

**“I DON'T WANT TO ACHIEVE IMMORTALITY THROUGH MY WORK. I WANT TO ACHIEVE IMMORTALITY THROUGH NOT DYING”<sup>1</sup>**

Durante muito tempo sociedades foram dominadas por organizações que centralizavam todo o poder decisório, sejam estas hierarquias faraônicas, cortes imperiais ou seitas religiosas. Algumas foram bem sucedidas de um ponto de vista estritamente material em seu tempo: construíram esfinges com durabilidade multimilenar, conquistaram e imprimiram marcas culturais em vastos territórios e conseguiram até mesmo dominar reinos inteiros através de decretos forjados<sup>2</sup>. Porém, esse monopólio do propósito de um único grupo, centrado usualmente em um déspota religioso e/ou militar, impedia a proliferação de ideias diferentes.

O início do processo de descentralização de propósitos, afora exemplos escassos da antiguidade, se dá na Renascença, quando o indivíduo começa a ganhar importância em relação a instituições mais abstratas. No entanto, apenas a partir de meados do século XVIII, influenciado pela filosofia iluminista e tendo como pano de fundo a primeira revolução industrial, esse ideário humanista ganha uma vertente secular e se consolida<sup>3</sup>. Neste caldeirão, surge a lei da “sociedade de responsabilidade limitada”, movimento aparentemente discreto mas que se demonstraria transformador quando observado através do crivo da história<sup>4</sup>.

O ideário moderno da companhia nasceu com o simples objetivo de retirar o risco de falência pessoal da frente dos empreendedores, limitando perdas de atividades comerciais ao capital aportado no negócio. Isso permitiu a um vasto contingente de indivíduos expressar seus mais variados desejos e objetivos através de atividades empresariais, liberando um enorme poder criativo reprimido no passado. Para ilustrar a magnitude desta transformação, em 1860 mais da metade da capitalização do mercado inglês era composta por títulos do governo, enquanto em 1914, aproximadamente 60 anos após a criação da sociedade de responsabilidade limitada, este número havia caído para menos de 5%<sup>5</sup>.

A acumulação de capital decorrente da escala adquirida pelos negócios de sucesso possibilitou que os horizontes empresariais se expandissem para além da mera sobrevivência. A partir deste momento, tal qual o faraó com suas pirâmides, o imperador com seus monumentos e o sumo-sacerdote com seus textos divinos, empresários em diferentes partes do planeta, com as mais distintas motivações, também passaram a sonhar em deixar marcas intertemporais na terra. Estabelecia-se, assim, a ideia da perenização dos negócios.

---

<sup>1</sup> Woody Allen

<sup>2</sup> Referimo-nos à “Doação de Constantino”, utilizada pela igreja católica na idade média para validar o seu poder sobre os territórios católicos da Europa. Acreditava-se amplamente que o documento (na realidade forjado no século VIII para dar aval ao trono do primeiro imperador carolíngio) havia sido concedido pelo imperador romano Constantino ao papa Silvestre I no século III d.C., entregando ao mesmo e aos seus sucessores o domínio de Roma e de todo o império romano do Oeste

<sup>3</sup> Firmava-se neste momento com menor grau de contaminação por superstições medievais quando comparado ao período Renascentista

<sup>4</sup> O surgimento da primeira lei de responsabilidade limitada do mundo moderno se dá em Nova Iorque no ano de 1811 (“*Act relative to Incorporations for Manufacturing Purposes of 1811*”), aplicando-se somente às companhias manufatureiras. Logo em seguida, essa jurisprudência alastrou-se para o resto dos EUA. Já na Grã-Bretanha, centro econômico da época, as reformas se deram em etapas: (i) *Joint Stock Companies Act* de 1844, que expandiu o acesso à criação de companhias, retirando a necessidade de um “*royal charter*” para fundar uma sociedade empresarial, (ii) O *Limited Liability Act* de 1855, que finalmente instaurou a responsabilidade limitada no país, e (iii) O *Companies Act* de 1856, que formalmente consolidou ambos estatutos anteriores

