

Nesta segunda CARTA TRIMESTRAL ATMOS abordaremos dois temas que frequentemente discutimos com investidores: (i) a definição do benchmark mais apropriado para um fundo de ações e (ii) como avaliar o desempenho de um fundo.

Medida e Referência

O exercício de medir é sempre mais complexo do que parece, principalmente pela dificuldade de se escolher uma referência que não se altere devido a fatores como temperatura, oxidação, erosão, entre outros. Vide a dificuldade de se definir a unidade de peso padrão, o quilo.

Um cilindro, conhecido como Le Grand K, criado em 1799 pela Academia Francesa de Ciências, é desde então, a referência usada nas balanças do mundo todo para determinar o que é 1 quilo. Para garantir a uniformidade, a partir de 1889, cópias do cilindro foram distribuídas a diversos países. Recentemente, cientistas descobriram que o cilindro original vem perdendo massa – e, portanto, peso – com relação a suas cópias. A diferença é da ordem de 50 microgramas. Isso equivale a menos de um grão de açúcar. Parece pouco, mas as mudanças nessa unidade de massa, teoricamente, influenciariam o valor de outras unidades, como o ampère e o volt, cujo cálculo está relacionado ao quilo. Do ponto de vista simbólico, a descoberta da alteração no peso do cilindro-mãe cria uma situação inusitada: 1 quilo não é mais 1 quilo. (fonte: National Physical Laboratory /UK - Veja)

Os problemas relacionados à mensuração da qualidade da performance de um fundo ou de executivos de empresas são ainda mais complexos. Métricas de desempenho como Sharpe, EVA, entre outros, são calculadas com bastante facilidade e utilizadas para conclusões diversas, mas dificilmente nos mostram, de maneira isolada, se os resultados são provenientes da qualidade de execução, do excesso de risco incorrido ou do mero acaso.

Essa discussão levanta uma questão fundamental para os investidores de fundos. Dado a dificuldade de medir desempenho, qual a remuneração justa do gestor? Esse ponto ficou mais evidente com a crise de 2008, quando diversos investidores tiveram perdas significativas de riqueza enquanto muitos gestores, por pior que tenham sido seus desempenhos em 2008, foram altamente recompensados nos anos anteriores assumindo riscos muito altos.

No nosso caso, recorrentemente somos questionados a respeito de parte de nossa remuneração estar atrelada a um benchmark de retorno absoluto (IPCA + 6%). Afinal, é justo cobrarmos performance se o fundo subir menos do que o Ibovespa? Muitos, com razão, se incomodam com a idéia de “vender” essa opção de graça.

Estimativa do Valor da Opção do Gestor

Não acreditamos que a volatilidade seja uma medida apropriada de risco. Existem muitas estratégias que possuem volatilidade baixa, mas alto risco de principal. Apesar disso, ela é muito importante para o cálculo da opcionalidade do gestor.

O modelo de Black & Scholes (B&S) é o mais utilizado no mercado para o cálculo do valor de uma opção. Apesar de seus reconhecidos defeitos, ele nos possibilita estimar um valor para a opção do gestor, assim como sua sensibilidade em relação à volatilidade de mercado. Nosso objetivo não é calcular precisamente o valor dessa opção, mas termos instrumentos para auxiliar a discussão.

Para ilustrarmos melhor esse exercício, vamos utilizar as taxas cobradas pelo nosso fundo. O custo total é composto por 2% a.a. fixos de administração, mais a taxa de performance de 10% sobre o que exceder o IPCA + 6% cobrada anualmente. Esta última, como depende da rentabilidade da carteira, pode ser representada *ex-ante* pelo valor da opção do gestor. Os resultados do cálculo dessa opção estão apresentados na tabela abaixo (premissas no anexo), em conjunto com diversos cenários para a volatilidade implícita:

Volatilidade	10,22%	22,68%	33,33%	54,00%
Referência	Atmos, últimos 12 meses	Ibovespa, últimos 12 meses	Ibovespa, últimos 60 meses	Ibovespa, pico de 12 meses na crise 2008/2009
Valor da opção	0,30%	0,78%	1,20%	2,00%

Fonte: Bloomberg e Atmos. Período de 15/10/2009 a 15/10/2010

Podemos notar que o valor da opção do gestor está provavelmente situado entre 0,30% - 2,00% a.a. Nossa percepção é que um valor por volta de 1% a.a. seria o mais razoável, sendo equivalente à cobrança de 3% a.a. da taxa de administração sem performance.¹

Alinhamento de Interesses

Em linha com o que apresentamos, caso estivéssemos preocupados em maximizar o valor da opção do gestor (representada pela taxa de performance), utilizaríamos estratégias que aumentassem a volatilidade do fundo independente do risco de perda permanente de capital, concentrando a carteira em empresas alavancadas ou cíclicas. Na prática, fazemos justamente o contrário.

