

Aniversários fazem bem à saúde. A estatística mostra que as pessoas que mais fazem aniversários vivem mais...

O Atmos Ações completou três anos de atividade em outubro de 2012. Até o momento pouco falamos sobre rentabilidade ou atribuição de performance em nossas cartas. Na nossa percepção, deve-se respeitar um período mínimo para que esse tipo de informação comece a se tornar válida, devido à influência exercida por fatores exógenos sobre movimentos de curto prazo.

Durante os primeiros anos do fundo, concentramos nossas cartas em temas que consideramos relevantes para a construção do nosso processo de investimento. O objetivo era fornecer subsídios para que os investidores pudessem avaliar qualitativamente a consistência do nosso trabalho. Sempre imaginamos que o aniversário de três anos seria uma data mais propícia para iniciar qualquer tipo de reflexão quantitativa.

A fotografia atual é interessante para o fundo. A rentabilidade foi superior ao Ibovespa, ao mesmo tempo em que o *drawdown*¹ máximo foi cerca de metade do índice. Além deste bom desempenho relativo, tivemos rentabilidade positiva em todos os anos.

Por outro lado, pode-se argumentar que o Ibovespa apresentou um tímido desempenho no período. O índice BM&F Bovespa Small Cap², por exemplo, também obteve rentabilidade bem superior ao principal indicador da bolsa. Apesar de também termos performado melhor do que esse índice, a diferença foi bem menor.

	Rentabilidade	Volatilidade	Drawdown
Atmos Ações	94,79%	10,75%	-13,99%
Ibovespa	-8,62%	22,69%	-33,33%
BM&F Bovespa Small Cap	44,50%	19,78%	-27,26%

Desde o início do fundo em 15/10/2009 até 31/12/2012

Talvez mais intrigante seja comparar o desempenho do Atmos Ações com a NTN-B³. Esta, infelizmente, não nos é favorável. As NTN-B's com prazos longos (acima de 20 anos) acumularam rentabilidade de mais de 100% no período, efeito da compressão do juro real no Brasil. Não é nada animador imaginar que, sentados na praia, poderíamos ter gerado um retorno maior para nossos clientes, correndo (pelo menos aparentemente) menos risco de capital.

Por outro lado, comparar a nossa performance com o retorno *ex post* do ativo que teve a melhor rentabilidade no período talvez não seja muito justo. Durante todo este tempo, tivemos uma parcela relevante do portfólio - média de 30% - alocado em caixa, em instrumentos que rendem juros pós-fixados (CDI) que não foram beneficiados pela compressão do juro real. Além disso, nem todas as ações da bolsa foram favorecidas pela queda de juros e esse efeito foi estruturalmente negativo para alguns negócios, como bancos e seguradoras.

“It turns out that you can’t extrapolate the results of base pairs to whole strands of DNA.”⁴

Em países com uma indústria de fundos madura (com séries temporais longas), as estatísticas são largamente desfavoráveis ao retorno médio dos fundos. Entre outros motivos, está o fato das taxas de administração e performance serem relevantes ao longo do tempo quando comparadas à capacidade do gestor médio de gerar resultados acima dos índices.

¹ O *drawdown* de uma série de cotas/preços representa o declínio percentual entre o valor máximo e o valor mínimo subsequente medido em um determinado período de tempo

² O BM&FBOVESPA Small Cap é um índice composto por empresas de menor capitalização. Diferentemente do Ibovespa, está concentrado em empresas atreladas ao mercado interno, em setores como consumo, construção, educação e elétricas

³ Títulos do governo pré-fixados indexados à inflação

⁴ Bern Kohler, bioquímico norte-americano

Curiosamente, durante os últimos três anos, o retorno médio dos fundos de ações no Brasil foi bem superior aos diversos índices comparáveis de mercado, com destaque àqueles fundos que buscam retornos absolutos.

Ao observar mais de perto essa categoria de fundos encontramos similaridades entre os discursos. Em geral, conceitos típicos de *value investment* como a busca por uma margem de segurança adequada, conhecimento adquirido através de múltiplas fontes de informação, foco em empresas com fluxo de caixa estável, entre outros, são temas tratados à exaustão, como dogmas religiosos.

