

“ALL POWER CORRUPTS, BUT POWERPOINT CORRUPTS ABSOLUTELY”¹

Imaginem Warren Buffett e Charlie Munger saindo de um jantar em Omaha na década de 70. Quando colocam o pé na calçada se deparam com Marty McFly encostado em seu Delorean oferecendo uma carona rumo ao futuro, mais especificamente para o ano de 2014. No meio da viagem, Warren se descuida e derruba uma lata de Cherry Coke nos circuitos elétricos do carro. Após um forte clarão, enquanto Charlie aparece em Wall Street, Buffett vem parar no Rio de Janeiro, em pleno bairro do Leblon. Ainda confuso, entra em um restaurante tomado por jovens de calças cáqui e, ao puxar assunto, descobre que são gestores de recursos. Os olhos de Buffett brilham, principalmente quando um deles cita o oráculo de Omaha como a maior fonte de inspiração do bairro. Após uma semana, Marty McFly consegue consertar o Delorean e resgata os dois futuros velhinhos. Ao se reencontrarem, conversam sobre suas experiências e chegam a uma inesperada conclusão: quem diria que em 2014 existiriam mais *value investors* na Zona Sul do Rio de Janeiro do que em Wall Street!

No Brasil, o crescimento do número de fundos de ações tem superado substancialmente o de empresas disponíveis para investimentos. À procura de alguma diferenciação, é natural que os analistas se dediquem a acumular freneticamente o máximo de informações acerca das empresas e dos setores presentes no mercado. O que já apelidamos de gincana parece ter se transformado em uma competição, com muito mais ênfase na transpiração do que na inspiração.

A combinação do acúmulo de informações com o sentimento de trabalho árduo pode levar a um estado de excessiva confiança. Nesse processo, a capacidade de reflexão tende a ficar obstruída em favor da construção de uma história limpa, coerente e bem encadeada. O tal do *investment case*, herança de Harvard e dos banqueiros de investimento, transforma o processo de análise em um roteiro *Hollywoodiano*, com início, meio e fim. Para mostrar diligência, até os riscos são apontados como mais um componente necessário ao enredo, apesar de serem suavizados como se estivessem em um mundo distante ou sob controle. Esquece-se a máxima: “(...) *there are things that we now know we don't know. But there are also unknown unknowns. There are things we do not know we don't know.*”²

Uma vez que a realidade é repleta de informações incompletas, preferimos que o conhecimento seja construído de forma orgânica, por trajetos muitas vezes não imaginados. Em nossa opinião, não se deve buscar supostos equilíbrios através de processos lineares e finitos, e sim aceitar que o trabalho de análise é complexo, adaptativo e ocorre em condições essencialmente “fora-de-equilíbrio”³. Em muitos casos, a geração de novas ideias ou uma percepção de risco diferenciada é consequência de uma dedicação de tempo a temas pouco relacionados ao *case* específico. Entretanto, a construção desse intangível costuma ser desincentivada em uma indústria obcecada por métricas, onde a demonstração de esforço e o conhecimento de detalhes são mais valorizados do que a real compreensão dos riscos de se investir em uma empresa.

¹ Adaptação de Malcolm Gladwell, jornalista e autor canadense contemporâneo, para a famosa frase original de Lord Acton, político e historiador britânico do século XIX: “*Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely.*”

² Donald Rumsfeld, empresário americano e secretário de defesa durante as gestões de Gerald R. Ford e George W. Bush

³ Aqui, pegamos emprestado e adaptamos ideias e termos da literatura da *Complexity Science*. Nesta, um “sistema adaptativo complexo” é definido como uma “ordem macroscópica” que emerge a partir das interações de micro-estruturas similares e conectadas. Tais sistemas são essencialmente dinâmicos e a interação dos mesmos com o ambiente externo não é somente a resultante da agregação das partes que o compõe. Por sua vez, os “sistemas adaptativos complexos” são moldados e se adaptam em condições “longe-do-equilíbrio”, na chamada “beira do caos” (*edge of chaos*)