Sabendo que o período é curto e a tarefa de avaliar a si mesmo nunca é isenta de viés, entendemos que a volatilidade do nosso fundo foi baixa pelos seguintes motivos: (i) parte relevante da carteira em caixa quando estimamos que as ações possuíam um potencial de queda significativo com pequenas alterações de premissas (ii) concentração do fundo em ativos com fluxo de caixa mais estável, e (iii) uso de proteções com custo limitado, sacrificando retorno de curto prazo para evitar uma perda excessiva de capital em cenários de stress.

Acreditamos que a volatilidade do fundo não permanecerá tão baixa quanto no primeiro ano. Nesse período inicial o percentual em caixa ficou próximo do limite máximo de 33%. Na medida em que os ativos apresentem menor potencial de perda em cenários conservadores, a exposição do fundo deverá aumentar significativamente. Desta forma, o fundo deve apresentar uma maior volatilidade justamente nos momentos em que estimamos um menor risco de perda permanente de capital para os nossos investidores, inclusive os sócios da Atmos, que investem uma parcela significativa de seus patrimônios no fundo.

¹ Vale ressaltar que o fundo possui marca d'água. Desta forma, apesar de estarmos concentrando a análise da opção do gestor no período de um ano, o custo anual para múltiplos períodos seria ainda menor.

Apesar disso, o verdadeiro alinhamento de interesses ocorre quando a rentabilidade do capital próprio dos sócios investido no fundo é mais importante do que a opcionalidade do gestor. Com o crescimento dos ativos administrados, o equilíbrio dessa equação pode se alterar. Esse desalinhamento é teoricamente inibido pelo reinvestimento dos dividendos recebidos pelos sócios no fundo e pelo risco moral e profissional.

Remuneração do gestor

Com a discussão até este ponto, esperamos ter demonstrado que não estamos buscando uma opção sobre o investidor ao escolher um benchmark de retorno absoluto. Entretanto, isso ainda não responde a duas perguntas: (i) por que não escolher um benchmark relativo como o Ibovespa e (ii) por que não cobrar apenas taxa de administração.

O primeiro ponto a ser levantado é que nossa carteira costuma ter um comportamento diferente do Ibovespa ou de outros índices de ações. Afinal, não é de todo incomum que ações com fluxo de caixa mais estável subam, enquanto ações mais cíclicas caiam e vice-versa. Isto, por sua vez, gera uma volatilidade na relação fundo vs. índice. Desta forma, para carteiras não indexadas, mesmo um benchmark relativo a um índice de ações permanece gerando uma opção para o gestor. Para ilustrar, mesmo sabendo que o período é curto e este padrão pode não se repetir no futuro, a volatilidade da relação do nosso fundo vs. índice nos últimos 12 meses foi de 14%, superior à volatilidade absoluta do fundo de 10%.

Esta opção contra o índice, para o gestor, vale mais para períodos de variações moderadas nos preços dos ativos como o que vivemos desde o início do fundo, enquanto para períodos de variações extremas a opção contra um benchmark absoluto tem mais valor.

Como exemplo, se cobrássemos como taxa de performance 20% do que excedesse o Ibovespa (padrão de mercado), a carteira precisaria subir 7% (cota bruta) a mais do que o índice, para que a gestora recebesse 1% do patrimônio do fundo como taxa de performance. Dessa forma, o custo total do fundo seria de 3% a.a. (incluindo 2% da taxa de administração).

Colocando em perspectiva, para a Atmos ganhar o mesmo 1% sobre os ativos administrados como taxa de performance, a nossa carteira precisa ter uma rentabilidade bruta de 24% a.a. Não se trata de um nível de rentabilidade fácil de ser atingido no longo prazo.

