

Através da CARTA TRIMESTRAL ATMOS esperamos ter uma comunicação simples e transparente com o objetivo de explicar, ao longo do tempo, como tomamos decisões de investimento. Nesta primeira carta vamos abordar os principais temas que compõem nossa filosofia de investimento e a gestão do fundo.

## FILOSOFIA DE INVESTIMENTO

Nosso processo de investimento é conduzido a partir do estudo detalhado de cada empresa, buscando sempre o entendimento dos ativos através de uma análise contínua do negócio, uma avaliação permanente da equação risco/retorno e a busca de uma margem de segurança adequada.

Poderíamos nos alongar um pouco mais nessas definições e características que são o ponto central de uma filosofia de investimento baseada em valor. Porém, como esse tema já foi abordado diversas vezes em livros e cartas de forma mais completa do que poderíamos colocar nestas páginas, optamos por reforçar nesta primeira carta os conceitos de risco, que em conjunto com a filosofia *value*, caracterizam a gestão do fundo. Nossa visão de risco se baseia na diferença conceitual entre retorno esperado de longo e curto prazo.

### Retorno de Longo x Curto Prazo

A abordagem clássica entre risco/retorno indica que quanto maior o risco do investimento, maior o retorno potencial. Acreditamos, contudo que, a partir de um determinado ponto, maiores riscos se traduzem em menores retornos de longo prazo.

O exemplo de uma moeda viciada ajuda a ilustrar melhor como isto acontece. Suponha um investidor que tenha encontrado uma moeda com 80% de chance de “dar cara”. Animado com a possibilidade de ganhar dinheiro ele resolve apostar 100% da sua riqueza com outra pessoa que não saiba que a moeda é viciada.

Olhando a aposta de maneira isolada, o investidor tem um bom retorno esperado de 60%. Porém, parece claro que, se ele apostar todo seu dinheiro em 20 lançamentos sucessivos, em algum momento vai perder a aposta e conseqüentemente todo seu capital. Mesmo assim, seu retorno esperado não se altera.

Este exemplo alerta para o perigo do foco excessivo no retorno esperado, sem levar em consideração a distribuição de resultados. O investidor tem 99% de chance de perder tudo ao final de 20 lançamentos e apenas um pouco mais de 1% de chance de ganhar 100% *por lançamento* (p.l.). Mesmo assim, o poder de acumular 100% p.l. ponderado por uma probabilidade de apenas 1% de não perder ao longo do período, gera um retorno esperado de 60% p.l.

**Retorno esperado de um lançamento**

$$80\% \times 100\% + 20\% \times (-100\%) = 60\%$$

**Chance de não perder tudo em 20 lançamentos sucessivos:**

$$(1 - 20\%)^{20} = 1,15\%$$

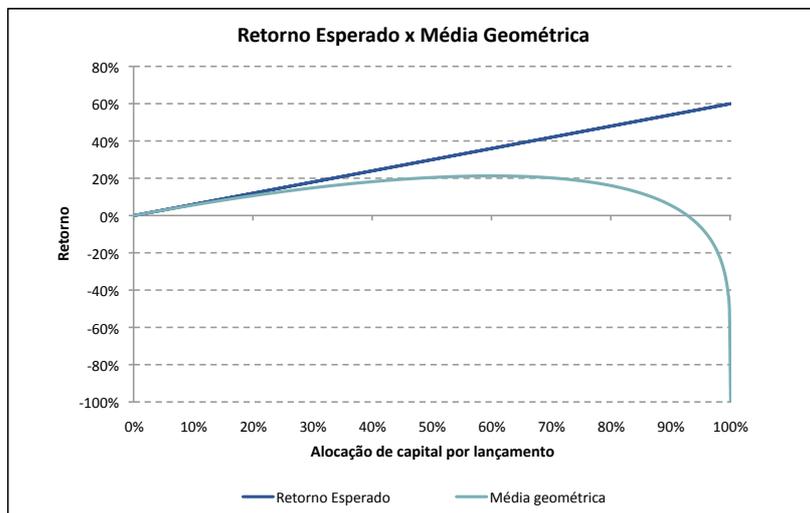
**Retorno esperado de 20 lançamentos sucessivos:**

$$\left[ (1 + 100\%)^{20} \times 1,15\% + (1 - 100\%)^{20} \times 98,85\% \right]^{1/20} - 1 = 60\%$$