Força, sabedoria & lenha

Certa vez um experiente lenhador foi desafiado por um jovem para uma disputa. A competição chamou a atenção de todos da região, que acreditavam que o “velho” não teria chances diante da grande vantagem física do desafiante. Após a largada, o jovem se entregou à tarefa com grande energia e foco, cortou árvores como nunca antes, convicto de que seria o vencedor. De tempos em tempos, olhava para o lado e sorria ao observar seu preguiçoso concorrente sentado com o machado no colo. Ao final da competição o resultado surpreendeu a todos. O velho lenhador havia vencido por uma margem expressiva. Perplexo e inconformado, o jovem questionou:

- Isso não faz sentido! Como é possível que você tenha cortado mais árvores que eu? Eu não parei de trabalhar, e várias vezes vi você descansando!

- Engano seu - respondeu o vencedor - Eu não estava descansando... estava apenas afiando meu machado.

“WHENEVER A THEORY APPEARS TO YOU AS THE ONLY POSSIBLE ONE, TAKE THIS AS A SIGN THAT YOU HAVE NEITHER UNDERSTOOD THE THEORY NOR THE PROBLEM WHICH IT WAS INTENDED TO SOLVE”⁴

Assim como não acreditamos em um roteiro pré-determinado na avaliação das empresas, também consideramos necessário ser agnóstico na alocação de capital para se construir um longo histórico de retorno. Os pilares filosóficos do *value investment* como margem de segurança, disciplina, paciência e capacidade de olhar para o longo prazo não devem ser esquecidos. Porém, esses mesmos conceitos podem ser aplicados em diferentes classes de ativos.

Na prática, essa ideia encontra bastante resistência, principalmente devido à estrutura institucional na qual a maioria dos alocadores e investidores estão inseridos. Os fundos são rigidamente classificados em “caixinhas” de acordo com as especialidades dos gestores e não admite-se nada diferente das estratégias designadas. Dessa forma não se respeita a principal característica do mercado, que é o seu comportamento essencialmente cíclico e, conseqüentemente, a necessidade dos fundos de se adaptarem.

Uma análise superficial de Warren Buffett o colocaria como um investidor monotemático. No entanto, sua história é muito mais complexa e interessante. Nas décadas de 50 e 60 iniciou a carreira comprando “*cigar butts*”⁵ no melhor estilo Graham, antes de transformar-se em um investidor focado em empresas de qualidade. Nos anos 80 praticou “*risk arbitrage*”⁶ na onda de *LBOs*⁷ (*Leveraged Buyouts*), e na década seguinte comprou moedas e metais preciosos. Ainda nesse período, apesar de defender o investimento em ações devido ao medo do descontrole inflacionário, investiu em dívidas corporativas de longo prazo. A partir da crise de 2008, surpreendeu o mercado ao comprar ações preferenciais conversíveis do Goldman Sachs e do Bank of America. A lista é extensa...

Naturalmente, o investimento em ações (públicas e privadas) representa a maior contribuição ao retorno do portfólio de Buffett. Porém, ao alocar capital em outras classes de ativos, definidas pelo mesmo como algo próximo a um *cash parking*, ele evitava cometer erros fatais investindo em ações a retornos sub-ótimos. Em sua carta de 1988, ao iniciar comentários sobre suas atividades de arbitragem, Buffett abre: “(...) *We prefer, of course, to make major long-term commitments, but we often have more cash than good ideas. At such times, arbitrage sometimes promises much greater returns than*

⁴ Karl Popper, filósofo britânico

⁵ Termo utilizado por *value investors* para descrever as ações de empresas de baixa qualidade, todavia extremamente descontadas, que negociam a uma fração do capital circulante líquido. Por se tratarem de negócios ruins com baixo retorno no capital e incapacidade de repassar preços, são investimentos que não trarão bons retornos caso carregados por longos períodos de tempo, mas que podem trazer resultados interessantes se houver um evento catalisador (como a devolução de parte do capital por vias de recompras em massa ou distribuição de dividendos extraordinários). Daí o termo “*cigar butt*”: Se investidos por prazos longos serão investimentos horríveis, - mas podem sempre trazer um belo último “*last puff*”, como aquele do fim de um charuto

