

Nesta terceira CARTA TRIMESTRAL ATMOS, discutiremos (i) a performance desde o início, aproveitando que o fundo completou um pouco mais de um ano de existência, (ii) a importância e a dificuldade de se manter leal a uma disciplina de investimento e (iii) perspectivas para 2011.

## Resultado 2010

No ano de 2010 o fundo teve uma rentabilidade de 24,2% comparada a 12,2% do nosso benchmark de performance (IPCA + 6%) e a 1,0% do Ibovespa. Desde o início da gestão da Atmos em Outubro de 2009, o fundo acumula valorização de 39,1% líquida de todos os custos comparada a 14,7% do benchmark e 3,9% do Ibovespa.

Uma vez que o histórico do fundo ainda é curto, acreditamos que qualquer avaliação quantitativa seria inoportuna. Preferimos nos concentrar em algumas observações qualitativas do nosso processo de investimento que, ao contrário da rentabilidade passada, serão relevantes para a performance futura.

Iniciamos o ano de 2010 cautelosos e isso se refletia no alto nível de caixa do fundo. Naquele momento, apesar de acreditarmos que as empresas entregariam resultados excepcionais, os níveis de preços do mercado não eram suficientemente atrativos para investirmos a totalidade do portfólio com margem de segurança adequada. Lembrando sempre que nosso caixa é determinado não pela nossa opinião sobre o comportamento do mercado ao longo do tempo, mas em função da avaliação de quanto temos a perder em cenários mais pessimistas.

Essa visão não se alterou de forma significativa durante o ano. A parcela em caixa do portfólio oscilou entre 25%-33% ao longo de 2010. Além disso, gastamos cerca de 1% do portfólio em seguros que protegeriam a carteira em caso de uma forte queda do mercado. Evento este que não ocorreu.

Não acreditamos que um alto nível de caixa e proteções seja suficiente para afirmarmos que um portfólio corre pouco risco. A percepção de mais segurança muitas vezes induz as pessoas a correrem mais riscos. Em uma pesquisa realizada em Munique na década de 80, parte de uma frota de taxi foi equipada com sistema de freios ABS. O resto da frota continuou com o sistema convencional. Os dois grupos, que nos demais aspectos eram idênticos, ficaram sob observação secreta durante três anos. Ao contrário do esperado, o grupo que instalou o ABS sofreu mais acidentes graves. Mais confiantes, os motoristas passaram a dirigir de maneira mais agressiva.

Para evitar esse tipo de comportamento, além do alto percentual em caixa e proteções, concentramos nossas posições em ativos com fluxo de caixa mais estável que possam sobreviver relativamente intactos aos ciclos. Ativos que percebemos como arriscados, porém com um alto potencial de valorização, também fazem parte do nosso portfólio, mas sempre com o tamanho limitado pelo risco incorrido.

Olhando em retrospecto, o fato de termos trabalhado o ano inteiro com alto nível de caixa no portfólio e a permanente compra de proteções nos custou alguns pontos percentuais na rentabilidade do ano. Pontos estes que ficamos confortáveis em deixar pelo caminho.

Como falamos em nosso primeiro relatório, “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.”

Outro ponto que gostaríamos de ressaltar é a nossa contínua preocupação com a liquidez do fundo. Apesar de um patrimônio administrado ainda relativamente pequeno, sempre tivemos um portfólio concentrado em empresas com liquidez ao menos razoável. A exposição a empresas que negociam menos de R\$1mm ficou abaixo de 5% do nosso portfólio na média. Essa é uma característica que julgamos importante, pois atribuímos peso relevante para a possibilidade de admitir erros, mudar de idéia e ao mesmo tempo conseguir expressar essa mudança no portfólio.

### **A obsessão por bater o mercado**

Geralmente, quando um investidor acerta movimentos de curto prazo, rapidamente atribui o resultado a sua capacidade de gestão. Caso o resultado seja diferente do esperado, se refugiam no argumento que o mercado é irracional, focado no curto prazo, ineficiente, concurso de miss, voting machine, e por aí vai. Neste caso, o mercado faz questão de nos lembrar diariamente que o longo prazo não é nada mais que uma soma de períodos de curto prazo.