The Superinvestors of Graham-and-Doddsville⁵

Na década de 80, quando convidado a fazer uma palestra para comemorar os 50 anos do clássico texto de Graham & Dodd sobre o conceito de margem de segurança, Warren Buffett resolveu desafiar a Teoria dos Mercados Eficientes (*Efficient Market Hypothesis*), tão prestigiada pela academia naquele momento.

Para isso, selecionou fundos de alguns de seus contemporâneos no curso de Graham que construíram seus históricos de desempenho através dos ensinamentos obtidos na década de 50. Esses investidores conseguiram, por um período muito longo (entre 20-30 anos), bater o S&P consistentemente. Se fosse apenas um único investidor com ganhos extraordinários, ou um grupo de investidores que basicamente seguissem a mesma carteira de um investidor líder, seria mais provável atribuir o resultado superior ao acaso. Mas tratava-se de um grupo independente, com processos e carteiras heterogêneas, alguns dos quais mal se comunicavam, e que obtiveram resultados extraordinários em condições de mercado distintas. Buffett chamou esses investidores, curiosamente, de “grupo da Terra de Graham & Dodd”.

A partir disso, será que pode ser dito que existe um DNA superior de gestores independentes brasileiros que se beneficiam de uma filosofia e processos de investimento diferenciados? Para atingir essa performance comparativamente extraordinária, bastaria um grupo de pessoas inteligentes agrupadas em um escritório, com algum conhecimento dos pilares do *value investing*, planilhas detalhadas e *check lists* de reuniões?

“(...) We are quite adept at telling stories about patterns, whether they exist or not.”⁶

Avaliar o resultado desse grupo baseando-se somente na boa performance e em uma aparente robustez de processos seria deixar-se levar pelo que o Dr. Daniel Kahneman⁷, a partir de sua própria experiência, cunhou como a “Ilusão da Validade”.

A expressão foi criada depois de uma experiência no exército israelense, que consistia em colocar um grupo de militares, estranhos entre si, para executar tarefas em que seriam julgados por aspectos como liderança, inteligência, reação ao estresse, entre outros. Para evitar qualquer tipo de pré-julgamento, o grupo era observado sem que os juízes tivessem ciência de suas respectivas insígnias dentro do exército.

Ao fim da observação, os candidatos recebiam notas individuais e eram feitos resumos com as impressões sobre cada soldado. Os avaliadores não tinham dificuldades para destacar as estrelas de cada turma, cujas qualidades pareciam mais claras em relação aos demais. Essa facilidade aparente trazia um grau de confiança elevado na seleção dos soldados que seguiriam para o treinamento oficial.

Porém, ao se comparar as conclusões iniciais com os *feedbacks* recebidos ao longo da carreira dos soldados, as evidências mostravam-se largamente contrárias. A habilidade de prever o desempenho futuro de cada soldado com aquela avaliação inicial era desprezível.

O curioso é que, mesmo com os resultados se provando dissonantes da realidade, a confiança permanecia inabalada e os testes continuavam a ser implementados.

⁵ http://www4.gsb.columbia.edu/null?&exclusive=filemgr.download&file_id=522

⁶ Michael Shermer, fundador da *Skeptics Society* e chefe editorial da revista “Skeptic”

⁷ Renomado psicólogo israelense, Prêmio Nobel em Economia em 2002 e um dos pais das finanças comportamentais

Achamos muito difícil avaliar um gestor em termos quantitativos sem que este tenha passado por diversas condições de mercado⁸, o que não parece ter sido o cenário dos últimos três anos. Nesse período, o grande tema foi o crescimento do consumo doméstico e a queda dos juros, com seu corolário de expansão de múltiplo das ações ligadas à economia nacional. Ao mesmo tempo, muitas empresas foram beneficiadas pela redução do custo de capital e pelo fechamento do prêmio de risco no Brasil. Por fim, a cereja do bolo foi a necessidade global por *yield*, que elevou as empresas mais admiradas operacionalmente e com boa governança ao status de “Santo Graal”.

Por sua vez, o Governo contribuiu para ampliar ainda mais a diferença de performance dos ativos supracitados e os principais componentes do índice. Podemos mencionar como exemplo dois casos relevantes no Ibovespa: (i) a Petrobras, com a deterioração do seu plano de investimento nos últimos anos e seu reprovável uso como instrumento de política econômica e (ii) o setor elétrico, que mostrou o quanto está sujeito a iniciativas mais agressivas do governo quando o assunto é renovação de suas concessões.