⁶ O “*risk arbitrage*” mencionado aqui se trata somente de transações com ações na expectativa de eventos corporativos relevantes (fusões e aquisições)

⁷ Transação de compra do controle acionário de uma companhia com boa parte do capital utilizado proveniente de dívida

*Treasury Bills and, equally important, cools any temptation we may have to relax our standards for long-term investments.”*⁸

Como contraponto a um mandato de investimento flexível, alguns fundos e investidores com estratégias quase monotemáticas em ações listadas no Brasil tiveram retornos excepcionais nos últimos 15-20 anos. Um prazo de tempo quase incriticável. No entanto, cabe lembrar que nesse período ocorreu um grande fechamento nos juros de longo prazo do país. Nos últimos 20 anos, o CDI rendeu algo próximo a 11,5% ao ano em dólar⁹. Caso existisse a possibilidade de investimento em um título público longo pré-fixado atrelado à inflação (NTN-B) no início desse período, provavelmente obter-se-ia um retorno muito próximo a boa parte desses fundos.

Isto não implica em qualquer tipo de demérito. Se expor nesse *duration* durante um período paleolítico em termos de governança tanto do lado das empresas quanto do governo e conseguir chegar vivo ao final do processo representa um enorme sucesso. Certamente foi tarefa difícil evitar as armadilhas que levaram a destruições permanentes de capital durante as várias crises que ocorreram nesse período.

Entretanto, replicar uma estratégia com longo histórico de sucesso, apesar de tentador, pode não ser a melhor alternativa. Temos como premissa básica o fato de que processos específicos de investimentos que levaram a bons resultados não devem ser repetidos de forma irreflexiva. Grande parte das idiosincrasias de retorno entre determinadas classes de ativos, ou tranches da estrutura de capital, é fruto justamente da raridade de mandatos flexíveis. Como exemplo, os *bonds* de algumas empreiteiras brasileiras negociaram recentemente a 20% de *Yield To Maturity*, ao passo que os bancos se mantinham a duas vezes os seus valores patrimoniais. Sem entrar no mérito da retenção de lucros dos bancos e seus retornos marginais, a relevante exposição de suas carteiras de crédito a grandes empresas brasileiras e, conseqüentemente, a um possível risco de *default* sistêmico, indica que um dos dois estava equivocado. De fato, como um dos gestores mais bem sucedidos do Brasil costuma dizer: “Os analistas de *equity* são de Marte, os analistas de renda fixa são de Vênus.”

“SELF-INTEREST GOT OUT OF HAND. IT CREATED A BOTTOM-LINE SOCIETY IN WHICH SUCCESS IS MEASURED IN MONETARY TERMS. DOLLARS BECAME THE COIN OF THE NEW REALM. UNCHECKED MARKET FORCES OVERWHELMED TRADITIONAL STANDARDS OF PROFESSIONAL CONDUCT, DEVELOPED OVER CENTURIES”¹⁰

Com exceção de alguns investidores excepcionais, a busca por um mandato mais flexível demanda uma equipe com um número considerável de pessoas. Apesar da multiplicação do conhecimento, a dificuldade de buscar bons retornos de longo prazo através de um esforço coletivo é extremamente subestimada. O potencial para atrito e desvios é incalculável e infelizmente rota bastante comum. Se já é difícil admitir erros, mudar de opinião e expressar mudanças no portfólio de forma individual, realizar essas tarefas em equipe é ainda mais complexo.

Nesse sentido, além da importância de um time composto por pessoas com diferentes habilidades e personalidades, é necessário que o grupo atue de forma cooperativa e, acima de tudo, compreenda que os resultados só podem ser avaliados ao longo de vários anos. Tarefa árdua, dada a naturalidade com que cada indivíduo tende a superavaliar a importância de suas competências e se sente intitulado a receber a recompensa em semestres ao invés de décadas.

