



**JBI**

JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

---

## **CARTA QUADRIMESTRAL**

31 de agosto de 2009

*Primeira Edição*

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>3</b>
<b>ANÁLISE TEMÁTICA.....</b>	<b>4</b>
I. OS VALORES DA JBI.....	4
<b>RISCO-RETORNO DA CARTEIRA .....</b>	<b>8</b>
I. JB FOCUS FIA .....	8
II. ROSSI RESIDENCIAL .....	10
III. TRACTEBEL.....	12

---

## INTRODUÇÃO

Conforme comentado no mês de Junho, decidimos enviar um informativo mensal mais resumido, incluindo apenas dados indicativos da evolução risco-retorno do Fundo, bem como características da composição da carteira. Tal decisão baseia-se no fato de que a aplicação disciplinada da filosofia orientada a valor (*value investing*) não produz mudanças relevantes no portfolio em curtos períodos de tempo.

Julgamos que a edição de uma carta quadrimestral mais elaborada seja uma forma mais eficiente de trazer informações relevantes sobre o pensamento da equipe de gestão e seu processo de decisão de investimentos.

O formato desta primeira carta quadrimestral deve ser seguido nas edições subseqüentes. O plano é ter sempre duas seções bem definidas: a primeira contendo análises de temas de interesse da equipe que acreditamos ser relevantes para nossas decisões de investimento, e a segunda abordando a evolução risco x retorno do fundo a partir da análise das características da carteira.

## 1ª SEÇÃO

## ANÁLISE TEMÁTICA

**I. OS VALORES DA JBI**

Em Junho deste ano recebemos reforços importantes à nossa equipe de investimentos. Com a recente adição de Isabella Saboya e Marcio Brito, temos agora um time de seis profissionais com média de 15 anos de experiência.

O quadro de profissionais da JBI tem hoje uma característica que consideramos muito vantajosa e de difícil replicação no mercado: sócios com um longo histórico de 17 anos de convivência e que por isso mesmo, compartilham os mesmos objetivos profissionais que acabam por nortear os valores da JBI:

- Cumprir nossos deveres fiduciários como gestores de recursos buscando altos retornos de longo prazo ajustados ao risco incorrido.
- Sermos reconhecidos como um dos principais gestores adeptos da filosofia de *value investing* do Brasil.
- Sermos uma referência em governança corporativa na indústria brasileira de gestão de recursos.
- Nos mantermos alinhados aos nossos quotistas, não só pela forma de remuneração escolhida, mas principalmente, pelo investimento substancial de recursos pessoais nos mesmos fundos oferecidos aos nossos investidores.

Um observador mais crítico pode inferir que nossos objetivos parecem, talvez, demasiadamente carregados de tintas meramente qualitativas em meio a um ambiente que tradicionalmente prima por metas quantitativas e restringe sua aprovação ao resultado numérico alcançado pela gestão.

Sob risco de perdemos credibilidade junto aos mais céticos, defendemos que rentabilidade é relevante, mas não é tudo. Não deve ser nem mesmo o item mais relevante na análise seletiva de gestores. Nossa ordem de prioridade de análise ao decidirmos nossos investimentos pessoais é:

**a) Estabelecer objetivos claros**

Como todos sabem a relação risco x retorno é inversamente proporcional e o ponto de maximização dessa equação não é mensurável com facilidade. Se o objetivo é obter o máximo de rentabilidade relativa, melhor desistir de aversões elevadas ao risco e vice-versa. Nós procuramos um prêmio de retorno em relação ao custo de oportunidade que não implique em risco muito mais elevado do que aquele embutido no próprio custo de oportunidade. O conceito chave aqui é preservação de capital, ou seja, efetuar investimentos que minimizem a perda e não necessariamente que maximizem ganhos. A experiência nos mostra que a mágica da taxa composta faz com que investimentos desse tipo, que pouco se desvalorizam nas crises e acompanham apenas em parte as subidas, obtém no longo prazo, rentabilidade superior às demais alternativas.

Nada contra as escolhas restritas à maximização de rentabilidade ou à minimização de risco (note-se o “ou”), mas o pré-estabelecimento dos objetivos evita frustrações.