<sup>5</sup> Para mais, ver: <https://goo.gl/q572q2>

## “ÁGUA MOLE, PEDRA DURA / TANTO BATE QUE NÃO RESTARÁ NEM PENSAMENTO”<sup>6</sup>

A dinâmica competitiva nos países institucionalmente mais estáveis enriquece a reflexão sobre alguns dos fatores que permitem uma companhia a alcançar algo próximo de uma “perpetuidade”. Em um ambiente concorrencialmente mais aberto, diferenciais como marcas fortes, escala, líderes inspiradores e ativos imobilizados únicos (fábricas mais eficientes, pontos bem localizados, entre outros) podem levar ao desenvolvimento de vantagens sustentáveis e, conseqüentemente, à obtenção de uma significativa lucratividade durante um longo período de tempo.

No entanto, os ciclos de destruição de capital *Schumpeterianos* são esparsos e nossa memória não é extensa o suficiente para lembrar que algo aparentemente tão sólido possa se transformar em areia. Para complicar ainda mais, o processo de transformação competitiva de um setor ocorre de forma gradual na maior parte do tempo, eliminando qualquer senso de urgência. Deste modo, quando a ruptura ocorre, é comum um certo sentimento de surpresa por parte dos incumbentes. Sem querer, acabam cumprindo a rigor a descrição de Ernest Hemingway sobre a falência financeira: “(You go bankrupt) Two ways. Gradually, then suddenly.”<sup>7</sup>

A revolução tecnológica é um movimento singular na história. Criam-se ecossistemas inteiramente novos e desenvolvem-se empresas multibilionárias. Porém, na maior parte dos casos, o que tem ocorrido é um re-embaralhamento de rentabilidade através da entrada inesperada de competidores que percebem um *status-quo* acomodado, e agem oportunisticamente utilizando ferramentas sub-aproveitadas pelas empresas estabelecidas para ganhar mercado<sup>8</sup>. Nestas situações, os vetores de mudança do presente lembram o passado, apesar de operarem com uma substancial diferença de velocidade. Como exemplo, o surgimento do Walmart em 1962 ocorreu de forma inicialmente bastante gradual em âmbito nacional, apesar da devastação local que acarretou desde o princípio. Nos seus primeiros vinte anos, a companhia atingiu o que hoje é visto como um tímido número de 0,6% de participação nas vendas totais do varejo americano<sup>9</sup>. Somente nos dez anos seguintes, período em que realizou a implementação em escala de novos conceitos de logística e sistemas<sup>10</sup>, os ganhos de *share* começaram a acelerar, atingindo por volta de 5% em 1992.

Hoje, o velho Walton e sua empresa são lembrados com certo carinho saudosista e enorme admiração pelos analistas da indústria imbuídos desde o início da carreira com os ditames de *Made In America*<sup>11</sup>. No entanto, o mercado duramente conquistado por esta empresa tão simbólica do capitalismo americano do século XX está sob ameaça. A Amazon, na comemoração do seu vigésimo aniversário<sup>12</sup> já contava com a impressionante marca de aproximadamente 3% de participação no varejo americano<sup>13</sup>, avançando sobre o campo do *establishment* varejista apesar de operar em um ambiente no qual o consumidor ainda apresenta um perfil um tanto analógico.