Logo, para atingirmos retornos consistentes, é necessário acertar mais do que errar no curto prazo? Na nossa avaliação, não necessariamente. Claro que estar certo com frequência deixa o investidor feliz. Quem está ganhando dinheiro se transforma em um marido muito mais agradável para sua mulher, um ótimo contador de piadas para os amigos e, principalmente fica confiante na sua capacidade de bater consistentemente o mercado. O problema é que apenas alguns dias ruins podem destruir todo retorno construído em prazos muito longos. Para gestores que não se importam em mudar de emprego, são apenas poucos dias de mau humor. Para os investidores do fundo, pode significar perdas relevantes de suas poupanças.

Então, a melhor estratégia é sempre ir contra o consenso? Também achamos que não. Em certos períodos de tempo o consenso está certo. No Brasil, investir no Real, na bolsa e em Juros foram posições de consenso nos últimos 5 anos que geraram ótimos retornos. Além disso, estar errado com frequência no curto prazo pode afetar o ânimo do gestor, diminuir sua confiança e seu processo decisório.

Investir não tem nada de simples e nem receita de bolo. Além da complexidade de analisar diversos fatores micro e macro, ainda nos deparamos com obstáculos ao longo do caminho que atrapalham nossa capacidade de manter a disciplina e a racionalidade em todos os momentos.

Na nossa avaliação, o diferencial de um bom investidor está na capacidade de reconhecer seus erros - independente dos movimentos de mercado - mudando de opinião quando os fundamentos se alteram e, acima de tudo, manter a convicção quando os preços andam em direção oposta ao esperado. Simplesmente tentar seguir a tendência é como mudar de fila no trânsito. A chance de chegarmos mais rápido ao destino é aleatória. A única certeza é que as chances de bater o carro são maiores.

No final do dia, a nossa capacidade de obter retornos de longo prazo superiores a média do mercado - formado por pessoas inteligentes e bem informadas - dependerá menos de uma capacidade analítica superior e sim, de uma estrutura alinhada com os clientes, com os incentivos corretos, onde todos estejam remando na mesma direção e tenham percepção parecida de risco. Esses são fatores indispensáveis para mantermos a disciplina e a filosofia de investimento consistente ao longo do tempo.

## Perspectivas para 2011

No início de 2010, acreditávamos que as empresas entregariam resultados excepcionais ao longo do ano, fruto da combinação de uma demanda aquecida e capacidade ociosa, resultando em expressiva alavancagem operacional. Para a maioria das empresas não foi apenas um ano de forte crescimento de receita, mas também de expressiva expansão de margens.

Para 2011, achamos que o cenário no mercado interno apresenta maior incerteza. O bom comportamento do Brasil na crise de 2008 gerou certa convicção de que o país pode crescer consistentemente pelo menos 4% ao ano. Porém, apesar do forte crescimento de 2010, devemos lembrar que o Brasil não cresceu em 2009. Com crescimento inferior a 4% no biênio 2009-10, a economia voltou a apresentar pressões inflacionárias, mesmo com a inflação mundial extremamente baixa e apreciação do Real.

Este novo cenário de inflação mais alta tem impacto relevante na economia real. Em 2011, devemos ver pressão de custo vindo de diversos vetores que já se fizeram presentes no final de 2010: commodities subindo, falta de mão de obra, colapso logístico, pressão de preços administrados devido à alta do IGP-M, entre outros. Para controlar a inflação, o ajuste via juros, corte de gastos ou através de medidas macro prudenciais potencialmente terá que ser forte o suficiente para impedir que a economia cresça mais de 4%.

Ou seja, apesar do consenso indicar o contrário, a probabilidade de contração de margens não é desprezível. Com um ambiente mais desafiador e projeções agressivas para 2011, as ações de consumo estão negociando perto da máxima histórica em termos de múltiplos de mercado, deixando pouco espaço para desapontamento.

O Brasil virou um dos países da moda no mercado internacional. O preço de qualquer mercadoria reflete o equilíbrio entre oferta e demanda. Ações não são diferentes. Se por um lado tivemos muita demanda por ativos do mercado doméstico em 2010, a oferta de novas ações ficou limitada por bastante tempo devido à operação da Petrobras. Em 2011, esperamos um cenário diferente, mais parecido com 2007, com a realização de diversas ofertas voltadas para o mercado doméstico. No mercado de ações o ajuste da oferta é mais demorado que a demanda. Afinal, é necessário tempo para construir planos de investimentos e preparar uma empresa para abrir capital. Mas enquanto os empresários continuarem tendo oportunidades de vender seus negócios a ótimos preços e os banqueiros coletando seus *fees*, o número de ofertas continuará subindo. Com isso, o argumento que as ações podem continuar subindo indefinidamente baseadas em fluxo, só está olhando um lado da equação.