O panorama dos últimos três anos foi muito positivo para as empresas usualmente detidas pelos fundos com mandato de retorno absoluto. A tendência natural é assumir que esse tipo de fundo seja uma espécie diferenciada capaz de gerar retornos consistentemente acima dos principais *benchmarks*. Neste ponto do ciclo, o perigo talvez esteja exatamente em acreditar nessa premissa.

Devemos ter cautela para não acabar como os avaliadores do exército israelense. Um bom retorno nos últimos anos aliado a processos de investimento aparentemente robustos não valida a qualidade das decisões passadas, assim como não garante que as melhores decisões de alocação de capital de longo prazo serão tomadas no futuro.

Ao analisar períodos longos, errar pouco tende a ser muito mais importante do que acertar muito. Não devemos nos esquecer dos exemplos de investidores que foram capazes de criar históricos longos e impecáveis, e ao fim jogaram tudo no lixo em apenas um ano de erros significativos.

Em nossa atividade, a paranoia, a insegurança, e a ideia de que o sucesso jamais será plenamente alcançado são combustíveis essenciais para a sobrevivência no longo prazo. Não podemos correr o risco de enxergar o que desejamos, ao invés da realidade.

“Deep down you may still be that same great kid you used to be. But it's not who you are underneath, it's what you do that defines you.”⁹

A capacidade de criar e manter uma cultura essencialmente preocupada com a preservação de capital deve fazer a diferença para evitar grandes erros. Nesse sentido, nossa habilidade em reter as pessoas que já se integraram ao projeto e compartilham os valores será nosso maior desafio. O trabalho de análise é contínuo, gradual e intensivo em tempo, aumentando a importância de preservar as memórias tanto individual quanto coletiva. Até aqui, estamos satisfeitos com o trabalho que tem sido feito. Todos os sócios iniciais permanecem na Atmos e, este ano, promovemos mais uma pessoa do time para a sociedade.

A visão da equipe deverá ser sempre o jogo cooperativo em busca de resultados em comum, sem espaço para posições específicas de destaque. Dessa forma, buscamos evitar que interesses pessoais influenciem nas decisões de alocação do portfólio e incentivar um ambiente isento de ego com ampla abertura ao debate.

Em paralelo, para manter toda a equipe de análise focada nos fundamentos e evitar julgamentos emocionais, nossa ênfase sempre será sobre processos *vis-à-vis* resultados, permitindo que erros sejam admitidos e entendidos como

⁸ No Brasil, ainda existe o agravante de existirem poucas empresas com fluxo de caixa estável e liquidez representativa negociando no mercado local (bem diferente da “Terra de Graham e Dodd”), tornando os portfólios de fundos com mandatos similares relativamente parecidos

⁹ Rachel Dawes, *Batman Begins* (2005)

uma ferramenta indispensável para o aperfeiçoamento da decisão de investimento. São essas características que, em nossa opinião, preservam a capacidade de trabalhar racionalmente e ao mesmo tempo permitem a sustentabilidade do time.

No entanto, somente depois de atravessar situações de mercado adversas, comuns a toda longa caminhada, será possível fazer um julgamento mais apurado da nossa capacidade de manter nossos princípios preservados. Afinal, *“everybody has a plan ‘till they get punched in the mouth”*¹⁰.

Perspectivas 2013

Em nossa última carta, escrevemos sobre a percepção de que em um mundo de juro real baixo, pagar um pouco mais por empresas de qualidade e geradoras de caixa no Brasil parecia uma alocação de capital interessante. Para tentar amenizar perdas em cenários adversos, trabalhávamos com grande parcela do fundo alocado em caixa e um pouco mais de atividade no rebalanceamento do portfólio.

Seis meses depois, com uma expressiva valorização das empresas de qualidade, mais charmosas e de resultados aparentemente crescentes, e em um ambiente de piora das perspectivas de crescimento e do cenário para inflação no Brasil, manter essa estratégia está mais difícil. O ambiente macro e o fluxo de capital atípico têm contribuído para dificultar a tarefa, já complexa, de alocar capital. Vivemos em um mundo sedento por ativos com *yield* e proteção inflacionária.