#### **b) Rigor na análise de coerência e disciplina na aplicação da filosofia de investimentos escolhida**

A literatura do mercado financeiro está repleta de casos em que os incentivos de curto-prazo e/ou restritos às metas quantitativas/financeiras ocasionaram mudanças de estratégia que resultaram numa espiral de perdas irre recuperáveis.

Os investidores mais bem sucedidos da história são invariavelmente os que jamais mudaram sua filosofia de investimentos. São aqueles que quando questionados sobre o momento atual ou o que mudou na sua forma de investir, chegam à beira do tédio nas suas respostas repetitivas.

A tal disciplina em aplicar a filosofia escolhida soa muito trivial no discurso, mas incrivelmente difícil na prática. Peter Lynch aconselhava a não ler jornais de fim de semana ou suplementos especiais, pois sua natureza humana sempre pode te levar a vender ações da GAP na segunda-feira porque inconscientemente você ficou impressionado com o que leu sobre o aquecimento global e o pessimismo gerado por esse tema pode levá-lo às raías de achar que não existirão mais jovens com poder aquisitivo para comprar roupas da GAP (tudo bem, GAP é meio antiquado – mas substitua por Abercrombie que o raciocínio é o mesmo).

Ainda nessa linha, quando boa parte dos atuais sócios da JBI trabalhava no Banco Icatu na década de 90, tínhamos contato com dois investidores estrangeiros sediados na Austrália. Parecia-nos que eles acabavam operando melhor o mercado brasileiro do que outros investidores, pois se mantinham longe do burburinho de mercado em função da grande diferença de fuso horário. Eles eram nitidamente menos influenciados pela grande quantidade de noise gerada diariamente.

O ponto é que, na prática, uma equipe de gestão é diariamente exposta a fortes influências externas que podem comprometer a manutenção da filosofia de investimento se esta equipe não tiver a devida disciplina.

Na JBI, acreditamos que uma forma eficiente de manter essa disciplina na aplicação da filosofia de investimentos, é a implementação de processos mais formais de análise e tomada de decisão. Num artigo recente da CFA Magazine<sup>1</sup>, a autora diz: “Quanto mais se entende e acredita no que está fazendo a cada etapa da decisão, mais se consegue administrar o stress – à medida que se aprende a controlar o stress, mais as decisões do seu portfólio vão refletir a sua estratégia e o seu pensamento analítico ao invés de regras de bolso escondidas no seu subconsciente”. Esse artigo defende que programar e manter processos ajuda a tomar decisões racionais e a evitar decisões baseadas em puro instinto.

Em resumo, não nos parece coincidência que os investidores bem sucedidos tenham apresentado uma aderência rigorosa à filosofia de investimento escolhida mesmo quando esta se encontrava completamente desacreditada e fora de moda (vide Warren Buffett durante a febre da internet no começo da década – foi chamado até de senil). O importante mesmo é não mudar de estratégia para, por exemplo, almejar ser o primeiro colocado no ranking de

---

<sup>1</sup> Artigo de Nancy Opiela, na página 18 da CFA Magazine de Julho-Agosto de 2009

rentabilidade do ano. Até porque a maldição dos “primeiros serão os últimos” é implacável no mercado financeiro.

### c) Avaliação rigorosa da ética dos gestores

Esse item é auto-explicativo. Pode ser de difícil aferição, mas conforme o tempo passa, a biografia dos profissionais fala por si.

É a ética que fala mais alto nos inúmeros momentos incomuns do nosso mercado. A ética pode evitar equívocos fatais que produziram os grandes escândalos do mundo corporativo e financeiro. Na falta de mecanismos adequados de controle (checks & balances), a ética pode resguardar instituições e minimizar a ocorrência de situações irreparáveis. E ela continua sendo imprescindível mesmo diante do melhor mecanismo de controle jamais inventado. Afinal, por trás dos mecanismos, estão as pessoas e sua inevitável natureza humana.

Voltando à questão de que nossos objetivos possam soar demasiadamente subjetivos e restritos ao carácter qualitativo, gostaríamos de comentar um texto que muito nos chamou atenção para esse tema do estabelecimento de objetivos. O texto é o 09-083 da HBS<sup>2</sup>.

