

**“YOU COULD NEVER CONVINCE A MONKEY TO GIVE YOU A BANANA BY PROMISING HIM  
LIMITLESS BANANAS AFTER DEATH IN MONKEY HEAVEN”<sup>1</sup>**

Desde a pré-história um grupo de estranhos é capaz de cooperar entre si graças aos seus mitos compartilhados, mesmo que isso não faça parte dos seus instintos biológicos. Foi justamente essa capacidade de aceitar narrativas ficcionais que permitiu a um animal pouquíssimo promissor da savana africana embarcar em uma jornada multimilenar de desenvolvimento civilizatório. O dinheiro e as fronteiras geográficas são exemplos modernos de uma complexa realidade imaginada, um universo paralelo à realidade objetiva da natureza. No fim do dia, somos apenas um pequeno acidente evolutivo capaz de acreditar em ilusões que nos unem em sentido cooperativo.

Curiosamente, um aspecto fundamental de qualquer cultura é a contradição entre mitos. Como exemplos, o mundo testemunhou ao longo da história grandes guerras em nome de uma religião que pregava o amor e a paz, direitos universais concedidos apenas para uma parte da população e diversas tentativas de conciliar igualdade e liberdade. Incoerências estimulam mudanças, mesmo que nem sempre de forma linear, na medida em que pensadores buscam soluções<sup>2</sup>.

O mercado financeiro não é um ambiente isento de mitos conflitantes. Ao contrário, é um local propício para que seus participantes expressem suas mais diversas crenças. Nesse contexto, ter a capacidade de navegar por ideias antagônicas é característica essencial para o êxito de qualquer investidor. Respeitar mitos populares já enraizados no subconsciente dos agentes do mercado, mesmo que pareçam irracionais, pode garantir a sobrevivência em momentos desfavoráveis do ciclo. Uma ideia fortemente incorporada ao imaginário coletivo possui uma força desproporcional até ser desconstruída pela próxima crença dominante. Por outro lado, se o conforto de estar ao lado de outros investidores prejudicar a capacidade de reflexão, corre-se o risco de perdas significativas de capital.

**“DCF TO US IS SORT OF LIKE THE HUBBLE TELESCOPE – YOU TURN IT A FRACTION OF AN INCH  
AND YOU’RE IN A DIFFERENT GALAXY”<sup>3</sup>**

O primeiro mandamento do investidor fundamentalista é que uma empresa deveria ser avaliada de acordo com o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros. Um dos detalhes mais relevantes, muitas vezes ignorado, é que a maioria das empresas não devolvem o capital aos acionistas, reinvestindo a maior parte do caixa gerado mesmo na ausência de boas oportunidades de crescimento. São poucos os exemplos em que executivos têm incentivos para questionar se o reinvestimento do caixa gerado pela operação resultará em retornos acima do custo de capital em prazos longos. Na maioria dos casos, quando o vento está favorável os otimistas são promovidos enquanto os mais cautelosos são demitidos por sua “falta de visão”. No fim do ciclo, muitos acabam por aprender dolorosamente que as supostas barreiras de entrada construídas ao longo do tempo com pesados reinvestimentos eram na verdade muito mais frágeis do que pensavam.

---

<sup>1</sup> Yuval Noah Harari, historiador israelense

<sup>2</sup> Esse arcabouço teórico de interpretação da história humana é abordado de maneira muito mais profunda no livro *Sapiens - A Brief History of Humankind*, Yuval Noah Harari

<sup>3</sup> Curtis Jensen, CIO da Third Avenue Management

Dessa forma, parece contraditório que a maior parte do valor presente de uma empresa esteja concentrada na perpetuidade, quando fatores como o aumento da competição, a obsolescência tecnológica ou uma eventual alavancagem em um momento ruim do ciclo aumentam expressivamente a probabilidade do negócio não se perpetuar. Não devem ser poucos os casos de empresas que na realidade tem no valor presente de seus dividendos algo muito próximo de zero.

No entanto, quando existe a expectativa que grande parte do valor se realizará no futuro, ações se transformam em ativos de *duration*<sup>4</sup> longa. Ou seja, pequenas mudanças nas premissas em relação ao longo prazo trazem grandes impactos no *valuation*. Nesse sentido, não é estranho que o mercado financeiro, dado sua estrutura perversa de remuneração<sup>5</sup>, incorpore um discurso comercial em que predomina a venda agressiva de um futuro perfeito. Troca-se o caixa gerado hoje por uma promessa de dividendos maiores no futuro. É justamente aí que é possível observar o encontro da arte com a matemática financeira.