Por isso somos céticos em relação a regras e parâmetros quantitativos de remuneração. Bônus milionários derivados de contribuições individuais medidas em prazos curtos (muitas vezes apenas fruto da ciclicidade do mercado) tendem a

⁸ Citação estendida da carta da Berkshire Hathaway de 1988, seção *Arbitrage*: “In past reports we have told you that our insurance subsidiaries sometimes engage in arbitrage as an alternative to holding short-term cash equivalents. We prefer, of course, to make major long-term commitments, but we often have more cash than good ideas. At such times, arbitrage sometimes promises much greater returns than Treasury Bills and, equally important, cools any temptation we may have to relax our standards for long-term investments. (Charlie’s sign off after we’ve talked about an arbitrage commitment is usually: ‘Okay, at least it will keep you out of bars.’)”

⁹ Entre 31/12/1994 e 31/12/2014. Fonte: Bloomberg

¹⁰ John Bogle, fundador da Vanguard. Para o artigo original “A Crisis of Ethic Proportions”, ver: <http://www.wsj.com/articles/SB124027114694536997>

gerar mais fricção do que benefícios¹¹. Quando se lida com recursos de terceiros é precedente que a relação de trabalho seja pautada, antes de qualquer coisa, por princípios éticos. Ao se criar uma relação estritamente mercadológica para nossa profissão, acaba-se tendo dificuldade de atrair indivíduos guiados por esses valores. Por exemplo, por que trabalhar arduamente se o fundo está abaixo da marca d'água e um eventual bônus encontra-se muito distante? Melhor mudar de emprego do que se preocupar em recuperar o dinheiro do cotista.

Construímos o time de forma lenta e orgânica, desenhando a *partnership* com o intuito de facilitar a aderência aos valores supracitados. Qualquer benefício marginal de uma equipe maior e montada de forma acelerada correria o risco de ser completamente contraposto por um time menos conectado entre si. Perder-se-ia a capacidade de criticar posturas, tomar decisões coletivamente, discutir ideias baseadas em argumentos e não em patentes, e debater conceitos abertamente sem medo de admitir erros. A manutenção destas características, simples na forma mas complexas na execução, é o nosso maior desafio institucional de longo prazo.

RESULTADOS, PARTE I: “RUN, RABBIT RUN / DIG THAT HOLE, FORGET THE SUN / AND WHEN AT LAST THE WORK IS DONE / DON'T SIT DOWN IT'S TIME TO DIG ANOTHER ONE”¹²

Desde o início¹³ da Atmos até 31 de Dezembro de 2014, um período pouco superior a cinco anos, o fundo obteve um retorno de 19,3% nominal ao ano, ou 12,5% em termos reais ao ano. A tabela abaixo resume alguns indicadores de performance absoluta e relativa.

| | 2009* | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Rentabilidade | Ao Ano | Volatilidade | Drawdown |
|-----------------------|--------|--------|----------|--------|----------|----------|-----------------|----------------|---------------|-----------------|
| Atmos Ações | 11,95% | 24,23% | 6,42% | 31,61% | 15,39% | 11,58% | 150,80% | 19,30% | 10,87% | (13,99%) |
| Ibovespa | 2,83% | 1,05% | (18,11%) | 7,40% | (15,50%) | (2,91%) | (25,02%) | (5,38%) | 22,67% | (38,40%) |
| BM&FBovespa Small Cap | 9,76% | 22,74% | (16,63%) | 28,66% | (15,21%) | (16,95%) | 1,76% | 0,34% | 18,10% | (34,93%) |
| CDI | 1,72% | 9,73% | 11,59% | 8,41% | 8,05% | 10,80% | 61,66% | 9,66% | - | - |
| NTN-B 2045 | 5,19% | 27,40% | 12,26% | 40,83% | (23,33%) | 18,15% | 91,90% | 13,33% | 13,30% | (30,75%) |

* Início do fundo em 15/10/2009

Apesar dos números acima mostrarem uma fotografia positiva, esse período não é suficientemente longo para congratulações. Os ciclos costumam funcionar como alavancadores de bons resultados e apenas um erro significativo é suficiente para prejudicar os retornos compostos de longo prazo. “O jogo só acaba quando termina”, ou no nosso caso, quando o capital for devolvido.