Nesse interessante trabalho, os autores chamam atenção para uma série de consequências possíveis conectadas à escolha da forma dada aos objetivos. Assim, relatam estudos que demonstram problemas quando se têm múltiplos objetivos, principalmente misturando aqueles de carácter quantitativo e qualitativos. Num exercício de seleção de ações, os pesquisadores forneceram aos participantes os dois tipos de objetivos. Os resultados mostraram que quando os dois tipos de objetivos são de difícil obtenção, os participantes sacrificaram os qualitativos em prol dos quantitativos – a natureza humana corre para aquilo que é mais fácil mensurar.

Outro estudo interessante demonstrou uma ligação direta entre estabelecimento de metas e manipulação de resultados. Isto é, os participantes ficam mais propensos a falsificar seu nível de desempenho quando eles têm metas objetivas e desafiadoras do que quando não têm (claro que a falsificação ocorre especialmente quando o desempenho real ficou abaixo da meta).

A conclusão dos autores é que o uso de metas, como aquela de “administrar por objetivos”, cria foco no fim em detrimento dos meios para atingir esse fim. Mas é claro que os autores não defendem um mundo de laissez-faire, desorganizado e desestruturado, sem metas. Nem nós aqui na JBI. O texto chama atenção para o cuidado que se deve ter ao se estabelecer objetivos. Nas palavras dos autores, da mesma forma que os médicos prescrevem remédios sabendo de seus efeitos colaterais e adversos, também os gestores/administradores devem estabelecer cuidadosamente suas metas. Há até um rótulo de advertência dizendo: “Atenção! Metas talvez possam causar problemas sistemáticos nas organizações devido a foco demasiadamente restrito, comportamento antiético, aumento de tolerância a riscos, decréscimo no nível de cooperação do time e redução da motivação intrínseca. Utilize cautela quando estabelecer metas na sua organização.”

---

<sup>2</sup> *Goals Gone Wild: The Systematic Side Effects of Over-Prescribing Goal Setting, Working Paper 09-083, Harvard Business School, Copyright 2009 by Lisa D. Ordóñez, Maurice E. Schweitzer, Adam D. Galinsky and Max H. Bazerman.*

Nessa mesma seção, recomendam que as metas sejam suficientemente abrangentes para incluir elementos críticos ao sucesso da firma. Mais uma vez, destacam a importância das metas incentivarem uma tolerância adequada ao risco e prescrevem o estabelecimento de salvaguardas para assegurar comportamento ético ao longo do processo de alcance das metas (fornecem como exemplos o comportamento ético dos líderes da organização e métodos que façam com que os custos de manipulação sejam maiores que os benefícios).

Recomendamos a leitura do texto que só veio a reforçar nossa decisão de estabelecer metas factíveis, prudentes e não exclusivamente quantitativas na definição de valores da JBI.

Como muitos já sabem, a JBI adota a filosofia de investimentos orientada a valor. Já elencamos nossos 10 princípios fundamentais em duas ocasiões: carta de Março de 2006 e de Dezembro de 2008.

Já somos reconhecidos também pela nossa ênfase em governança corporativa e a diferenciação com base na aplicação de um filtro de governança na seleção do nosso universo de empresas investíveis se consolida a cada dia de nossa história. Acreditamos que a adoção de práticas adequadas de governança corporativa seja uma ferramenta de criação de valor a longo prazo. Nossa visão é de que empresas equivalentes, que contam com negócios atrativos e administradores competentes, se diferenciarão pela qualidade e adequação das práticas de governança adotadas. É importante esclarecer que medidas de governança por mais elevadas que sejam, não tornarão uma empresa de fundamentos econômicos fracos em uma forte de geradora de valor. No entanto, acreditamos que entre duas empresas equivalentes em termos de natureza do negócio e gestão, aquela que adota práticas mais adequadas de governança tende a performar melhor no longo prazo e conseqüentemente a gerar maior retorno para seus acionistas.