<sup>6</sup> Trecho da musica “Tempo Rei” do compositor brasileiro Gilberto Gil

<sup>7</sup> Adaptação do diálogo do livro “O sol também se levanta”

<sup>8</sup> “Your margin is my opportunity” - Jeff Bezos, CEO da Amazon

<sup>9</sup> Todos os números de *share* do varejo dessa seção expurgam veículos, *food & beverage*, combustíveis e serviços alimentares, exceto onde indicado contrariamente. Geramos os mesmos utilizando como base de dados o *US Retail Sales Census*

<sup>10</sup> Nos anos 80 a companhia continuou a investir no seu modelo “Hub & Spoke” de distribuição, iniciado na década de 1970, através do qual centros de distribuição supriam aglomerados de lojas situadas a um dia de viagem por veículo automotor dos mesmos. O diferencial que permitiu um crescimento exponencial neste período talvez tenha sido a implementação do sistema VMI (*Vendor Managed Inventory*), que tornou os fornecedores diretamente responsáveis por monitorar e repor mercadorias nos centros de distribuição, aumentando o giro e, por conseqüência, os ganhos de escala da rede

<sup>11</sup> Autobiografia de Sam Walton

<sup>12</sup> Em 5 de Julho de 2014

<sup>13</sup> Importante destacar que esse número inclui o GMV (*Gross Merchandise Value*), que representa o valor de todos os bens vendidos no ecossistema Amazon, e nos parece uma métrica mais precisa que a receita bruta da empresa para avaliar o potencial de disrupção da companhia no varejo. Importante notar também que a Amazon atingiu o número enunciado possuindo uma sólida operação internacional (que representava 30% da sua receita líquida em 2014) e um investimento em infraestrutura de rede que se tornou um negócio inteiramente novo chamado *Amazon Web Services*. O WalMart de 1982 (vinte anos após sua criação) ainda estava longe de desenvolver uma operação de varejo internacional, quanto mais outro negócio paralelo à operação *core*

Importante ressaltar que os *millennials*<sup>14</sup>, os mais assíduos usuários da internet, ainda respondem por menos de 20% dos gastos totais do varejo<sup>15</sup>, o que justifica a manutenção de certa dominância do modelo físico, pelo menos por enquanto. Nesse contexto, o WalMart continua a reter cerca de 6% de participação de mercado<sup>16</sup> auxiliado pela barreira significativa que construiu através da sua escala. Porém, do mesmo modo que a pólvora destruiu rapidamente toda uma arquitetura medieval, a tecnologia pode ser o inimigo rasteiro que aposentará todo um modelo físico de lojas e centros de distribuição cuidadosamente construídos ao longo de décadas.

Os desafios apresentam-se de forma parecida para outras indústrias historicamente acomodadas. Assim como o varejo com a ascensão do *e-commerce*, a revolução tecnológica iniciada na segunda metade do século XX também traz grandes transformações para outros setores. Dentre estes, destacam-se a distribuição de combustível com os carros elétricos, a mídia televisiva com a publicidade online direcionada, as locadoras e seguradoras com a condução autônoma e programas de compartilhamento de veículos e até mesmo os bancos com o inexorável movimento de desintermediação financeira via *fintech*<sup>17</sup>.

A história demonstra que negócios já bem estabelecidos têm maior dificuldade em perceber mudanças sistêmicas e buscar inovações, a despeito da sua maior capacidade de investimento. Estes movimentos exigem decisões estratégicas agressivas que podem sacrificar, pelo menos no curto prazo, a rentabilidade duramente construída. Tarefa árdua para as grandes companhias, onde raramente incentiva-se a rebeldia e criatividade, traços necessários para mudar de direção<sup>18</sup>. Sem contar que nestas organizações frequentemente são concedidas remunerações desconectadas dos objetivos de longo prazo, retirando o incentivo dos agentes em mirar desafios estratégicos, e concentrando-os “racionalmente” em movimentos táticos e mais imediatos.