Nos últimos anos o país passou por um momento turbulento, afetando de forma desproporcional as empresas de qualidade inferior que não conseguem repassar aumentos da inflação e amargam impactos relevantes em seus negócios em períodos difíceis. Em adição, o setor de commodities foi fortemente influenciado por más decisões de alocação de capital e pela desaceleração da China. Apenas ter evitado esses dois subgrupos já teria sido suficiente para destacar o nosso retorno quando comparado à performance do Ibovespa ou até mesmo do Índice de *Small Caps*. Porém, nossa aversão a projetos, histórias de *M&A* com sinergias mirabolantes, setores alavancados operacionalmente e negócios

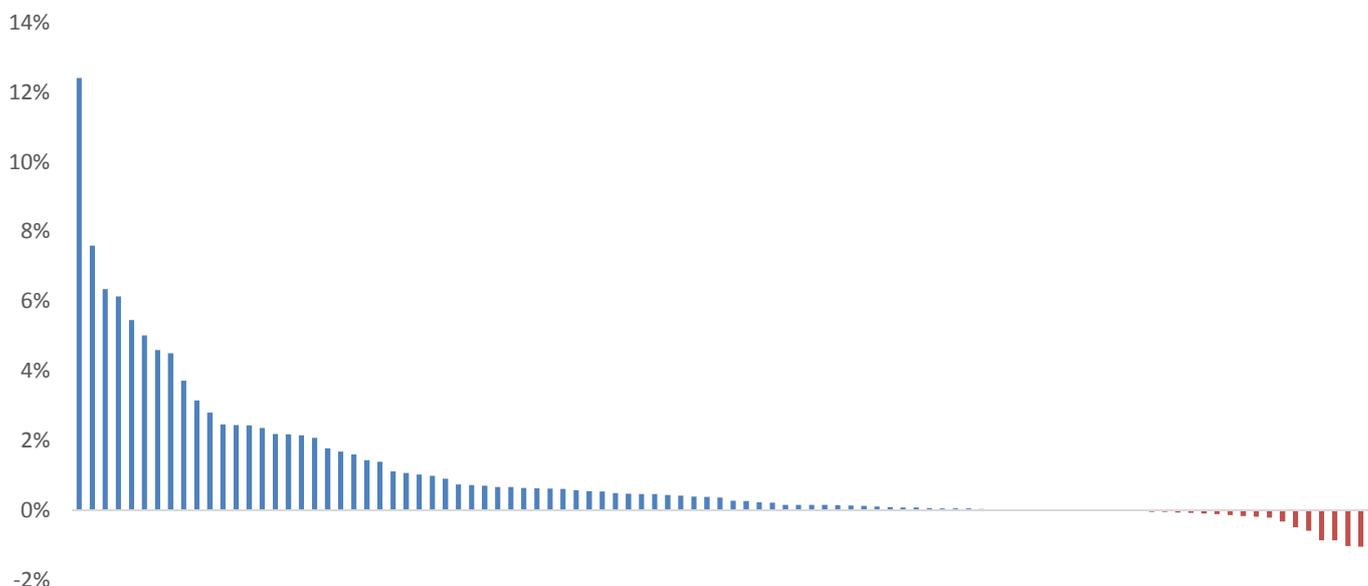
¹¹ Michael Sandell, no seu livro “*What Money Can't Buy*”, discute como ao se tornar toda relação em uma estritamente econômica de ganhos de troca, corrompe-se o senso de reciprocidade coletiva. A doação de sangue é um exemplo clássico: No sistema britânico, onde as doações não são remuneradas, a quantidade e a qualidade do sangue superavam por larga margem o sangue coletado nos EUA, onde até recentemente pagava-se pela doação. A contrapartida financeira gerava incentivos perversos para que doadores não elegíveis mentissem sobre seus históricos apenas para receber o pagamento. Além disso, a prevalência da lógica de mercado enfraquecia a motivação altruísta dos doadores não interessados na remuneração. Prestar um serviço fiduciário como alocar capital de terceiros também nos parece, antes de tudo, uma atividade de cunho essencialmente moral. Tentar “alinhar” tal atividade de forma extremamente “pecuniária” pode ser bastante perigoso. Para mais dados sobre a doação de sangue paga vs. não-paga, ver: http://www.who.int/bloodsafety/publications/9789241599696_eng.pdf