Atualmente os dois temas, value investing e governança corporativa, parecem estar em voga e atrair muitos investidores. Vemos alguma confusão no uso desses dois conceitos no mercado. Na próxima carta, falaremos sobre nossa filosofia de investimentos com mais detalhe, abordando as confusões comuns que vemos no mercado em relação a esses dois temas centrais para a filosofia da JBI.

## 2ª SEÇÃO

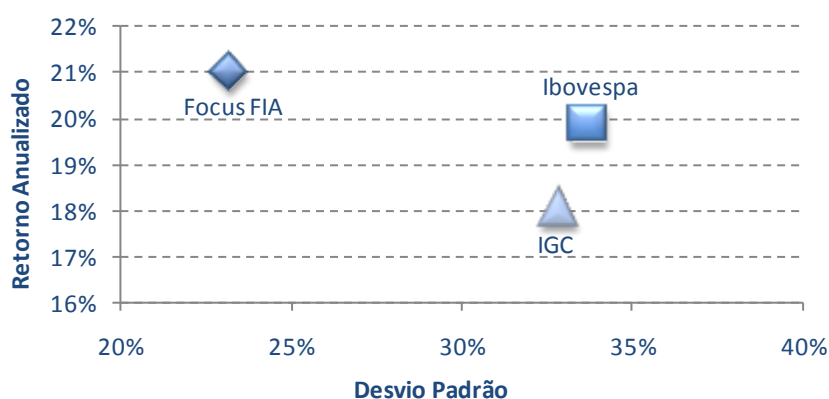
## RISCO-RETORNO DA CARTEIRA

## I. JB FOCUS FIA

O desempenho do fundo desde seu início em 16 de Setembro de 2005 foi de 103.7% ou 19.3% a.a. Em nossa próxima carta, ao abordar detalhes da nossa filosofia de investimento, veremos que a mensuração de riscos da filosofia value investing é bastante complexa. No entanto, escolhemos o desvio-padrão como mero dado ilustrativo, não se constituindo de forma nenhuma em nossa visão de parâmetro definitivo de risco.

Como podemos ver abaixo, nesse mesmo período, a aplicação disciplinada da filosofia de investimentos escolhida tem produzido uma relação risco-retorno mais interessante do que as alternativas representadas pelo mercado através dos índices.

Gráfico 1: Relação e Retorno



Fonte: Economática e BNY Mellon.

No entanto, quando colocados diante da escolha de parâmetros quantitativos de aferição do cumprimento de nosso mandato, preferimos analisar em conjunto os quatro quadros do Gráfico 2.

A análise das janelas móveis (quadros 1 e 2) é mais fiel à meta de obter bons níveis de risco-retorno ao longo do tempo. Comparando-se os resultados das janelas de 1 ano com as de 3 anos, vemos que o diferencial de risco-retorno do fundo melhora significativamente nesta última.

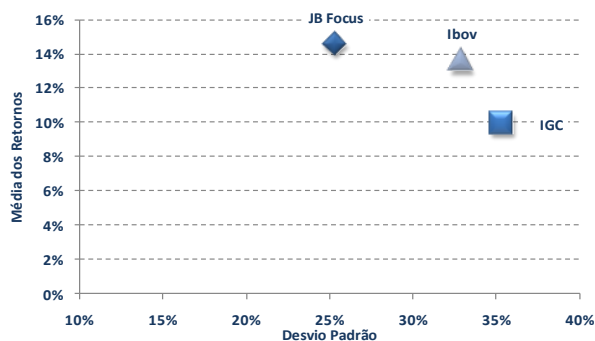
Também no quadro 3 de mensuração do percentual de janelas em que o Fundo supera os índices representativos de mercado, vemos que o número se eleva substancialmente com a extensão de permanência do investidor no Fundo.

O quadro que mais nos chama atenção é o que traduz nossa interpretação acerca do conceito de preservação de capital. No quadro 4 vemos que o investidor mais “azarado” do Fundo, que entrou com quotas elevadas no passado e saiu sem poder se dar ao luxo de esperar pela superação do custo de oportunidade, ganhou 3.5% em termos nominais nesse período de 3 anos. No entanto, se a mesma onda de azar tivesse se aplicado a uma alternativa de índice de mercado, este investidor teria perdido de 2% a 8%.

