

RELATÓRIO DE GESTÃO

3º Trimestre 2012



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Edge Investimentos, 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. 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. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza, sujeita às flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez, o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. Nos fundos geridos pela Edge Investimentos, 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. Visando o atendimento ao exigido pela Lei nº 9.613/98, quando do ingresso no fundo, cada cotista deverá nos fornecer cópias de seus documentos de identificação, entre outros documentos cadastrais. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

Índice

Divulgação da Performance Passada.....	3
Composição de Carteira e Performance.....	4
Comentários da Equipe de Gestão	5
Ambiente Macroeconômico.....	5
Portfólio.....	7
Desinvestimento – Equatorial Energia	7
Substituição de Itaú ON por Bradesco ON	8
Coelce – Aumento de Capital da Enersis	8

Divulgação da Performance Passada

No 3º trimestre do ano, o Edge Value FIA se valorizou em 7,54%, comparado a uma alta de 5,48% do FGV100 e 8,87% do Ibovespa.

Nos primeiros nove meses de 2012, o fundo apresenta uma rentabilidade de 14,37%. No mesmo período, o Ibovespa e o FGV100 apresentaram rendimentos de 4,27% e 12,02%, respectivamente.

Desde o início de suas atividades, no ano de 2004, o retorno acumulado do Clube San Francisco (atual Edge Value FIA) foi 490,48%. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 171,84% e do FGV100 foi de 278,05%.

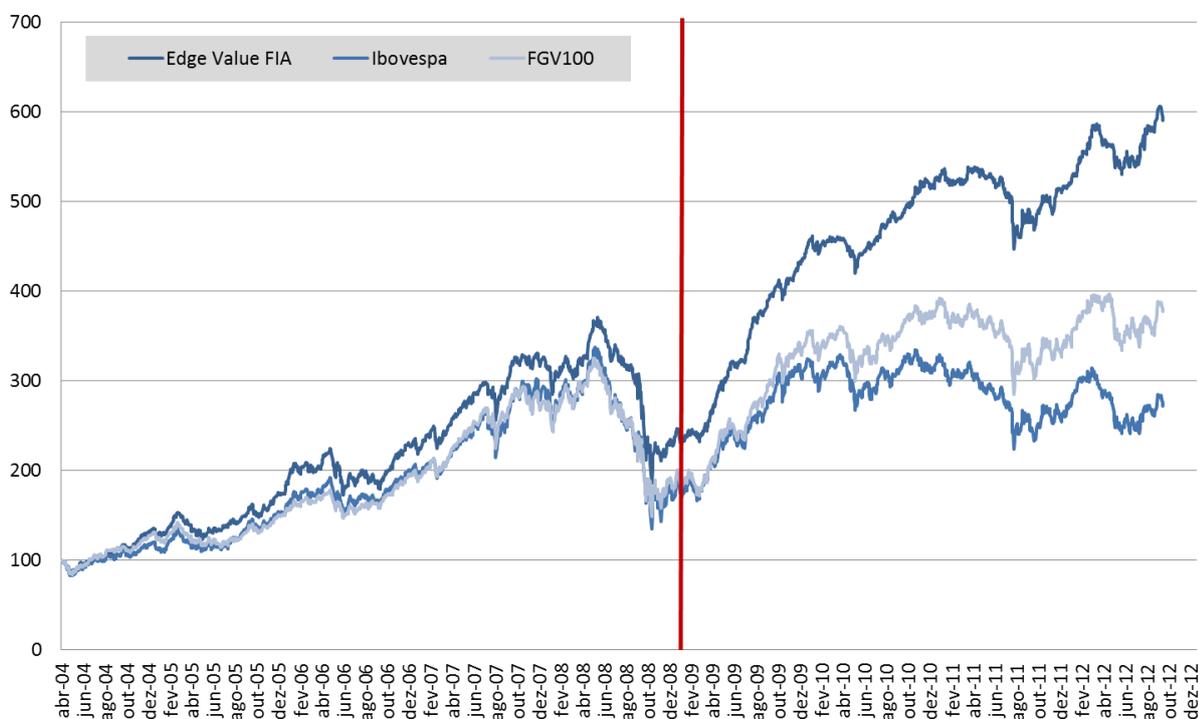
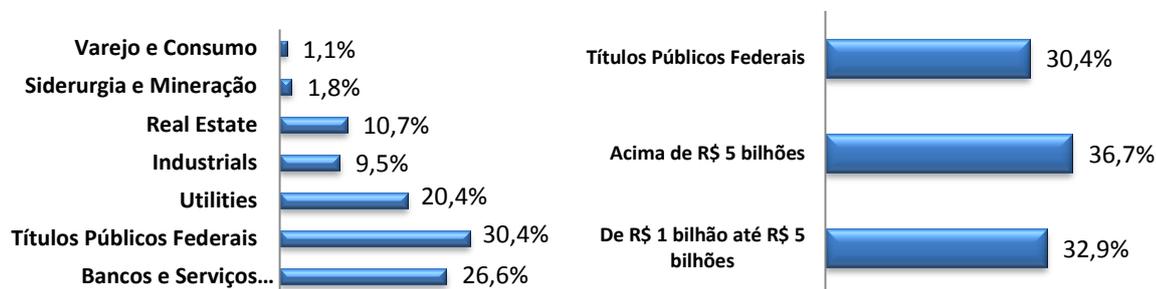
Período	Edge Value FIA (incorporou o Clube Triumph em 25/08/08)	FGV100	IBOVESPA
Setembro 2012	2,05%	6,34%	3,70%
Agosto 2012	3,01%	-1,13%	1,71%
Julho 2012	2,31%	0,32%	3,21%
Junho 2012	1,03%	3,81%	-0,25%
Maio 2012	-3,65%	-12,57%	-11,86%
Abril 2012	-2,78%	1,40%	-4,17%
Março 2012	3,63%	2,41%	-1,98%
Fevereiro 2012	5,45%	5,22%	4,34%
Janeiro 2012	2,85%	7,09%	11,14%
2012 YTD	14,37%	12,02%	4,27%
2011	-1,90%	-10,58%	-18,11%
2010	18,99%	10,22%	1,05%
2009	85,79%	87,65%	82,66%
2008	-27,18%	-34,09%	-41,22%
2007	40,30%	40,06%	43,68%
2006	33,13%	31,55%	33,73%
2005	29,24%	15,15%	27,06%
Desde o Início (15/04/2004)	490,48%	278,05%	171,84%
Retorno Anualizado	26,03%	20,82%	17,35%
Patrimônio Líquido ¹	R\$ 52.368.931		