¹² Trecho da música “*Breathe*” da banda britânica Pink Floyd. Autoria de Gilmour-Wright-Waters

¹³ Início do Atmos Ações em 15/10/2009

dependentes das benesses do governo também contribuiu significativamente para nossa performance relativa, dada a enorme destruição de valor dessas empresas no período.

Acreditamos que é mais importante concentrar o estudo na avaliação de riscos e na estimativa de perdas em cenários adversos do que tentar estimar qual o potencial de ganhos em cenários otimistas. Apesar de não termos preconceito em investir em casos mais arriscados, limitamos não apenas o tamanho da posição como o número de investimentos desse tipo. Esta disciplina tem nos afastado em grande medida dos exemplos mencionados acima. O gráfico abaixo ilustra esse ponto ao demonstrar a diversificação das contribuições positivas e o baixo número de perdas na performance do fundo. *“I think part of the popularity of Berkshire Hathaway is that we look like people who have found a trick. It’s not brilliance. It’s just avoiding stupidity.”*¹⁴



Atribuição de performance bruta por empresa do Atmos Ações. De 15/10/2009 até 31/12/2014

RESULTADOS, PARTE II: “LIVING IS EASY WITH EYES CLOSED, MISUNDERSTANDING ALL YOU SEE”¹⁵

A necessidade de fugir de armadilhas, combinado com um mercado anêmico em novas empresas tem nos empurrado para outras classes de ativos. Neste movimento não buscamos retornos extraordinários e sim diminuir o risco do portfólio e aproveitar discrepâncias relevantes de *payoff* quando comparadas à nossa atividade principal de investimentos em ações brasileiras.

A partir de 2012 começamos a investir em empresas globais¹⁶. Em 2014, investimos em títulos do governo indexados à inflação e alocamos parte do nosso caixa em dólares. Consideramos o caixa uma opção para alocar capital no futuro com menos risco de perdas permanentes. Neste sentido, ter parte do caixa em uma moeda forte e com inflação baixa oferece maior proteção do que manter o caixa em moeda local. Especula quem investe o caixa em reais em nível fora de equilíbrio de longo prazo somente devido aos juros altos, e não quem está disposto a abrir mão do carregamento para proteger o capital. Todo esse processo é sempre na direção de diminuir o risco de grandes perdas no fundo.

Toda comparação entre investimentos depende do preço pago, mas em tese (desconsiderando que na América Latina às vezes a realidade consegue ser mais criativa que a ficção): (i) investir em empresas estáveis em ambiente institucional frágil é mais arriscado do que em empresas estáveis em países desenvolvidos; (ii) investir em *bonds* de uma empresa é

¹⁴ Charlie Munger

¹⁵ Trecho de “*Strawberry Fields Forever*” da banda britânica The Beatles. Autoria de Lennon-McCartney

¹⁶ O racional dessa decisão é discutido a fundo em nossa 9ª carta: “A armadilha do foco e investimento no exterior”

menos arriscado do que comprar suas ações¹⁷; (iii) alocar o caixa em dólares é menos arriscado do que investir em empresas de commodities na expectativa de que uma forte depreciação da moeda melhore suas margens operacionais; e (iv) investir em títulos de renda fixa indexados à inflação é menos arriscado do que investir em empresas reguladas que possuem receitas indexadas à inflação mas que eventualmente estão sujeitas a quebras de contrato e mudanças no arcabouço regulatório. Gestores de ações que não possuem mandatos minimamente flexíveis mas conseguem identificar oportunidades fora da sua classe específica acabam obrigados a utilizar ações como o veículo de investimento para expressar todas suas opiniões. Porém, como exposto, isso leva a uma relação risco-retorno bem menos favorável.