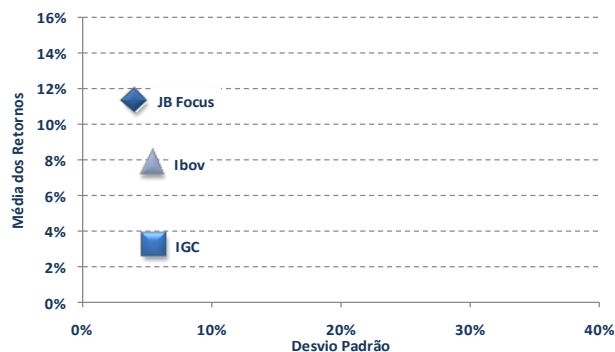


## Gráfico 2: Análise das Janelas de Investimento

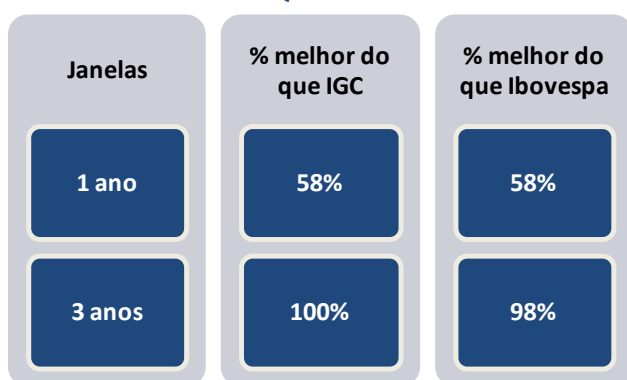
Quadro 1: Janelas de 1 Ano



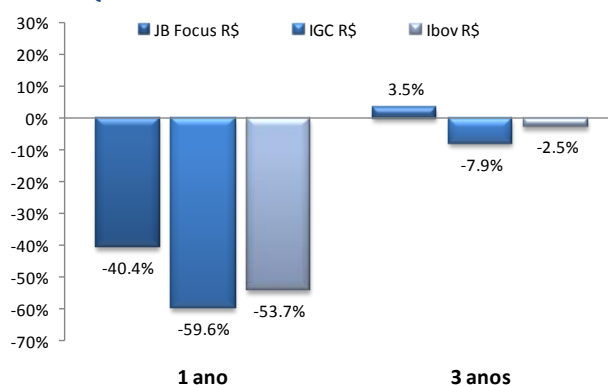
Quadro 2: Janelas de 3 Anos



Quadro 3



Quadro 4: Janela com Menor Retorno



Fonte: Economática e BTG Pactual DTVM; (1) As estatísticas acima são derivadas de janelas móveis do JB Focus FIA. Uma janela móvel de 1 ano é equivalente a um intervalo de 365 dias corridos. Todos dados apresentados são anualizados.

Ao longo dos quase 4 anos de história do JB Focus FIA, as empresas que mais contribuíram para os resultados foram: CVRD (com 13%), Itaúsa (12.7%) e Marcopolo (12.3%). E as que menos contribuíram foram: Login (com - 0.83%), Klabin (-0.82%) e Odontoprev (-0.15%).

No ano de 2009 até 31 de Agosto, o fundo rendeu 42.6% comparado a 49.5% do IGC e 1.9% do IGPM acrescido de 6% a.a. Ficará mais clara a razão do Fundo tender a performar abaixo dos índices de mercado em períodos de recuperação acentuada quando abordamos detalhes da nossa filosofia na próxima carta. Por ora, podemos destacar que em nossa opinião, o resultado obtido no ano está perfeitamente em linha com os preceitos de nosso mandato, focando sempre na questão da equação risco-retorno, na ênfase na preservação de capital e na filosofia orientada a valor que tende a produzir resultados superiores em prazos mais longos que em um único ano. Acreditamos que em anos atípicos, de crises severas como foi o de 2008, nossa filosofia tenda a produzir melhores resultados relativos. Em 2008, as quotas do JB Focus FIA desvalorizaram-se 24.7% comparado a uma queda de 41.2% do Ibovespa e 45.6% do IGC.