Dados de 15/04/2004 até 13/01/2009 referem-se ao Clube de Investimento Edge Value (antigo clube San Francisco e incorporador do Clube Triumph). Data de conversão para Edge Value FIA foi em 14/01/2009.

¹ Valor em 31/09/2012. O patrimônio médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 47.715.859.

Composição de Carteira e Performance

Em setembro de 2012, nossa carteira era composta por ações de 11 empresas, divididas da seguinte forma:



(1) A linha em vermelho representa a data da transformação do Clube de Investimentos San Francisco no Fundo Edge Value FIA (14/01/2009).

Comentários da Equipe de Gestão

No trimestre, o mercado brasileiro, medido pelo Ibovespa, se valorizou 8,87%. No mesmo período, o Edge Value FIA apresentou um retorno de 7,54%.

Os principais destaques positivos na performance foram Randon, Grendene e São Carlos, enquanto Coelce e Cielo apresentaram a maior contribuição negativa.

Empresa	Atribuição de Performance
Randon PN	2,38%
Grendene ON	1,64%
São Carlos ON	1,44%

Empresa	Atribuição de Performance
Coelce PNA	-0,52%
Cielo ON	-0,20%

Ambiente Macroeconômico

É sabido que os países desenvolvidos vêm enfrentando um longo e custoso processo de desalavancagem. A participação do crédito na economia, que há anos se expandiu, passa atualmente por um processo de contração, contribuindo negativamente para crescimento econômico.