Taxa de performance	Benchmark Absoluto			Benchmark Relativo		
	10% sobre IPCA +6%	10% sobre IPCA +6%	10% sobre IPCA +6%	20% sobre Ibovespa	20% sobre Ibovespa	20% sobre Ibovespa
Retorno absoluto bruto	24%	34%	44%	n.m.	n.m.	n.m.
Retorno excedente ao benchmark bruta	12,5%	22,5%	32,5%	7,1%	12,2%	17,3%
Retorno excedente ao benchmark após taxa de administração de 2%	10,1%	19,9%	29,7%	5,0%	10,0%	15,0%
Taxa de performance para investidor	1,01%	1,99%	2,97%	1,00%	2,00%	3,00%

Como as ações no Brasil em geral subiram muito nos últimos dez anos devido à grande alta de commodities e queda do risco Brasil, a maior parte das pessoas concentra sua análise no valor da opção em cenários extremos. Porém, acreditamos que, como já ocorre em mercados mais desenvolvidos, os retornos futuros serão mais moderados.

Um benchmark relativo também pode contribuir para desalinhar o interesse do gestor com os seus investidores. Se em determinado período do ano o fundo apresentar uma boa performance em relação ao Ibovespa, existe a possibilidade do gestor ser induzido a indexar a carteira. Isso contraria nosso princípio de gestão que é maximizar o retorno esperado de longo prazo.

E por que não utilizar uma taxa de administração maior sem cobrar performance? Entendemos que não é justo definir nossa remuneração anual, sem que seja necessário um bom retorno para os investidores. A taxa de performance sobre um benchmark absoluto garante uma busca pela maximização do resultado de longo prazo, desde que o gestor esteja alinhado com seus cotistas.

Neste ponto gostaríamos de reforçar que não acreditamos em uma “receita de bolo”, nem que somos os donos da melhor solução. Acreditamos que as soluções são individuais dependendo do produto, das pessoas envolvidas e da cultura da gestora. Só estamos dividindo com nossos investidores as reflexões feitas em nosso processo de criação do fundo.

No final, dificilmente saberemos responder se a estrutura de custos - taxa de administração e performance - foi equilibrada *vis à vis* o resultado entregue, mas teríamos o mesmo problema com uma taxa de administração mais alta ou um benchmark relativo. Assim como quando você vai num restaurante é difícil dizer se o preço justo de um prato é R\$40 ou R\$60.

Como medir o desempenho de um fundo

Crerios quantitativos são mais simples de serem analisados. Consegue-se comparar uma grande quantidade de fundos, sem ter que fazer uma diligência qualitativa sobre o desempenho. Entretanto, se é provável que bons gestores estejam entre os primeiros de rankings quantitativos em prazos longos, isso não garante que os primeiros nesses mesmos rankings sejam necessariamente bons gestores. Existem muitos fundos no mercado, e desta forma, a lei dos grandes números garante que vários terão um bom desempenho de longo prazo apenas devido ao acaso.

Em nossa opinião a escolha de um fundo não deve ser muito diferente da forma como um investidor escolhe empresas. É necessário avaliar o alinhamento dos gestores, a consistência da estratégia, o histórico dos controladores, o nível de risco assumido, entre outros. A questão do risco é fundamental e não pode ser simplificada olhando apenas a volatilidade.

Somente ao avaliar conjuntamente critérios quantitativos e qualitativos, pode-se ter uma idéia melhor de como avaliar um fundo. Apesar de toda diligência, o investidor está apenas aumentando a probabilidade de escolher um bom gestor. Afinal, nem sempre um quilo é um quilo.

Anexo: Premissas para Cálculo da Opção do Gestor

Opção do Gestor – Benchmark Absoluto

Para precificar a opção para o gestor foi utilizado o modelo de Black & Scholes (B&S), multiplicando a taxa de performance do fundo pelo preço de uma opção, com os seguintes parâmetros, além da volatilidade:

S = 100
K = 111,50¹
Taxa livre de risco = 11,05% ao ano base 252²
Dividendos = 2% ao ano base 252³
Prazo = 1 ano

Em caráter comparativo com os valores para a opção do gestor mostrados na tabela do texto principal, um investidor que desejasse comprar 10% do seu patrimônio (em linha com nossa taxa de performance) simplesmente em opções do Ibovespa para 12 meses com o *strike* ajustado (*at-the-money-forward*), desembolsaria 0,9% de seu patrimônio. No limite, um gestor apenas interessado nessa opcionalidade, poderia aumentar em 1% a taxa de administração, não cobrar performance e comprar opções do Ibovespa no mercado.