Nesse ano, os destaques positivos de nossa carteira foram: Rossi Residencial (8.5% de contribuição numa performance de 42.6%) e Itaúsa (4.3%). Não tivemos contribuições negativas no ano. Dentre as ações que menos contribuíram para a carteira estão Klabin PN (0.16%), Fosfértil PN (0.21%) e Tractebel (0.78%).

## II. ROSSI RESIDENCIAL

Começamos a estudar o setor imobiliário com mais atenção ao final do primeiro semestre de 2008. Apesar de já termos claro em nossa visão de longo prazo todo o potencial do setor (demanda reprimida, crédito, etc), ainda não tínhamos feito nenhum investimento por não encontrar valor que justificasse uma posição em nossos fundos. Quando a crise começou a afetar os preços das empresas brasileiras, um dos setores mais atingidos foi o imobiliário e algumas oportunidades começaram a surgir.

Ao final do 1º semestre de 2008, o cenário de alta de inflação e juros desanimava os investidores em relação ao setor. O mercado antecipava uma redução no crédito disponível e as companhias revisavam para baixo o número de lançamentos para 2009. Apesar do índice da bolsa ter terminado o semestre positivo, as ações das principais empresas do setor já apresentavam, no ano, uma rentabilidade negativa. Entretanto, em nossa visão, esta situação criava uma oportunidade muito interessante para começarmos a investir no setor.

Antes de começarmos a estudar Rossi mais a fundo, olhamos outras empresas menores do setor, mas decidimos por nos concentrar apenas nas cinco maiores da indústria (CYRE, PDGR, GFSA, MRVE e RSID), não só por serem nomes consolidados e apresentarem maior solidez financeira, mas também por, com exceção de MRV, não serem dependentes de apenas um nicho de mercado.

Definido o universo de estudo, RSID era a que tinha sofrido a maior desvalorização no preço de suas ações. Contudo, neste caso específico, o problema não era apenas setorial, mas também da própria companhia. A comunicação com o mercado era muito confusa, o que acabou levando muitos analistas a classificá-la como uma empresa de baixa visibilidade, resultando em um grande desconto em relação a seus pares (vide Tabela 1).

**Tabela 1: Performance de Ações Selecionadas**

	<b>Δ 1S07 (%)</b>	<b>Δ 2S07 (%)</b>	<b>Δ 1S08 (%)</b>	<b>Δ 2S08 (%)</b>
CYRELA (CYRE3)	17,70	14,84	-8,39	-58,45
GAFISA (GFSA3)	-5,14	9,90	-16,15	-62,10
MRV (MRVE3)	-	46,35	-6,48	-72,41
PDG (PDGR3)	50,58	18,97	-7,89	-50,80
<b>ROSSI (RSID3)</b>	<b>50,57</b>	<b>11,25</b>	<b>-46,69</b>	<b>-68,54</b>
IBOVESPA	22,30	17,45	1,77	-42,25

Fonte: Economática.

Apesar de o mercado questionar a situação financeira da companhia, intensificamos os contatos com a empresa, aumentando nosso conhecimento e nossa segurança de que o risco era bem menor do que o mercado estava precificando. Tomamos a decisão de investir em RSID no momento que passamos a ter uma margem de segurança confortável, mesmo que demorasse para que o preço da ação da companhia se recuperasse. Neste caso específico, nos baseamos no cálculo do valor de liquidação da empresa que nos fornece uma boa aproximação do valor de piso da companhia caso ela pare de fazer novos lançamentos e termine nos próximos anos a construção dos projetos já lançados, recebendo pela venda dos mesmos, pagando suas obrigações e vendendo os terrenos em estoque a custo de aquisição<sup>(3)</sup>. O P/LV (Valor de Mercado/Valor de Liquidação) esteve em média em 0,5x ao longo do segundo semestre de 2008.