**Média geométrica (no longo prazo o número de caras e coroas converge para a frequência esperada):**

$$(1 + 100\%)^{0,8} \times (1 - 100\%)^{0,2} - 1 = -100\%$$

Isso não significa que a aposta não faça sentido. Desde que o investidor comprometa uma parcela menor do seu capital, é possível aumentar o retorno de longo prazo, em detrimento do de curto prazo. No gráfico abaixo temos as variáveis de avaliação do risco/retorno de curto prazo (retorno esperado) e de longo prazo (média geométrica), em relação à alocação de capital a cada lançamento. A média geométrica foca onde a distribuição se concentra, evitando a distorção de pontos de retornos altos, porém consideravelmente mais difíceis de serem atingidos. Notamos que existe uma parcela do capital a ser investido que maximiza o retorno de longo prazo. A partir deste ponto, mais risco implica em menos retorno. Matematicamente, esse ponto é determinado pelo percentual que maximiza a média geométrica.



Este exercício expõe os perigos de estratégias bastante comuns no mercado, que buscam elevar o retorno de curto prazo através do uso de alavancagem ou da alta exposição a investimentos mais arriscados. Muitos ativos que parecem estar negociando a preços atrativos possuem riscos significativos de perda. Isto faz com que um dos aspectos mais relevantes de nossa gestão seja a preocupação com o potencial de perda permanente de capital. Alguns destes riscos são bastante recorrentes:

**Riscos Societários:** Essa questão passa não apenas pela proteção jurídica, mas também pela compreensão das motivações de quem toma as decisões. Procuramos concentrar nosso portfólio em administradores competentes, honestos e alinhados com os interesses dos acionistas minoritários.

Antes centrada apenas na avaliação dos controladores, com o recente avanço do mercado de capitais e pulverização societária das empresas, é de grande importância compreender o alinhamento dos executivos.

**Armadilha de valor:** No passado, o grande desafio dos empresários era sobreviver às oscilações do ambiente macroeconômico. Mas o atual ambiente de estabilidade e excesso de capital pode ser determinante para o aumento da competição nos próximos anos. O foco das empresas está mudando da geração de caixa no curto prazo para a construção de bases sólidas, que permitam capturar o crescimento de seus setores. Este ciclo de investimentos pode demorar alguns anos para maturar, mas deve impactar significativamente nossas teses de investimento.

Ainda encontramos hoje algumas empresas que, de fato, negociam com um grande desconto em relação à geração de caixa atual, o que na análise tradicional indicaria a famosa margem de segurança. No entanto, muitos desses ativos realmente merecem esse desconto, considerando a fragilidade de sua posição competitiva, necessidade incessante de investimentos para manutenção dos seus negócios e seus baixos retornos sobre o capital. O que pode parecer um pequeno detalhe, como a empresa não conseguir repassar a inflação, já diminui bastante o múltiplo justo de uma empresa.

As melhores oportunidades nos parecem estar nas companhias com sólida posição competitiva e oportunidades de crescimento. Mesmo que isso implique em pagar múltiplos com prêmio.

**Empresas cíclicas:** Nesse grupo de ativos é comum a projeção de cenários “normalizados” de longo prazo. Mas entendemos que o processo de ajuste dificilmente é organizado. As inversões de ciclo costumam ser inesperadas, com os preços movendo-se rapidamente da máxima para mínima. As margens ficam pressionadas e o capital de giro aumenta devido ao tempo necessário para o ajuste de produção. Nesse momento em que a geração de caixa fica comprometida, a alavancagem que parecia razoável torna-se rapidamente insustentável. Além disso, como esses ciclos são geralmente bastante longos, os administradores podem sentir uma falsa segurança durante o tempo de tranquilidade para efetuar grandes aquisições e/ou aumentarem os investimentos. Com isso, alavancam a empresa, colocando em risco a sobrevivência no longo prazo.

## GESTÃO DE PORTFÓLIO

Em função dos riscos discutidos acima, buscamos administrar nosso portfólio tendo como principais posições empresas: i) administradas de forma a gerar valor para todos os acionistas, ii) com qualidade suficiente para manter uma boa posição competitiva no longo prazo e sobreviver aos ciclos, iii) negociando a um preço atrativo. No entanto, a possibilidade de perda de capital não pode ser desprezada, mesmo em ativos com essas características.

Na avaliação das oportunidades, focamos não apenas no potencial de valorização, mas também na possibilidade de perdas. Estimamos para cada empresa um valor com base em um cenário mais conservador. Não por acharmos que esse é o cenário mais provável, mas simplesmente por acreditar que sempre podemos estar errados. Mesmo que nossas conclusões sejam consequência de um árduo e obsessivo trabalho investigativo de múltiplas fontes de informação. Mudanças tecnológicas, aumento de competição e modificações tributárias, para citar alguns exemplos, podem sempre nos surpreender negativamente. E os *valuations* são bastante sensíveis a pequenas mudanças de premissas.