Opção do Gestor – Benchmark Relativo

A volatilidade da relação cota do fundo e o Ibovespa (*volatilidade do ratio*) calculada semanalmente - para evitar distorções de fechamento diário - foi de 14%. Sendo, portanto superior à volatilidade absoluta do fundo de 10%. A volatilidade do *ratio* é formada: pela correlação do fundo com o Ibovespa, o beta e o erro. A tendência é a correlação aumentar em períodos de variações extremas. Entretanto é difícil dizer o que deve acontecer com o beta e o erro. Pode não ser razoável assumir que a variação futura do *ratio* seja independente do nível (mas também achamos que isto é válido para o preço das ações quando olhado de maneira independente). Isso dificulta o cálculo do valor da opção contra o Ibovespa utilizando a fórmula de B&S. Outro fator que dificulta esta conta, é que fundos com benchmark relativo, não cobram performance em caso de cota negativa. Porém, em períodos longos, nos parece difícil que o Ibovespa tenha retornos nominais negativos e a performance devida poderá ser cobrada no período seguinte. Assim de maneira simplificada, o valor da opção para o gestor que cobra performance sobre o Ibovespa pode ser estimada multiplicando a taxa de performance do fundo pelo preço de uma opção usando o modelo de B&S ajustado para ativos relativos:

S = 1
K = 1
Taxa livre de risco = -2% ao ano base 252⁴
Taxa de dividendos = 0% ao ano base 252⁵
Prazo = 1 ano

Usando a volatilidade do ratio Atmos Ações / Ibovespa dos últimos 12 meses de 14%, o valor da opção usando B&S seria de 4,70% do valor do ativo. E a opção do gestor seria calculada multiplicando esse valor pela taxa de performance. Para calcular uma opção relativa entre dois ativos se utiliza a fórmula de Margrabe⁶, que pode ser transformada na fórmula de B&S dividindo a equação por U, sendo o novo ativo igual a V/U e o strike igual a 1.

$$V_0 e^{-qvT} N(d_1) - U_0 e^{-quT} N(d_2)$$

Put do Gestor Defensivo – Benchmark Relativo

Outra maneira de olhar essa mesma questão é pensar que fundos com carteiras mais defensivas, caso cobrem contra o Ibovespa teriam uma espécie de *put* de graça. No limite, assumindo que a carteira seja tão defensiva que a rentabilidade equivaleria ao CDI sem volatilidade, poderíamos usar como referência para o valor desta put a taxa de performance cobrada pelo fundo multiplicada pelo preço de uma opção usando o modelo de B&S com os seguintes parâmetros:

S = 100
K = 109,31⁷
Volatilidade = 22,10%⁸
Taxa livre de risco = 11,05% ao ano base 252
Taxa de dividendos = 0%
Prazo = 1 ano

O valor dessa opção do gestor é de 7,93% multiplicada pela taxa de performance (normalmente 20% quando o benchmark é relativo). A princípio, este seria um valor máximo da put do gestor, dado que se espera uma carteira com algum nível de correlação com o índice.

IPCA + 6% - O retorno bruto necessário para calcular quanto o nosso fundo cobraria de taxa de performance, foi calculado assumindo que o benchmark seria de 11,50% (6% + a expectativa do IPCA de 12 meses de 5,16%).

¹ Correção de 6% + inflação esperada para os próximos 12 meses pelo mercado em 15/10/2010 de 5,16%

² Fechamento da curva Pré x DI de um ano em 15/10/2010

³ A rentabilidade esperada da carteira, em um mundo teórico livre de risco, seria o retorno do CDI menos a taxa de administração do fundo representada no modelo de B&S pelos 2% computados como dividendos.

⁴ Levando em conta a taxa de administração do fundo de 2% ao ano

⁵ O fundo e o Ibovespa, em um mundo livre de risco, rendem a taxa livre de risco. Entretanto, o ratio tem que pagar a taxa de administração de 2% a.a

⁶ Ver W. Margrabe, "The Value of an Option to Exchange One Asset for Another" Journal of Finance, 33 (March 1978) – 177-86

⁷ O fundo rende CDI mas tem que pagar 2% de taxa de administração, e portanto o investidor exerce a put se o índice tiver subido menos que (1,1105 / 1,02-1)

⁸ Volatilidade da call at-the-money-forward do Ibovespa cotada em 15/10/2010 para período de 1 ano

A Atmos Capital foi fundada em julho de 2009 e tem como sócios: Bruno Levacov, Lucas Bielawski, David Kaddoum, João Salarini, Fabiana Gelband e Bruno Campos. O objetivo do Atmos Ações FIC FIA é gerar rendimentos superiores à taxa de juros de longo prazo a partir de investimentos realizados predominantemente no mercado de ações do Brasil. O fundo é voltado para investidores qualificados, conforme regulamentação expedida pela CVM.