Para contrapor esse cenário, o FED, ECB, e outros vêm adotando políticas monetárias expansionistas, com juros reais negativos e outras medidas não convencionais – QE's, Operation Twist, LTRO – com os objetivos implícitos e explícitos de estimular o crescimento econômico, o investimento privado e depreciar a dívida via inflação.

O Brasil, apesar de ostentar situação muito mais confortável, acaba sendo impactado indiretamente pelas mazelas macroeconômicas globais, via redução do comércio internacional, valorização cambial ou inflação do preço de ativos – essas duas últimas como consequência do excesso de liquidez buscando retornos satisfatórios (chamado por nossa presidente de Tsunami monetário). Estima-se que o PIB brasileiro crescerá apenas 1,5% em 2012.

Esse pano de fundo macroeconômico, porém, não é novidade e nos acompanha desde 2008, quando a crise eclodiu. O que ficou claro apenas em 2012 é a forma escolhida pelo governo brasileiro para promover o crescimento econômico.

Em um pronunciamento² realizado no dia 07 de setembro, a Presidente Dilma Rousseff anunciou um “novo ciclo de desenvolvimento para o país”, onde o conceito de “competitividade” passou a ser prioridade.

Para atingir a tão almejada competitividade, seriam adotadas uma série de medidas que supostamente reduziriam os custos de energia, de transporte, juros e impostos, além de “equilibrar o câmbio”. De forma bastante resumida, essas medidas têm se manifestado das seguintes formas:

- (i) Manutenção de uma política de juros baixos e adoção de medidas macroprudenciais para controlar uma inflação que teima em não convergir para a meta.

² http://www.youtube.com/watch?v=cKWlyyBYI_s

- (ii) Maior intervencionismo para reduzir o custo de produção, como nos casos da MP 579 (redução do custo de energia), da cruzada contra o spread bancário (redução do custo de intermediação financeira), das recentes resoluções da ANTT (redução do custo de transporte), além de outras medidas já anunciadas e ainda por vir.
- (iii) Intervenção cambial para manter a taxa de câmbio flutuando dentro de uma banda que o governo considere “equilibrada”.
- (iv) Isenções fiscais, crédito barato e outros pacotes de incentivo para alguns setores escolhidos.

Naturalmente, não é nosso objetivo aqui criticar a validade ou eficácia dessas medidas; deixaremos essa discussão para os economistas.

Todavia, é fundamental acompanharmos essas medidas com a devida proximidade, uma vez que suas consequências já são claramente sentidas nos resultados das empresas e nas cotações em bolsa.

Esse efeito, inclusive, foi confirmado em recente estudo publicado pela Deloitte³, onde foi constatado que as medidas do governo preocupam mais os executivos do que as medidas competitivas tomadas pela própria concorrência.

Hoje, a análise do risco regulatório – ou do aumento de sua percepção – deve ser parte integrante de qualquer decisão de investimento, sob pena de perda de capital, a exemplo daquelas observadas no setor elétrico e bancário e na própria Petrobras.

Quanto à gestão do fundo, temos intensificado bastante o acompanhamento dos setores sensíveis a medidas regulatórias – com destaque para nossos investimentos no setor elétrico e bancário – e tentado aproveitar as oportunidades criadas pela maior percepção de risco regulatório, como na recente aquisição de AES Tietê.

Adicionalmente, temos concentrado a carteira do fundo em empresas com o seguinte conjunto de características, que amortecem tanto os efeitos regulatórios quanto inflacionários:

- (i) Liderança de mercado e/ou situação competitiva favorável (PSSA, ITSA, BBDC, CIEL, BVMF, RAPT);
- (ii) Repasse contratual de inflação (SCAR, COCE, GETI, CGAS);
- (iii) Negócios regulados com concessões longas (GETI e COCE) e/ou ambiente regulatório historicamente favorável (CGAS);
- (iv) Empresas que se beneficiam de alguma medida governamental (RAPT, GRND, MAGG).

