.

Marcopolo (+ 23.9% em 2010) é uma espécie de “caso de investimento-modelo” da filosofia de gestão da JBI. A empresa demonstra valiosa capacidade de adaptação a cenários adversos. Já no episódio de valorização do Real, iniciada em 2005, testemunhamos a habilidade da gestão ao buscar fornecedores locais para suas *joint-ventures* no exterior, proporcionando uma redução nas exportações a margens deterioradas. Estratégia acertada que permitiu manter o retorno sobre o patrimônio na casa de 20% nesses últimos cinco anos. Aliás, merece destaque também a capacidade da empresa de gerar retornos sobre o patrimônio acima de 15% em 15 dos últimos 21 anos.

Novamente em 2009 constatamos a habilidade da companhia ao enfrentar forte desaceleração das vendas no primeiro semestre em função da crise de crédito. O mercado interno só apresentou recuperação a partir de setembro. Mesmo num ano adverso em que as vendas caíram quase 20%, Marcopolo foi capaz de manter sua geração de caixa medida pelo EBITDA praticamente inalterada em relação a 2008. Um resultado excelente dada às condições de contorno.

Net PN vem sofrendo com menor adesão de assinantes no 4T09 e no 1T10 que o esperado pelo mercado. Os números relativamente mais fracos advêm de um ajuste no canal de vendas, mas já em março as adições voltaram ao ritmo observado em 2009. Continuamos confiantes no racional

do investimento de que a companhia será a maior beneficiada no crescimento do mercado de banda larga no país.

Este foi um mês atípico para o fundo com maior número de movimentações que o usual. Trocamos a posição de AES Tietê PN por ON, por acreditamos que aumenta a cada dia a possibilidade de reestruturação societária no grupo AES. Assim, optamos por maior proteção societária em troca de liquidez e dividendos menores.

Outro movimento importante foi nossa decisão de participar no IPO de Mills Engenharia. Nossa equipe já possuía grande proximidade com a empresa e conhecia muito bem a natureza do negócio e a qualidade de sua administração. Mills proporciona a combinação dos quatro fatores que mencionamos na primeira parte dessa carta: bom negócio, bem administrada, forte alinhamento de interesses entre *stakeholders* e preço atraente em relação ao valor intrínseco. A empresa é líder no segmento de serviços de engenharia e locação de equipamentos para construção pesada e leve, bem como na manutenção de plantas industriais. Assim, Mills é um excelente veículo para participarmos do esperado crescimento do setor de infra-estrutura no país.

Ainda em abril, completamos a venda da posição de Natura que desde fins de 2009 já vinha apresentando baixa margem de segurança, com o preço de mercado muito próximo de nosso valor justo. A empresa continua sendo uma de nossas preferidas em termos de qualidade de seu modelo de negócios, administração e governança.

Por fim, liquidamos nossa posição em Fosfertil. Apesar de continuarmos a gostar das perspectivas do negócio de fertilizantes para os próximos anos no Brasil, optamos por desinvestir em função de dúvidas com relação à possível incorporação de ativos por parte da nova controladora (Vale).

## II. TRACTEBEL

Em nossa carta de Agosto de 2009 descrevemos o racional de investimento em Tractebel e como este se encaixa muito bem na forte característica de preservação de capital da filosofia de investimentos da JBI. No entanto, alertamos sobre os riscos que víamos e dentre estes mencionamos o contrato com a GDF Suez (controlador) para desenvolvimento e transferência de novos projetos.

O histórico deste contrato mostrava que até então não haviam ocorrido danos de qualquer natureza para a Tractebel. Embora acreditemos que isto continue a ser verdade, a última transferência efetuada, a da hidrelétrica de Estreito, representou um preço mais caro para Tractebel que os projetos anteriores. Acreditamos que o mercado vem penalizando a ação da companhia em função desse fato.

Estivemos recentemente com a administração da companhia discutindo esse problema de partes relacionadas. Apresentamos uma sugestão formal de potencial neutralização desse conflito de interesses. A administração se mostrou bastante sensível ao problema como já havia demonstrado em conferência telefônica sobre os resultados de 2009. Esperamos uma boa notícia nesse sentido no médio prazo.

### III. FRASES

*“Somos o que repetidamente fazemos. A excelência, portanto, não é um feito, mas um hábito.”*  
Aristóteles

*“Compound interest is the eighth wonder of the world”* – Einstein

**OBJETIVO**

Obter elevados níveis de rentabilidade no longo prazo através do investimento em ações de empresas listadas em bolsa, que tenham boas perspectivas de rentabilidade com base em análise fundamentalista e que se destaquem por suas perspectivas de retorno e práticas de governança corporativa. Nossos investimentos terão por foco o valor econômico das empresas, buscando uma atuação pró-ativa em defesa dos interesses do Fundo.