Contrariamente, em uma *start-up* com poucas pessoas toda a equipe se sente diretamente responsável pelas transformações. Isso permite o desenvolvimento de uma narrativa crível da opcionalidade de enriquecimento e grandes realizações, alinhando indivíduos que tem pouco a perder na direção da tomada de riscos<sup>19</sup>. Em termos probabilísticos, as chances de sucesso das *start-ups* são baixas. No entanto, quando os astros se alinham, as corporações que se desenvolvem podem impactar mercados e competidores de forma avassaladora. Para agravar, em um mundo onde o capital deixou de ser recurso escasso, tem-se permitido que esse processo de tentativa e erro se estenda mesmo na ausência de lucro para sustentar organicamente o crescimento da operação.

**“TINHA UM BARÃO / (TEM AINDA) / ESPERTALHÃO / (TEM AINDA) / NUNCA TRABALHAVA / E ENTÃO ACHAVA A VIDA LINDA / (E ACHA AINDA, E ACHA AINDA)”<sup>20</sup>**

O Brasil, país de contrastes e evidente atraso, é permeado pelo risco de não-adaptabilidade de suas empresas frente aos desafios da era moderna. A obsessão pela manutenção do controle acionário, ajudada pelo largo financiamento dos bancos estatais, criou uma aristocracia empresarial muito apegada aos seus negócios. Este

<sup>14</sup> Faixa demográfica jovem composta por indivíduos nascidos entre 1980 e 2000, que atualmente corresponde a cerca de 30% da população americana

<sup>15</sup> Fonte: <https://goo.gl/Mq36Mo>

<sup>16</sup> Se considerarmos *food & beverage* (ainda expurgando veículos, combustível e serviços alimentares), dada a importância da linha para o WalMart atualmente, a participação da companhia nas vendas do varejo aumenta para cerca de 11%

<sup>17</sup> Com a tecnologia atual das “*cryptocurrencies*” já se começa a discutir alternativas para o sistema bancário por reservas fracionais, onde os bancos operam como forte *input* na multiplicação da base monetária. Uma dessas alternativas seria um sistema onde todos os depósitos são feitos diretamente no Banco Central. Neste modelo, com a base de dados de *credit score* de toda a população aberta ao público, a competição poderia aumentar fortemente. Para mais, ver: <https://goo.gl/sq2dQZ>

<sup>18</sup> Em entrevista concedida em 2014 no evento Movimento FALCONI, Marcel Telles expressa essa ideia de forma bastante direta ao ser indagado acerca do controverso tema da “disciplina”: “(...) Se você tiver a disciplina militar, você não tem o cara que tem a ideia fora da curva. (...) Eu gosto de um pouquinho da centelha da indisciplina.” Para mais, ver: <https://goo.gl/0mg6TK>

<sup>19</sup> É nesses casos que a remuneração via opções ou ações demonstra-se efetiva de um ponto de vista de incentivos a iniciativas internas com caráter empreendedor. No caso de empresas grandes e estáveis onde a contribuição de um único indivíduo para o sucesso do negócio torna-se muito marginal, tais tentativas de alinhamento parecem perder boa parte do seu efeito

<sup>20</sup> Trecho da música “Bicharia” do compositor brasileiro Chico Buarque

grupo caracteriza-se muitas vezes por círculos familiares portadores dos supostos óculos de longo prazo, com certa *ethos* guardiã de valores, e capazes de liderar com eficácia companhias em épocas sem grandes rupturas.

Ainda vivemos em um equilíbrio de sociedade fechada e bastante resistente ao novo, onde um arcabouço fiscal complicadíssimo e um arcaísmo institucional enorme geram custos de transação muito bem utilizados pelos principais atores do sistema. Neste cenário, muitas vezes a habilidade de operar um emaranhado de regras se torna tão relevante quanto a capacidade de executar bem uma estratégia.