Os principais pontos que nos levaram a optar pelo investimento na Rossi foram:

- Marca consolidada e tradição de quase 30 anos no mercado imobiliário
- Exposição a todos os segmentos de renda (sem grande concentração em nenhum deles)
- Diversificação geográfica (banco de terrenos em 129 cidades), através de parcerias locais permitindo melhor conhecimento dos costumes e legislação de cada região.
- Confiança de que a estrutura de capital da empresa fosse sólida o suficiente para passar pelo aperto de crédito do final de 2008 sem maiores conseqüências.

Além dos fortes fundamentos já mencionados, a companhia começava a apresentar uma tendência particularmente importante para a JBI: uma mudança em sua governança corporativa. A Rossi contratou uma consultoria nessa área, estava estudando mudar seus conselheiros independentes e fazia planos de substituição de executivos entre outras iniciativas para tornar a empresa mais profissionalizada.

Em função de nossa proximidade com a empresa, pudemos acompanhar de perto esse trabalho e testemunhar uma melhoria significativa em sua transparência ao longo do nosso período de investimento.

Iniciamos uma posição pequena em RSID3 em Agosto de 2008 e aumentamos à medida que a crise depreciava ainda mais a ação e ganhávamos convicção na tese de investimento. A empresa chegou a negociar a apenas 30% do seu do valor de liquidação em Novembro de 2008. Em seguida apresentou dois meses consecutivos de rentabilidade positiva para voltar a ser penalizada em Fevereiro (queda de 26%) por desencontros nas informações e falta de clareza na comunicação com o mercado em relação a seus resultados. Apenas a partir do anúncio dos resultados do primeiro trimestre de 2009 é que pudemos observar melhoria significativa nesse quesito.

Os bons resultados começaram a aparecer já neste 1T09. Rossi apresentou melhora na velocidade de vendas em relação ao 4T08, diluição de despesas, redução dos níveis de estoque e bom desempenho do segmento de baixa renda, responsável pela maioria dos lançamentos do período. Ao longo do mês de Abril a ação disparou de R\$4 para R\$8 (comparado a 15% de alta do Ibovespa) antecipando os bons resultados que seriam anunciados em meados de Maio.

Em Julho e Agosto, RSID3 apresentou nova alta: 50% x 14% do Ibovespa. Provavelmente nova antecipação em relação aos resultados do 2T09 que vieram bem fortes e acima das expectativas de mercado. Os principais destaques foram uma boa velocidade de vendas e diluição de despesas operacionais que levaram a um aumento relevante na margem Ebitda.

Com toda essa alta (quase 260%) no ano, a companhia se aproximou muito rapidamente do valor intrínseco que estimávamos e já desde Julho passamos a reduzir a posição significativamente estando praticamente zerada hoje. No entanto, Rossi talvez tenha sido um caso atípico na JBI considerando-se nossa filosofia de investimento. Não esperamos que nossas teses de investimento se realizem em um espaço de tempo tão curto quanto apenas um único ano. Mas é um efeito que sem dúvida nenhuma pode ocorrer quando se iniciam investimentos em momentos de crise acentuada como a que ocorreu no segundo semestre do ano passado.

(3) Calculamos o valor de liquidação somando: recebíveis de unidades vendidas (líquidos de obrigações relativas a essas unidades) + valor de mercado das unidades em estoque (líquido dos custos a incorrer com construção) + o valor patrimonial dos terrenos (líquido do a pagar pelos terrenos adquiridos) - dívida líquida - participação de minoritários.

### III. TRACTEBEL

Iniciamos nosso investimento em Tractebel em Abril de 2006. A empresa é a maior geradora privada de energia elétrica do país. No setor de energia elétrica, temos nítida preferência pelo segmento de geração de energia, dado que historicamente este tem sido menos exposto ao risco regulatório do que os segmentos de distribuição e transmissão de energia. Nesses dois últimos segmentos, as companhias ficam sujeitas a revisões regulares das suas tarifas pela Aneel (a Agência brasileira reguladora do setor elétrico) e, portanto, expostas às decisões do regulador em relação a quanto deve ser a sua rentabilidade futura. Já no segmento de geração, as companhias podem vender energia em leilões, firmar contratos bilaterais no mercado livre ou mesmo no mercado spot, com mínima interferência do órgão regulador e estando expostas às leis de um mercado livre e competitivo.