A carteira atual expressa um pouco esse sentimento. O fundo nunca esteve tão diversificado e, apesar das principais empresas do portfólio continuarem sendo bons negócios, temos aumentado a alocação naquelas em que o “risco governo” já parece ter sido bem incorporado ao preço das ações e a negócios estáveis/geradores de caixa, mas com pouco crescimento implícito no preço pago. Além disso, nossa posição de caixa continua próxima ao limite máximo.

Nesse momento, nos parece mais importante defender a carteira do que tentar ser o herói da batalha. Estamos dispostos a aguardar uma oportunidade mais interessante para voltar a avançar.

¹⁰ Mike Tyson em resposta a um repórter quando perguntado sobre a estratégia do seu adversário

PERFORMANCE HISTÓRICA

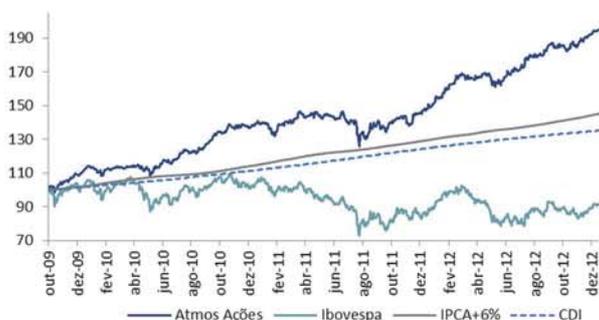
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Acum
2009	Atmos Ações										-0,04%	5,91%	5,74%	11,95%
	Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
2010	Atmos Ações	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%	4,13%	1,83%	0,66%	24,23%
	Ibovespa	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,05%
2011	Atmos Ações	-2,26%	2,42%	4,07%	0,37%	-0,12%	-0,60%	-2,26%	-2,80%	0,04%	3,63%	0,30%	3,76%	6,42%
	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%
2012	Atmos Ações	4,40%	6,71%	0,46%	2,07%	-2,31%	3,42%	4,00%	0,95%	2,65%	-0,06%	3,06%	2,73%	31,61%
	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%

	Ano		12 M		24 M		36 M		Desde o início*	
	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
Atmos Ações	31,61%	8,94%	31,61%	8,94%	40,06%	11,31%	74,00%	10,52%	94,79%	10,75%
Ibovespa	7,40%	21,55%	7,40%	21,55%	-12,05%	23,14%	-11,13%	22,25%	-8,62%	22,69%

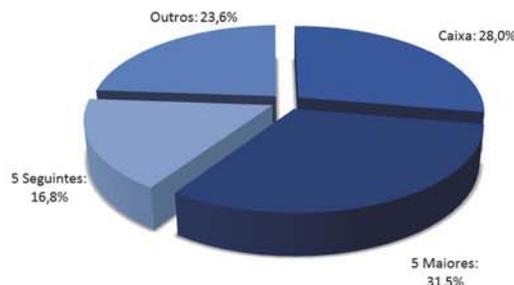
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	14,7%
Bens de Capital	2,7%
Commodities	5,0%
Consumo e Varejo	12,4%
Educação	0,0%
Energia Elétrica	4,9%
Financiários diversos	18,0%
Imobiliário e Shoppings	7,3%
Logística	2,3%
Saúde	0,0%
Tecnologia e Telecomunicações	4,6%
Caixa	28,0%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações
Pequeno abaixo de R\$1 bi	0%
Médio de R\$1 a R\$10 bi	31%
Grande acima de R\$10 bi	69%

Liquidez	% PL
Caixa	28%
≥ 10 MM	68%
3 MM a 10 MM	4%
1 MM a 3 MM	0%
< 1 MM	0%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	398,8 MM / 208,7 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	467,4 MM / 238,5 MM
PL Total Administrado***	754,8 MM

**PL médio dos últimos 12 meses

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

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 ou cotização em D+1 com taxa de saída de 10%
Tributação:	IR de 15% sobre ganhos nominais

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

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 Livres
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

¹1,85% a.a. sobre o PL do fundo FIC + 0,15% 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 despendido em razão das txs de adm. dos fundos investidos.
²Contato 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. 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 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 ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.