A parte conservadora do empresariado brasileiro, extremamente avessa a um sistema verdadeiramente livre em termos concorrenciais, sempre se defendeu por vias do *lobby* em diferentes momentos e contextos. A capacidade de operar o FIES para interesses próprios ou financiar a habitação popular com o farto orçamento do FGTS (versus o escasso, porém mais bem contabilizado e transparente dinheiro público) através de argumentações tortuosas acerca do caráter distribucionista do fundo<sup>21</sup>, são apenas exemplos modernos de práticas corriqueiras exercidas durante toda história empresarial da nação. Muitas de nossas empresas não são anti-frágeis<sup>22</sup> - foram construídas e educadas como filhos mimados, e protegidas por múltiplos governos paternalistas que arcavam com todas as suas vontades. Não passaram pelo processo Darwiniano que cria capacidade de resiliência via transformações. Em um mundo assolado por um novo ecossistema que globaliza o processo de rupturas, e onde até os mais fortes *players* globais da era antiga perigam definir, é difícil de se esperar muito de boa parte das empresas locais.

O início dos anos 90 constitui um bom exemplo, quando de forma atabalhoada as fronteiras comerciais do país foram abertas e a nova concorrência destruiu grande parte da indústria: têxtil, brinquedos, auto-peças, etc. Hoje, o inimigo não está escondido em um país com vantagens comparativas específicas. Ele está em todo lugar. Vem de uma nova economia com grande capacidade inventiva, com facilidade de entrar em qualquer canto do mundo sem muito respeito às barreiras geográficas, e menos reprimida por restrições financeiras dada a ampla disponibilidade de capital.

A situação parece ainda pior se considerarmos a figura do empresário típico do país. Ainda predomina aquele que lidera pela autoridade, se orgulha de suas plantas industriais como um faraó de suas pirâmides, gosta de mirar suas terras e perdê-las de vista e, quando não somente um *habitué* de Brasília, acredita que a fórmula do sucesso é a disciplina e foco no trabalho árduo. Tentem imaginar os conflitos que uma personalidade impositiva, autoritária e cheia de certezas próprias como esta terá ao lidar com a geração mais jovem. Difícilmente será capaz de alinhar seus colaboradores com a eficiência de um passado não muito distante no qual a hierarquia dominava e recompensas tangíveis funcionavam no piloto automático.

Apesar de todo o exposto, reconhecemos que o Brasil possui empresas relevantes que se desenvolveram por vias concorrenciais, sem subsídio do governo, e que não deixam a desejar na capacidade de execução mesmo em âmbito global. No entanto, estas apresentam-se como exceção, e não regra, em uma economia na qual parte relevante da sociedade empresarial ainda vive confortavelmente acomodada em berço esplêndido, contando somente com a força do estado patrocinador. Situação nada agradável quando o mesmo, após um período de grande indisciplina, parece próximo de seus limites. Rei morto, rei posto - a coroa pode caminhar finalmente para as forças de mercado.

---

<sup>21</sup> Que é distribucionista é, mas como tudo por aqui falta transparência em mostrar explicitamente para os 20% que contribuem com mais de 80% dos recursos do fundo que o péssimo retorno no capital depositado pelos mesmos ao longo do tempo é justamente a fonte do subsídio habitacional dos 80% que contribuem com menos de 20% dos recursos (além de subsídio a outros tantos "afortunados" investidores em infraestrutura). Fácil desenvolver um programa habitacional gigantesco para a baixa renda e conceder tantos outros regalos ao empresariado nas costas do trabalhador contribuinte mal-informado

<sup>22</sup> Terminologia cunhada por Nassim Taleb em seu livro "*Antifragile: Things that gain from disorder*" para descrever sistemas que se beneficiam com a volatilidade

## “NÃO TENHA PRESSA, MAS NÃO PERCA TEMPO”<sup>23</sup>

Quando se observa o índice S&P 500 em períodos longos, fica clara uma constante mudança em sua ponderação. Em 1980, por exemplo, a representatividade do setor de petróleo entre as dez maiores empresas do índice era enorme - 7 de 10 pertenciam a este setor. Já na década atual, somente uma empresa dentre as dez primeiras do índice pertence ao setor petrolífero (Exxon Mobil), três empresas do *top 10* não existiam em 1980 (Alphabet, Amazon e Facebook) e duas tinham acabado de ser fundadas (Apple e Microsoft). Este processo orgânico de reorganização mantém o índice representativo das empresas de maior relevância na economia americana e, em última instância, é justamente o que mantém o índice rentável<sup>24</sup>. Isto ocorre principalmente porque, por motivos que não cabem no escopo desta carta, o processo de abertura de capitais nos EUA é uma parte integral da estratégia de quase todas as empresas de sucesso daquele país.