Gostamos da liberdade de permanentemente buscar alternativas fora da nossa atividade principal de investimento em ações e utilizar os instrumentos diretos quando eles aparecem. Recentemente, realizamos nosso primeiro investimento em *bonds*. Nos chamam atenção as notas emitidas no exterior por algumas empresas brasileiras cujos retornos implícitos parecem mais atrativos do que as opções mais júniores da estrutura de capital. Achamos essencial que esse processo seja sempre marcado por um certo gradualismo e limites pré-estabelecidos. Mas em um país escasso em empresas listadas de qualidade, como é o caso brasileiro, esse amadurecimento pode significar a sobrevivência necessária para entregar bons retornos de longo prazo.

Sem querermos soar repetitivos, todas as alternativas de investimento que olhamos são relativas às oportunidades de investimentos em ações brasileiras e não temos nenhuma pretensão de acertar o *timing* dos movimentos de mercado. Desse modo, a volatilidade do fundo deve continuar equivalente a de um fundo de ações tradicional. No fim do dia, nosso racional no que tange uma maior flexibilização gira em torno da ideia de que ao se pôr o “custo de oportunidade” para dentro da carteira, uma relação teórica passa a ser representada na prática. Segue Warren Buffett na carta de 2014 aos seus acionistas: “(...) *a broad range of options always sharpens decision-making.*”

A tabela abaixo mostra como a maior contribuição para a performance do fundo veio predominantemente do investimento em ações brasileiras, mesmo no período mais recente. Entretanto, como enfatizado nesta carta, a flexibilidade de alocar em outras classes de ativos continuará sendo importante para não se baixar a barra de retornos de longo prazo exigida e melhorar o perfil de risco do fundo.

| Atribuição Atmos Ações | 2009* | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015** |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ações Brasil | 12,64% | 23,33% | 6,52% | 28,55% | 11,28% | 7,95% | 7,48% |
| Caixa (CDI) | 0,42% | 2,61% | 3,14% | 2,32% | 1,54% | 0,79% | 0,53% |
| Hedge Índice | (0,28%) | (0,77%) | (0,18%) | (0,05%) | (0,10%) | 2,01% | (0,07%) |
| Hedge Câmbio | - | (0,13%) | (0,29%) | (0,01%) | 0,11% | (0,62%) | 2,10% |
| Ações Globais | - | - | - | 0,45% | 4,29% | 2,66% | 1,77% |
| Títulos Públicos Longos | - | - | - | - | - | 0,99% | 0,07% |
| Bonds | - | - | - | - | - | - | 0,06% |

Atribuição de performance bruta por ano do Atmos Ações. Cálculo feito somando a atribuição diária de cada ativo no período, portanto não levando em consideração a composição dos retornos no tempo

* Início do fundo em 15/10/2009

**Nesta tabela estamos, como exceção, considerando o período de 02/01/2015 até 31/03/2015 apenas para demonstrar a relevância das diferentes classes de ativos neste começo de ano

¹⁷ Apesar de estarmos generalizando para todos os casos, este em específico merece uma ressalva. Para empresas de alta qualidade, com ampla capacidade de repassar preços, quando há um risco relevante de descontrole inflacionário, *equities* demonstram-se muito mais seguros que *bonds* (principalmente que títulos pré-fixados de *durations* muito longos)