PERFORMANCE HISTÓRICA

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Acum
2009	Atmos Ações										-0,04%	5,91%	5,74%	11,95%
	Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
2010	Atmos Ações	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%				16,40%
	Ibovespa	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%				1,23%

		Rentabilidade	Volatilidade
Desde o início*	Atmos Ações	30,31%	10,26%
	Ibovespa	4,09%	22,99%
	IPCA + 6%	10,55%	-

Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

PL	R\$
PL Atual / PL Médio FIC FIA**	32,1 MM / 23,3 MM
PL Atual / PL Médio Master FIA**	43,1 MM / 32,2 MM
PL Total Administrado***	88,2 MM

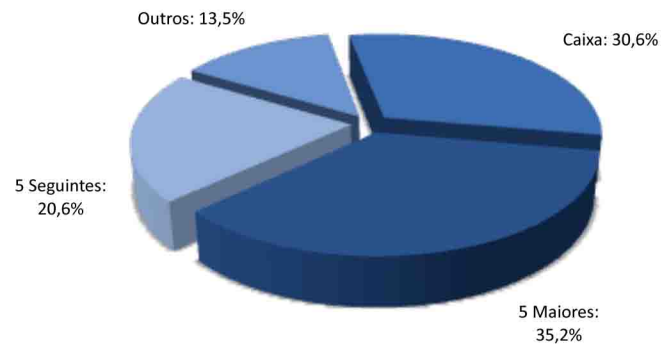
**PL médio desde o início do fundo

***Master, FIAs exclusivos e fundo espelho para investidores estrangeiros

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	9,7%
Commodities	8,7%
Consumo e Varejo	13,2%
Energia Elétrica	3,8%
Financeiros diversos	15,7%
Logística	3,0%
Saúde	6,1%
Tecnologia e Telecomunicações	9,2%
Caixa	30,6%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações
Small (abaixo de R\$1 bi)	9%
Mid (de R\$1 a R\$10 bi)	41%
Large (acima de R\$10 bi)	50%

Liquidez	% PL
Caixa	31%
≥ 10 MM	27%
3 MM a 10 MM	20%
1 MM a 3 MM	18%
< 1 MM	5%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Data de Início: 15/10/2009

Aplicação Mínima: R\$ 50.000,00
Movimentação Mínima: R\$ 10.000,00
Saldo Mínimo: R\$ 20.000,00

Aplicação (até 14hrs): Cotização em D+1
Resgate (até 14hrs): Cotização em D+10 (úteis) e liquidação em D+13 (úteis) da solicitação

Taxa de Administração: 2,0% a.a.⁽¹⁾ sobre o PL do fundo
Taxa de Performance: 10% sobre o que exceder IPCA + 6% pago anualmente, com marca d'água

Taxa de Saída: 10% revertendo em favor do fundo para pagamento em D+4

Tributação: IR de 15% sobre ganhos nominais

Gestor: Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
Adm/Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros S.A.⁽²⁾
Custodiante: Banco Bradesco S.A.
Auditor: KPMG Auditores Independentes

Categoria Anbid: Ações Livre
Bloomberg: ATMOSAC <BZ> <Equity>
CNPJ do Fundo: 11.145.320 / 0001-56
Dados Bancários: Bradesco | Ag 2856-8 | C/C 613.476-9

Para mais informações, favor contactar: faleconosco@atmoscapital.com.br Tel / Fax +55 21 2025-1800 www.atmoscapital.com.br

⁽¹⁾1,85% aa sobre o PL do fundo FIC + 0,15% aa sobre o PL do fundo Master. Taxa de adm. máxima: 2,35%aa. A taxa de adm. máx. compreende a taxa de adm mín. e o percentual máx. que a política do fundo admite despendir em razão das txs de adm. dos fundos investidos.
⁽²⁾Contato Administração/Distribuição: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. CNPJ: 02.201.501/0001-61 Av Pres. Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro - RJ. CEP 20030-905. www.bnymellon.com.br/sf. SAC: sac@bnymellon.com.br (21) 3219-2600 ou 0800 725 3219. Ouidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219. A utilização do Ibovespa como indicador é mera referência econômica e não parâmetro ou objetivo do fundo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses e, para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. 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. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. As informações constantes neste relatório estão em consonância com o regulamento do fundo, porém não o substitui. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo de investimento, bem como às disposições do regulamento que tratam dos fatores de risco a que o fundo está exposto. Este fundo utiliza e pode aplicar em fundos que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações constantes deste relatório têm caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas. Esse relatório é de uso exclusivo pelos seus destinatários. A Atmos Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas. As informações contidas neste documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da Atmos Capital. A exposição a risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.