No entanto, não se pode dizer o mesmo sobre o Brasil, onde a bolsa não reflete a realidade da economia, tampouco nos protege dos desafios do futuro. Se já fomos representados pela indústria petroquímica, pelos conglomerados, pelas empresas de telecomunicação e mais recentemente pelas produtoras de *commodities*, hoje a maior característica do Bovespa é o enorme peso do setor financeiro, que pode ser fortemente impactado no longo prazo pelo disruptivo setor de TI (que por sinal já representa 20% do S&P 500). Sem grandes incentivos ao empreendedorismo e envolvimento por um ecossistema institucional um tanto arcaico, o Brasil parece ter voltado a ser “colônia”.

A tradição e a atual situação brasileira trazem poucas garantias de que a competição disruptiva de novos entrantes poderá ser aproveitada pelos participantes do mercado de ações local. Primeiramente, quando o assunto é tecnologia, empresas estrangeiras com presença global tendem a levar vantagem frente às empresas locais. Além disso, mesmo se olharmos para os setores tradicionalmente mais protegidos pela importância do conhecimento local, ainda temos o risco de não conseguirmos acessar novas oportunidades indo para frente. Tanto a predominância do controle familiar quanto o fato de ainda termos um mercado de IPO anêmico, que não consegue desenvolver uma via de acesso para as médias empresas e concentra-se em larga escala nas grandes ofertas, apresentam-se como impeditivos à pulverização de capital de boa parte das empresas nacionais. Nesse contexto, a limitação do universo de investimento a ações brasileiras traz consigo o risco de tornar o investidor um trágico armador de pinos em um boliche decadente.

Esta reflexão não significa que devemos nos jogar em direção ao desconhecido e desafiador mundo de investimentos globais. Neste ambiente, não só é difícil construir diferenciação no processo de seleção de ativos, como o *trade-off* entre foco e generalismo é complicadíssimo, e ainda tem que se batalhar constantemente contra a sedução intelectual de dedicar um excedente de tempo a temas interessantes, que ressoam com os clientes, mas que no fim do dia são pouco relevantes para a construção do *track-record*.

Por enquanto ainda há lenha para se queimar ao investir no Brasil em um momento do ciclo de potencial recuperação e em um mercado ainda rico em assimetrias. Isto é verdade desde histórias micro ainda mal compreendidas até jogos mais complexos de diferenciais de retorno entre classes de ativos e entre tranches da estrutura de capital das empresas.

No entanto, tendo em vista que dificilmente nos posicionaremos nos negócios protagonistas do futuro, devemos ao menos prestar uma atenção especial ao fato de estarmos pagando na frente pela perpetuidade de empresas com futuros pouco brilhantes.

---

<sup>23</sup> José Saramago, escritor português

<sup>24</sup> Para base de comparação, vale notar que nos últimos 15 anos, o S&P teve 80% de sua performance derivada de apenas 10% das empresas que o compõe. As primeiras 10 sozinhas, que representam 2% de todas as companhias que fizeram parte do índice no período, corresponderam a pouco mais de um quarto de todo o retorno de 93%