E como controlamos a exposição do portfólio para evitar um comprometimento excessivo de capital? Quando a perda potencial da carteira – calculada levando em conta o valor estimado para cada ativo no cenário conservador - é superior a um valor que julgamos razoável (i.e. 25%), fazemos o ajuste aumentando a alocação em caixa até o limite de 33%. Se ainda assim não conseguirmos reduzir o risco da maneira desejada, utilizamos hedges com custo limitado. Este número atual não é uma estimativa do máximo de perda do fundo, apenas uma referência que reforça nosso foco em quanto temos para perder. Não utilizamos o caixa para operar movimentos de curto prazo do mercado. À medida que as ações se desvalorizam e o risco/retorno fique mais atrativo, temos espaço para aumentar a posição comprada do fundo. Isso implica em uma postura mais dinâmica e rebalanceamentos dentro do próprio portfólio.

Estas características de gestão do fundo devem resultar em uma baixa correlação com o Ibovespa para pequenas variações. Porém, em grandes movimentos, a correlação é inevitável. Isto implica que, em anos bons que não partam de uma base de preços baixos, o fundo deve apresentar uma variação inferior ao índice. Pretendemos compensar com quedas menores em anos ruins.

Nossa visão particular sobre o Ibovespa é que, apesar do retorno esperado de curto prazo ser alto devido à alta concentração em commodities, o retorno de longo prazo tende a ser ruim. Investir em ações não significa necessariamente obter retornos superiores à renda fixa no longo prazo, tendo como único custo a volatilidade no meio caminho. Basta lembrar que o índice japonês Nikkei teve um retorno negativo nos últimos vinte anos, assim como o alemão DAX e o americano S&P 500 nos últimos dez anos.

## CENÁRIO PARA AS EMPRESAS EM 2010

Acreditamos que as empresas vão entregar resultados excepcionais este ano. Em um primeiro momento, um aumento não esperado da demanda implica em grande diluição de custos fixos e, portanto, expansão de margem. Já vimos este efeito nos resultados do primeiro trimestre, com muitas empresas reportando valores bastante superiores aos esperados pelo mercado. Isto deve contribuir para boa performance das ações voltadas para o mercado doméstico. Mas, o forte crescimento de lucros em 2010 e 2011 nos parece razoavelmente incorporado nos preços atuais.

Isso em um momento que o equilíbrio do cenário internacional parece bastante instável seja devido ao problema de dívida dos “Piigs” (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha), recuperação sem geração de empregos nos Estados Unidos ou medidas restritivas de crédito e arrefecimento do mercado imobiliário da China. Infelizmente não temos nenhuma condição de prever se estes ou outros riscos ainda fora do radar vão se materializar. Contudo, sabemos que, com premissas um pouco mais conservadoras, a maioria das ações tem um potencial de queda elevado.

Mesmo em um ambiente positivo para o mercado local, o cenário para lucros pode ser muito diferente no longo prazo. Com muitas empresas apostando forte na expansão, o investimento está crescendo de maneira expressiva, o que deve aumentar a competição em diversos setores no longo prazo. Além disso, parte dos ganhos de escala e eficiência pode ser repassada para o consumidor através de menores preços ou mesmo para o governo, se refletindo em menores margens.

Fora isso, existem os riscos macros do próprio Brasil como: (i) o aumento da dívida bruta em relação ao PIB, (ii) o contínuo aumento de gastos no governo criando um tendência de crescimento de renda que provavelmente não é sustentável no longo prazo, (iii) déficit nominal que, apesar de baixo em relação ao resto do mundo, pode expandir significativamente se o país parar de crescer, (iv) falta de infra-estrutura, para citar alguns.

A materialização de algum destes riscos, internacionais ou domésticos, ou simplesmente a mudança de percepção do mercado, pode significar menor potencial de crescimento e taxas de desconto mais altas. Isto implicaria em *valuations* mais baixos que os atuais, até mesmo em empresas com fluxos de caixa estáveis. Como consequência da falta de oportunidades para investir a totalidade do portfólio com margem de segurança, e não devido a qualquer previsão sobre o comportamento de curto prazo do mercado, temos atualmente 30% em caixa.

A combinação de ser sócio de bons negócios, mas ter caixa para evitar perdas excessivas em momentos de muito otimismo, nos permitirá aproveitar eventuais turbulências para aumentar a exposição do fundo quando a margem de segurança for maior. Isto será fundamental para o objetivo do fundo de obter um bom retorno absoluto de longo prazo.