**CARACTERÍSTICAS**

Público Alvo: Investidores Qualificados  
 Data de início: 16/09/2005  
 Categoria ANBID: Ações livre  
 Código ANBID: 156981

Código Bloomberg: JARDBOT BZ  
 ISIN: BRJRDBCTF005  
 PL (últimos 12m): R\$ 50.143.296,04  
 PL atual: R\$ 59.553.805,96  
 PL JBI (Renda Variável): R\$ 149.418.659,00

**REGRAS DE MOVIMENTAÇÃO**

Horário para movimentações: até 13:00 hrs  
 Novos cadastros: até 12:30 hrs

Aplicação (conversão de cotas): D+1  
 Aplicação inicial mínima: R\$ 25 mil  
 Movimentações mínimas: R\$ 10 mil  
 Saldo mínimo de permanência: R\$ 25 mil

Resgate (isento de taxa de saída\*):

- Conversão de cotas: D+12 dias corridos
- Pagamento: D+3 dias úteis após conversão

Resgate (com taxa de saída\*):

- Conversão de cotas: D+1
- Pagamento: D+3 dias úteis da conversão

*\*Taxa de saída: 10% sobre o montante resgatado revertido ao fundo*

**TAXAS**

Taxa de administração: 2% a.a.  
 Taxa de performance: 15% sobre IGPM + 6% a.a., cobrado trimestralmente, com marca d'água  
 Tributação: IR de 15% sobre os ganhos nominais

**AGENTES**

**Gestor:**  
 JBI ("Jardim Botânico Investimentos")  
 Av. Ataulfo de Paiva, 245/6º andar – RJ  
 Tel. (21) 2512-5574 / Fax: (21) 2512-5575  
 Website: www.jbinvest.com.br  
 Email: focus@jbinvest.com.br

**Administrador/ Distribuidor:**  
 BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.  
 (CNPJ 02.201.501/0001-61)  
 Av. Pres. Wilson, 231/1101 – RJ, CEP 20030-905  
 www.bnymellon.com.br/sf | Tel: (21) 3219-2998  
 SAC: sac@bnymellon.com.br  
 Tel: (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, (21) 3974-4600  
 Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br  
 Tel: 0800-7253219

**Custodiante:** Bradesco

**Auditor:** KPMG

**RENTABILIDADE JB FOCUS FIA (em % até 30 de abril de 2010)**

|                               | <b>JB Focus FIA</b> | <b>IGC <sup>(1)</sup></b> | <b>IGPM+6%a.a.</b> |
|-------------------------------|---------------------|---------------------------|--------------------|
| Desde o início <sup>(2)</sup> | 150,4%              | 118,4%                    | 66,4%              |
| Anualizado <sup>(2)</sup>     | 21,6%               | 18,1%                     | 11,5%              |
| Últimos 12m                   | 44,9%               | 48,1%                     | 9,2%               |
| Últimos 36m                   | 49,5%               | 18,8%                     | 42,6%              |
| 2005 <sup>(2)</sup>           | 10,9%               | 17,7%                     | 2,3%               |
| 2006                          | 34,2%               | 41,3%                     | 10,5%              |
| 2007                          | 27,5%               | 31,6%                     | 14,6%              |
| 2008                          | -24,7%              | -45,6%                    | 16,7%              |
| 2009                          | 71,7%               | 83,4%                     | 4,3%               |
| 2010 <sup>(3)</sup>           | 2,1%                | 0,1%                      | 5,6%               |
| abr/10                        | -0,1%               | -2,2%                     | 1,3%               |

(1) O IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. A metodologia de cálculo está disponível no endereço eletrônico: www.bovespa.com.br. O IGC não é um parâmetro objetivo do fundo, apenas uma referência econômica para efeito de comparação.

(2) Desde o início do fundo em 16/09/2005.

(3) Acumulado até 30 de abril de 2010.



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. A Jardim Botânico Partners Investimentos Ltda. (JBI) não se responsabiliza por decisões de investimento tomadas com base neste material. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. \* A JBI não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. \* Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. \* Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza sujeita as flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. \* A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura \* A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. \* Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. \* Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. \* Nos fundos geridos pela JBI a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. \* Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou 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. \* Visando o atendimento ao exigido pela Lei nº 9.613/98, quando do ingresso no fundo, cada cotista deverá fornecer cópias de seus documentos de identificação entre outros documentos cadastrais. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela JBI, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. \* Os indicador "Ibovespa" e "IGC" são meras referências econômicas, e não parâmetros objetivo do fundo. \* Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.