³ <https://conteudoclippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2012/11/26/governo-assusta-mais-que-as-rivais>

Portfólio

Desinvestimento – Equatorial Energia

Investimos em Equatorial Energia em abril de 2010. Na época, a empresa havia comunicado a venda da participação que detinha na Light para CEMIG.

A transação seria realizada via a listagem no Novo Mercado de uma empresa chamada Redentor Energia – formada pela cisão parcial da participação da Equatorial na Light – que depois teria seu controle vendido para a CEMIG, disparando OPA de *tag along* para os acionistas minoritários.

Após a divulgação da transação ao mercado, as ações da Equatorial iniciaram uma trajetória de queda, dificilmente explicável pelos fundamentos da empresa ou da transação anunciada.

Na ocasião, estimávamos que os principais motivos para queda fossem: (i) a preocupação quanto à redução da liquidez da ação após a cisão parcial e; (ii) o desequilíbrio oferta x demanda causado pelos fundos de dividendo, que desinvestiram logo após o anúncio de redução do *payout ratio*.

Nos meses seguintes, naturalmente, essas preocupações se dissiparam, a liquidez permaneceu em níveis satisfatórios e os dividendos foram reestabelecidos. A ação se valorizou bastante, mas mantivemos o investimento, pois ainda julgávamos atrativa a relação risco/retorno do investimento.

Mais recentemente, porém, a cotação de Equatorial disparou, provavelmente na expectativa do eventual *turnaround* das distribuidoras do Grupo Rede, pelas quais a Equatorial manifestou interesse. Apesar dos administradores da Equatorial figurarem entre os melhores da indústria, não temos conforto em pagar na frente pelo sucesso da desafiadora reestruturação que os aguarda.

Decidimos, portanto, alienar integralmente nosso investimento.



Substituição de Itaú ON por Bradesco ON

No último trimestre, trocamos um terço de nosso investimento em Banco Itaú por Banco Bradesco. A decisão foi tomada no sentido de reduzir a concentração do fundo ao risco específico de Itaú, adicionando uma empresa com qualidades semelhantes. A exposição setorial ficou inalterada.

Calibrar o nível de concentração nunca é trivial. Na Edge, tentamos manter nossa carteira responsavelmente concentrada em nossas melhores ideias onde, normalmente, nenhuma posição deve ultrapassar 15% do patrimônio líquido do fundo.

Com isso, buscamos não necessariamente a carteira que maximize a performance no cenário base, mas aquela que seja robusta o suficiente para preservar o capital investido nos mais diversos cenários possíveis.

Nossa substituição de Itaú por Bradesco serve, portanto, para aumentar marginalmente a robustez da carteira, ainda que ao custo de um retorno um pouco menor caso nossas estimativas para o futuro de Itaú estejam corretas.

Coelce – Aumento de Capital da Enersis

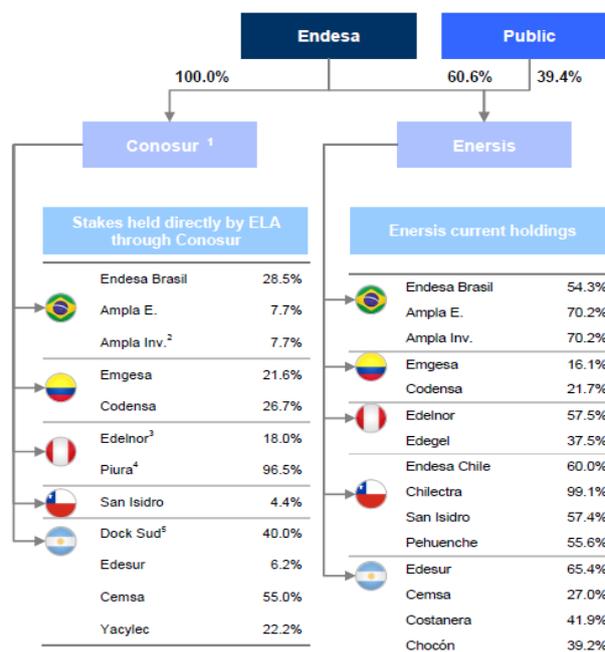
Em julho último, a Endesa, controladora indireta da Coelce, propôs uma reestruturação societária de modo a concentrar em um veículo apenas – sua subsidiária Enersis, listada no Chile – seus investimentos na América Latina.