Tendo este cenário como pano de fundo, estamos enfrentando muita dificuldade para achar empresas de consumo que apresentem uma boa relação de risco-retorno. Os resultados podem continuar positivos, mas as expectativas são ainda mais altas, assim como os múltiplos implícitos. Continuamos com algumas posições seletivas, mas nenhuma representando mais de 5% do fundo. As maiores posições do fundo estão concentradas no setor financeiro que está fora de moda devido aos riscos de medidas macro-prudenciais e aumento da competição. Neste setor temos encontrado empresas de primeira linha com excelentes perspectivas de crescimento ainda negociando a preços atrativos.

Por enquanto, continuamos com 30% de caixa e proteções esperando a oportunidade de aumentar a exposição do fundo. Não conseguimos prever se o mercado terá alguma correção significativa em 2011, mas esses eventos geralmente ocorrem sem avisos. Com o atual portfólio e com a possibilidade de aproveitar eventuais oportunidades, achamos que o fundo está muito bem posicionado para entregar um bom retorno de longo prazo para seus cotistas.

Um excelente 2011 para todos,  
Atmos Capital

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%	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%

		Rentabilidade	Volatilidade
Desde o início*	<b>Atmos Ações</b>	<b>39,08%</b>	<b>9,75%</b>
	Ibovespa	3,90%	21,94%
	IPCA + 6%	14,54%	-

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

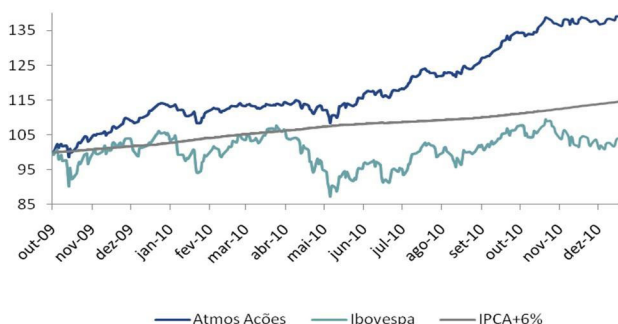
\*Início do fundo: 15/10/2009

	PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**		44,8 MM / 29,5 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**		56,8 MM / 39,7 MM
PL Total Administrado***		101,6 MM

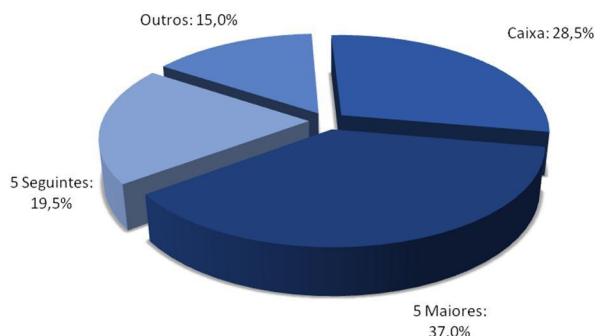
\*\*PL médio dos últimos 12 meses

\*\*\*M aster, FIAs exclusivos e fundo espelho para investidores estrangeiros

## GRÁFICO DA PERFORMANCE



## CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



## PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	7,2%
Commodities	4,7%
Consumo e Varejo	13,5%
Energia Elétrica	0,3%
Financeiros diversos	30,3%
Logística	3,3%
Saúde	8,9%
Tecnologia e Telecomunicações	3,4%
Caixa	28,6%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

Valor de Mercado	% Parcela em Ações	
Small	abaixo de R\$1 bi	8%
Mid	de R\$1 a R\$10 bi	35%
Large	acima de R\$10 bi	57%

Liquidez	% PL
Caixa	29%
≥ 10 MM	26%
3 MM a 10 MM	23%
1 MM a 3 MM	17%
< 1 MM	6%

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

<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 despendar 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. 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.