PERFORMANCE HISTÓRICA

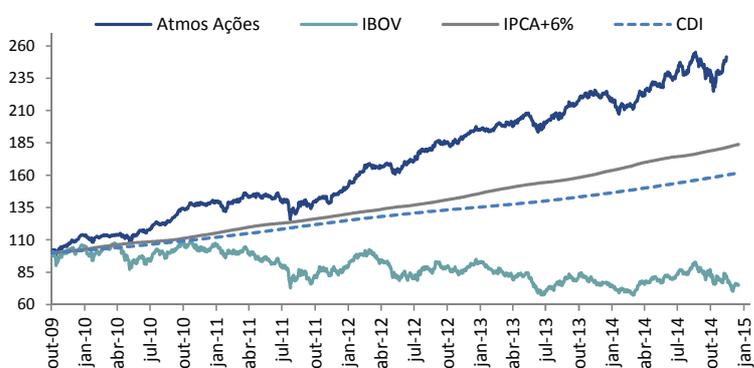
| | | Jan | Fev | Mar | Abr | Mai | Jun | Jul | Ago | Set | Out* | Nov | Dez | Acum |
|------|--------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------------|
| 2009 | Atmos Ações | | | | | | | | | | -0,04% | 5,91% | 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% |
| 2013 | Atmos Ações | -0,09% | 1,94% | 1,43% | 0,90% | 1,34% | -3,34% | 2,51% | 1,29% | 3,43% | 4,19% | 1,46% | -0,46% | 15,39% |
| | 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% |
| 2014 | Atmos Ações | -6,19% | 1,73% | 3,74% | 1,59% | 0,92% | 3,24% | 1,07% | 6,59% | -5,96% | 0,54% | 4,85% | -0,28% | 11,58% |
| | 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% |

| | Ano | | 12 M | | 24 M | | 36 M | | 60 M | | Desde o início* | |
|--------------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|-----------------|--------------|
| | Retorno | Volatilidade | Retorno | Volatilidade |
| Atmos Ações | 11,58% | 13,33% | 11,58% | 13,33% | 28,75% | 11,10% | 69,46% | 10,45% | 124,04% | 10,76% | 150,80% | 10,90% |
| Ibovespa | -2,91% | 25,15% | -2,91% | 25,15% | -17,96% | 22,96% | -11,89% | 22,51% | -27,09% | 22,55% | -25,03% | 22,81% |

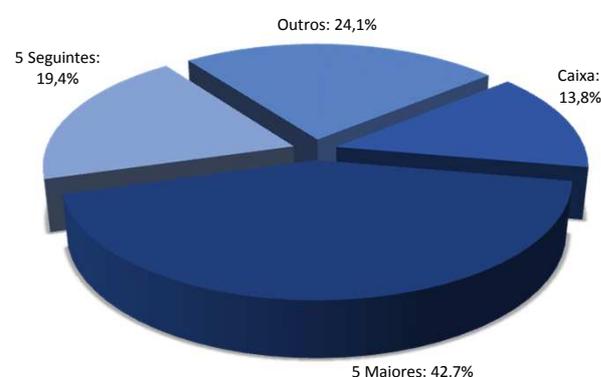
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

| Composição Setorial | % Patrimônio |
|-------------------------------|---------------|
| Alimentos e Bebidas | 17,5% |
| Bens de Capital | 0,4% |
| Commodities | 0,9% |
| Consumo e Varejo | 16,5% |
| Educação | 1,9% |
| Energia Elétrica | 10,6% |
| Financeiros diversos | 33,2% |
| Imobiliário e Shoppings | 1,4% |
| Logística | 0,0% |
| Saúde | 3,9% |
| Tecnologia e Telecomunicações | 0,0% |
| Caixa | 13,8% |
| Total | 100,0% |

| Valor de Mercado | % Parcela em Ações | |
|------------------|--------------------|-----|
| Pequeno | abaixo de R\$1 bi | 0% |
| Médio | de R\$1 a R\$10 bi | 28% |
| Grande | acima de R\$10 bi | 72% |

| Liquidez | % Parcela Portfólio |
|--------------|---------------------|
| Caixa | 13,8% |
| ≥ 10 MM | 78,8% |
| 3 MM a 10 MM | 5,7% |
| 1 MM a 3 MM | 1,4% |
| < 1 MM | 0,3% |

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

| PL | R\$ |
|------------------------------------|---------------------|
| PL Atual / PL Médio - FIC FIA** | 553,3 MM / 585,6 MM |
| PL Atual / PL Médio - Master FIA** | 968,1 MM / 954,5 MM |
| PL Total Administrado*** | 1.534,9 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) de 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.' 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 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 3202-9550

www.atmoscapital.com.br

¹1,85% 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 despende 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 20090-905. 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 perder 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 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 e risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.