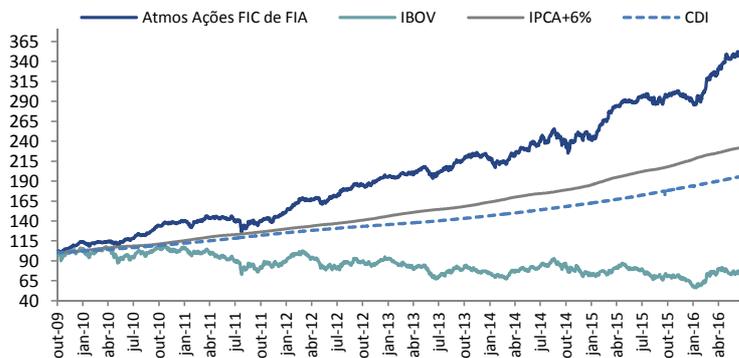
### PERFORMANCE HISTÓRICA

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Acum
<b>2009</b>													
<b>Atmos Ações</b>										-0,04%	5,91%	5,74%	<b>11,95%</b>
Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
<b>2010</b>													
<b>Atmos Ações</b>	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%	4,13%	1,83%	0,66%	<b>24,23%</b>
Ibovespa	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,05%
<b>2011</b>													
<b>Atmos Ações</b>	-2,26%	2,42%	4,07%	0,37%	-0,12%	-0,60%	-2,26%	-2,80%	0,04%	3,63%	0,30%	3,76%	<b>6,42%</b>
Ibovespa	-3,94%	1,21%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%	11,49%	-2,51%	-0,21%	-18,11%
<b>2012</b>													
<b>Atmos Ações</b>	4,40%	6,71%	0,46%	2,07%	-2,31%	3,42%	4,00%	0,95%	2,65%	-0,06%	3,06%	2,73%	<b>31,61%</b>
Ibovespa	11,13%	4,34%	-1,98%	-4,17%	-11,86%	-0,25%	3,21%	1,72%	3,71%	-3,56%	0,71%	6,05%	7,40%
<b>2013</b>													
<b>Atmos Ações</b>	-0,09%	1,94%	1,43%	0,90%	1,34%	-3,34%	2,51%	1,29%	3,43%	4,19%	1,46%	-0,46%	<b>15,39%</b>
Ibovespa	-1,95%	-3,91%	-1,87%	-0,78%	-4,30%	-11,31%	1,64%	3,68%	4,66%	3,66%	-3,27%	-1,86%	-15,50%
<b>2014</b>													
<b>Atmos Ações</b>	-6,19%	1,73%	3,74%	1,59%	0,92%	3,24%	1,07%	6,59%	-5,96%	0,54%	4,85%	-0,28%	<b>11,58%</b>
Ibovespa	-7,51%	-1,14%	7,05%	2,40%	-0,75%	3,76%	5,01%	9,78%	-11,70%	0,95%	0,17%	-8,62%	-2,91%
<b>2015</b>													
<b>Atmos Ações</b>	-2,61%	8,87%	4,96%	2,97%	0,56%	0,65%	2,90%	-3,17%	0,06%	2,68%	-0,18%	-0,87%	<b>17,50%</b>
Ibovespa	-6,20%	9,97%	-0,84%	9,93%	-6,17%	0,61%	-4,17%	-8,33%	-3,36%	1,80%	-1,63%	-3,92%	-13,31%
<b>2016</b>													
<b>Atmos Ações</b>	0,17%	3,91%	5,37%	4,18%	2,09%	2,14%	-	-	-	-	-	-	<b>19,16%</b>
Ibovespa	-6,79%	5,91%	16,97%	7,70%	-10,09%	6,30%	-	-	-	-	-	-	18,86%