Nosso racional de investimento em Tractebel tem cerne no atrativo histórico de pagamento de dividendos da companhia que tem pago praticamente todo o seu lucro como dividendos quando não precisa comprometer parte do seu fluxo de caixa com investimentos em novos projetos.

Em função da estabilidade de resultados da companhia, fruto da própria natureza do setor elétrico (no segmento de geração), e dessa classificação de “dividend play”, não surpreende que a ação de Tractebel tenha um desempenho relativo abaixo do mercado num ano como o de 2009, de grande recuperação das cotações em geral.

No entanto, além do forte véis de geradora de caixa e pagadora de dividendos, identificamos outras características atrativas na companhia: (i) exposição a preços futuros (e potencialmente maiores de energia), já que mantém em média cerca de 25% da sua energia descontratada; (ii) segurança societária: a companhia adere ao segmento mais elevado de governança corporativa (Novo Mercado); (iii) potencial de valorização atrativo (pelo menos 40% considerando somente projetos atuais e premissas conservadores de preço futuro de energia) e *dividend yield* projetado de 11% após 2010, quando os investimentos diminuem de novo e o fluxo de caixa líquido da empresa aumenta.

O investimento em Tractebel encaixa muito bem na forte característica de preservação de capital da filosofia de investimentos do JB Focus FIA. No entanto, estamos atentos aos riscos, relativamente baixos, da companhia: (i) o recente anúncio de que a energia pertencente ao lado paraguaio de Itaipu será comercializada no Brasil pode reduzir os preços dos contratos com clientes livres – isto pode ocorrer caso esta entrada de Itaipu no mercado não ocorra de forma coordenada; (ii) a perspectiva de novos projetos de energia hidrelétrica (ainda não anunciados ou mesmo planejados) pode sempre impactar temporariamente a atrativa distribuição de dividendos. Mas nesse caso estamos confiantes de que, dado o histórico de criação de valor da companhia, esses novos projetos irão aumentar nossa percepção de valor para a Tractebel e o retorno virá através de ganho de capital; (iii) o contrato com a GDF Suez (controlador) para desenvolvimento e transferência de projetos novos é foco de atenção redobrada aqui na JBI. Nosso véis de governança sempre nos leva a rejeitar justificativas para contratos com partes relacionadas. No

---

caso de Tractebel, o que ameniza esse fato é que nosso monitoramento do histórico deste contrato nos mostra que até hoje não ocorreram danos de qualquer natureza para a Tractebel. Evidentemente, nosso foco é continuar monitorando de perto este contrato e seus eventuais desdobramentos no futuro.

Na equação risco-retorno, continuamos muito confiantes nesse investimento em Tractebel e sustentamos que sua natureza estável, geradora de caixa e pagadora de dividendos perfaz uma composição adequada na carteira do JB Focus FIA.

<b>OBJETIVO</b>	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.	
<b>CARACTERÍSTICAS</b>	Público Alvo: Investidores Qualificados Categoria ANBID: Ações livre Código ANBID: 156981	Data de início: 16/09/2005 PL (últimos 12m): R\$ 36.470.895,98 PL atual: R\$ 48.567.946,74
<b>REGRAS DE MOVIMENTAÇÃO</b>	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
<b>TAXAS</b>	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	
<b>AGENTES</b>	<b>Gestor:</b> 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  <b>Custodiante:</b> Bradesco  <b>Auditor:</b> KPMG	<b>Administrador/ Distribuidor:</b> 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

<b>RENTABILIDADE JB FOCUS FIA (em % até 30 de Setembro de 2009)</b>	<b>JB Focus FIA</b>	<b>IGC <sup>(1)</sup></b>	<b>IGPM+6%a.a.</b>
Desde o início <sup>(2)</sup>	115,3	95,0	55,4
Anualizado <sup>(2)</sup>	21,0	18,1	11,6
Últimos 24m	9,0	-15,7	26,1
Últimos 36m	72,5	44,9	41,8
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 <sup>(3)</sup>	50,8	63,9	2,9
set/09	5,7	9,6	0,9

(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 setembro de 2009.



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

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.