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	<b>Atmos Ações</b>										-0,04%	5,91%	5,74%	<b>11,95%</b>
	Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
2010	<b>Atmos Ações</b>	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%							<b>3,60%</b>
	Ibovespa	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%							-11,16%

		Rentabilidade	Volatilidade
Desde o início*	<b>Atmos Ações</b>	<b>15,98%</b>	<b>11,31%</b>
	Ibovespa	-8,65%	24,74%
	IPCA + 6%	8,52%	-

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

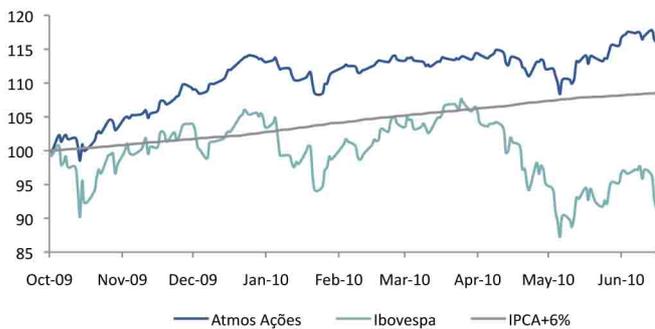
\*Início do fundo: 15/10/2009

	PL	R\$
	PL Atual / PL Médio FIC FIA**	26,6 MM / 21,1 MM
	PL Atual / PL Médio Master FIA**	36,0 MM / 29,5 MM
	PL Total Administrado***	72,3 MM

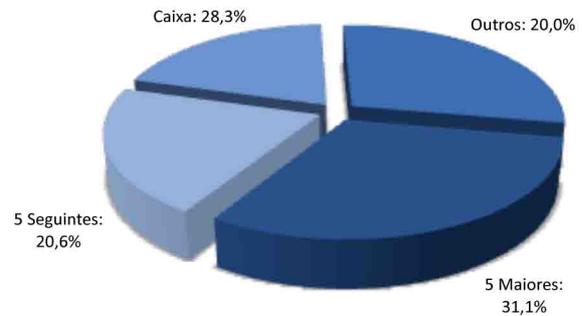
\*\*PL médio desde o início do fundo

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

## GRÁFICO DA PERFORMANCE



## CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



## PORTFOLIO

Composição Setorial	% PL
Alimentos e Bebidas	9,9%
Commodities	9,6%
Consumo e Varejo	16,9%
Energia Elétrica	5,1%
Financeiros diversos	12,7%
Logística	2,4%
Saúde	9,3%
Tecnologia e Telecomunicações	5,8%
Caixa	28,3%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

Valor de Mercado	% Parcela em Ações	
Small	abaixo de R\$1 bi	6%
Mid	de R\$1 a R\$10 bi	46%
Large	acima de R\$10 bi	48%

Liquidez	% PL
Caixa	28%
≥ 10 MM	33%
3 MM a 10 MM	24%
1 MM a 3 MM	13%
< 1 MM	1%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

## INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

<b>Data de Início:</b>	15/10/2009	<b>Taxa de Saída:</b>	10% revertendo em favor do fundo para pagamento em D+4
<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 50.000,00	<b>Tributação:</b>	IR de 15% sobre ganhos nominais
<b>Movimentação Mínima:</b>	R\$ 10.000,00	<b>Gestor:</b>	Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
<b>Saldo Mínimo:</b>	R\$ 20.000,00	<b>Adm/Distribuidor:</b>	BNY Mellon Serviços Financeiros S.A. <sup>(2)</sup>
<b>Aplicação (até 14hrs):</b>	Cotização em D+1	<b>Custodiante:</b>	Banco Bradesco S.A.
<b>Resgate (até 14hrs):</b>	Cotização em D+10 (úteis) e liquidação em D+13 (úteis) da solicitação	<b>Auditor:</b>	KPMG Auditores Independentes
<b>Taxa de Administração:</b>	2,0% a.a. <sup>(1)</sup> sobre o PL do fundo	<b>Categoria Anbid:</b>	Ações Livre
<b>Taxa de Performance:</b>	10% sobre o que exceder IPCA + 6% pago anualmente, com marca d'água	<b>Bloomberg:</b>	ATMOSAC <BZ> <Equity>
		<b>CNPJ do Fundo:</b>	11.145.320 / 0001-56
		<b>Dados Bancários:</b>	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

<sup>(1)</sup> 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. <sup>(2)</sup> 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.