A transação proposta, se aprovada, envolve um aumento de capital da Enersis, através do qual a Endesa Latinoamérica contribuirá participações que detém diretamente em diversos ativos, conforme ilustração ao lado (“Conosur”).

Aos acionistas minoritários da Enersis foi facultado participar do aumento de capital através de aporte em dinheiro, o que suscita, de imediato, a questão de quanto se atribui de valor aos ativos aportados pela Enersis.

Naturalmente, quanto maior o valor atribuído às participações contribuídas pela controladora, mais recursos teriam que aportar os minoritários para não serem diluídos no aumento de capital.

O racional da Endesa para realizar essa reestruturação, conforme comentado em teleconferência e elencado em apresentações, se apoia em três principais argumentos: (i) ter caixa para potencial M&A, (ii) desenvolver



projetos *greenfield* na região e (iii) comprar participações detidas por acionistas minoritários nas empresas controladas, incluindo a Coelce.

Minorities acquisition of ENI Group ⁽¹⁾		
Company	Country	Stake to acquire
Endesa Brasil		4,2%
Coelce		41,1%
EOC ⁽²⁾		5,0%
Chilectra		0,9%
Pehuenche		7,3%
Emgesa		51,5%
Codensa		51,5%
Edegel		37,5%
Edelnor		24,3%
Inversión total	≥4.000	

(1) Subject to market conditions and investors willingness to transfer their stakes
 (2) Current stake of Endesa is 60%. Endesa by-laws do not permit exceeding the 65% stake threshold

À luz dos possíveis conflitos de interesse e incentivos perversos que circundam as práticas de elaboração de laudos, é interessante notar que, nesse caso, se por um lado interessaria ao controlador sobrestimar o valor dos ativos que pretende contribuir no aumento de capital (para que os minoritários aportem mais dinheiro para não serem diluídos), por outro seria incoerente fazê-lo se o desejo for realmente de comprar a participação não detida nas subsidiárias listadas na tabela ao lado.

Um primeiro relatório de avaliação, divulgado junto com a proposta de aumento de capital, estimou o valor da Coelce em US\$ 2,2 bilhões (aproximadamente R\$ 4,4 bilhões). No entanto, o regulador chileno determinou que a operação fosse tratada como parte relacionada, o que demandou a contratação de dois avaliadores independentes.

Seguem abaixo os resultados de *valuation* ⁴ da Coelce pelo método de fluxo de caixa descontado:

	Data	Kd	Ke	WACC	Valor por DCF (US\$ milhões)
Appraisal Report	jul/12	4,50%	9,50%	7,90%	2.110
Claro y Asociados Ltda	out/12	11,20%	12,40%	9,40%	2.362
IM Trust	out/12	5,20%	9,40%	7,30%	2.182

Então, para nós, investidores da Coelce, a pretendida simplificação societária e a concentração do controle da companhia em apenas um veículo – Enersis – é um avanço em relação à atual e complexa estrutura do grupo na América Latina.

Além disso, conforme se pode observar na tabela acima, o intervalo de valor atribuído à Coelce tanto pelo laudo contratado pela Endesa quanto pelos dois laudos independentes aponta para um prêmio de mais de 50% em relação ao atual valor de mercado da companhia. Naturalmente, caso seja a vontade do controlador em proceder com uma oferta para comprar a participação dos minoritários, essas indicações de valor nos servirão de referência.

Obrigado pela confiança,

Atenciosamente,

Equipe de Gestão Edge Investimentos

⁴ Claro y Asociados - https://dl.dropbox.com/u/21706128/Relat%C3%B3rios/CA_EN.pdf
 IM Trust - https://dl.dropbox.com/u/21706128/Relat%C3%B3rios/IMTrust_EN.pdf
 Appraisal Report - https://dl.dropbox.com/u/21706128/Relat%C3%B3rios/informe_capital_ingles.pdf