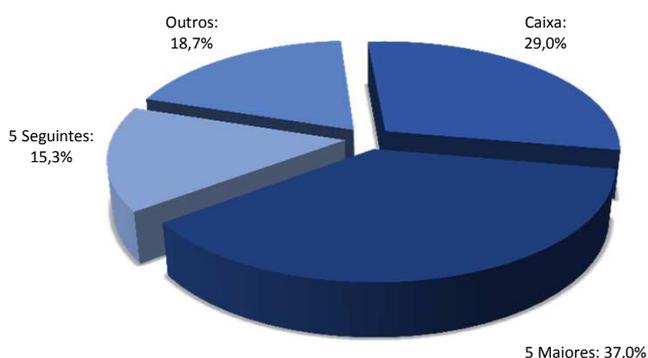
	Ano		12 M		24 M		36 M		60 M		Desde o início*	
	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade								
<b>Atmos Ações</b>	19,16%	12,63%	20,71%	9,76%	49,09%	11,48%	76,53%	10,92%	143,19%	10,97%	251,13%	10,65%
<b>Ibovespa</b>	18,86%	30,99%	-2,93%	28,12%	-3,09%	27,02%	8,58%	25,03%	-17,43%	24,57%	-22,75%	23,59%

Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.  
\*Início do fundo: 15/10/2009

### GRÁFICO DA PERFORMANCE



### CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



### PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	0,8%
Bens de Capital	1,1%
Commodities	3,0%
Consumo e Varejo	5,7%
Educação	0,0%
Utilidades públicas	17,2%
Financeiros diversos	27,1%
Imobiliário e Shoppings	2,8%
Logística	0,3%
Saúde	6,0%
Tecnologia e Telecomunicações	0,0%
Bonds	7,0%
Caixa	29,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

Valor de Mercado	% Parcela em Ações	
Pequeno	abaixo de R\$1 bi	4%
Médio	de R\$1 a R\$10 bi	47%
Grande	acima de R\$10 bi	49%

Liquidez	% Parcela Portfólio
Caixa	29%
≥ 10 MM	62%
3 MM a 10 MM	6%
1 MM a 3 MM	1%
< 1 MM	2%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	569,8 MM / 535,4 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	1.822,8 MM / 1.493,6 MM
PL Total Administrado***	2.969,6 MM

\*\*PL médio dos últimos 12 meses  
\*\*\*Master, FICs exclusivos e fundo espelho para investidores estrangeiros

### INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

<b>Data de Início:</b>	15/10/2009
<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 50.000,00
<b>Movimentação Mínima:</b>	R\$ 10.000,00
<b>Saldo Mínimo:</b>	R\$ 20.000,00
<b>Aplicação (até 14hrs):</b>	Cotização em D+1
<b>Resgate (até 14hrs):</b>	Cotização em D+10 (úteis) e liquidação em D+13 (úteis) de solicitação ou cotização em D+1 com taxa de saída de 10%
<b>Tributação:</b>	IR de 15% sobre ganhos nominais

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

<b>Gestor:</b>	Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
<b>Adm/Distribuidor:</b>	BNY Mellon Servicos Financeiros S.A. <sup>2</sup>
<b>Custodiante:</b>	BNY Mellon Banco S.A.
<b>Auditor:</b>	Deloitte Touche Tohmatsu Limited

<b>Categoria Anbid:</b>	Ações Livre
<b>Bloomberg:</b>	ATMOSAC <BZ><Equity>
<b>CNPJ do Fundo:</b>	11.145.320 / 0001-56
<b>Dados Bancários:</b>	BNY Mellon Banco S.A.   Ag 001   C/C 1208-4

Para mais informações, favor contactar: [faleconosco@atmoscapital.com.br](mailto:faleconosco@atmoscapital.com.br) Tel/Fax +55 21 3202-9550 [www.atmoscapital.com.br](http://www.atmoscapital.com.br)

1) 1,85% a.a. sobre o PL do fundo Master. Taxa de adm. máxima 2,35% a.a. 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 tax. de adm. dos fundos investidos. 2) Contato Administração/Distribuição: BNY Mellon Serviços Financeiros DTM 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. Ouvidoria: 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. 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 a 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 garantias 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 poucas emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações constantes deste relatório têm caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas. Este 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 e risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.