A multiplicação de novos fundos ativistas e empresas envelopadas como plataforma de aquisições nos Estados Unidos nos parecem um exemplo atual do fenômeno descrito acima. Tenta-se vender a capacidade de alocação de capital de longo prazo não como mera opcionalidade, e sim como parte relevante do valor atual da companhia. Ao tornar a atividade de investimento em um jogo completamente voltado às expectativas, diminui-se a relevância dos resultados presentes.

### **“ANDÁ COM FÉ EU VOU / QUE A FÉ NÃO COSTUMA FAIÁ”<sup>6</sup>**

Quando migramos essa discussão para o Brasil, terra dos juros altos e do futuro que nunca vem, a matemática deveria se impor a qualquer tentativa de vender-se a arte. Não podemos fugir da realidade que a renda fixa por aqui quase sempre é a primeira opção de investimento e deve ser utilizada permanentemente como balizadora de retorno.

Hoje um investidor pode comprar uma NTN-B de longo prazo com uma *duration* semelhante à de boa parte do mercado de ações e retorno de aproximadamente 6,5% real por ano. Esse retorno é praticamente comparável ao de se investir em uma empresa teórica desalavancada negociando a 15,4x NOPAT<sup>7</sup> dos últimos 12 meses, com crescimento em linha com a inflação, que distribua religiosamente toda sua geração de caixa como dividendos e dure perpetuamente.

Se essa empresa teórica apresentar crescimento de 3% ao ano acima da inflação<sup>8</sup> ao longo do tempo sem nenhum reinvestimento na operação ou aquisições (podemos contar nos dedos os modelos de negócios em que isso é possível), e assumindo que o múltiplo da empresa esteja no mesmo nível<sup>9</sup> ao fim do prazo de carregamento do investimento<sup>10</sup>, o resultado será um retorno real desalavancado de aproximadamente 9,5% ao ano. Não se trata de um retorno baixo, mas as premissas necessárias para atingi-lo não parecem ser muito conservadoras. Como exposto na seção anterior, mudanças em impostos, executivos, tecnologia, estilo de alocação de capital, entre

---

<sup>4</sup> A grosso modo, a média ponderada do tempo de recebimento dos fluxos de caixa a valor presente. Essa medida possibilita que se saiba o quanto o preço de um ativo é sensível a mudanças na taxa de juros

<sup>5</sup> Esse tema é discutido em mais detalhe em nossa 2ª carta: [“Estimativa do valor da opção do gestor”](#)

<sup>6</sup> Trecho da música “Andar Com Fé” do compositor brasileiro Gilberto Gil

<sup>7</sup> *Net operating profit after tax*. Em português equivale a lucro operacional depois de imposto

<sup>8</sup> Para efeitos teóricos assume-se que o lucro real do primeiro ano de fluxo é igual ao *trailing*, e começa-se a crescer a partir dessa base

<sup>9</sup> Em relação ao lucro real projetado um ano à frente

<sup>10</sup> O que implica em uma premissa de um prêmio exigido para se investir em ações permanente e igual a um crescimento projetado de 3% real na perpetuidade. Se o negócio tiver prazo de validade, mesmo se esse crescimento se materializar, esse prêmio se demonstrará muito baixo, implicando em um retorno realizado muito provavelmente menor que o custo de oportunidade

outros, estão constantemente presentes na autópsia de diversas empresas. Sem contar que é necessário passar por diferentes governos, o que no Brasil não se trata de tarefa para principiantes.

Avaliando o mesmo caso por outra ótica veríamos que nós, simples investidores de ativos reais listados em bolsa, precisaríamos esperar pacientemente cerca de 23 anos para efetivamente receber de volta nosso capital inicial corrigido pelo custo de oportunidade. Portanto, todo retorno excedente seria oriundo do distante fluxo de caixa do vigésimo quarto ano em diante.

Olhando de forma objetiva seria prudente ficar longe de ativos que negociam acima de 15,4x NOPAT na terra da renda fixa gorda e indexada<sup>11</sup>. Só deveríamos cair em tentação se esperássemos um crescimento exponencial da receita real por alguns anos (preferencialmente próximo à data de aquisição do ativo), um enorme ganho de margem operacional (seja via margem bruta ou alavancagem operacional), ou a possibilidade de alavancar o negócio de forma eficiente.

Um outro motivo seria especular que o mercado, ou um comprador estratégico, pagará excessivamente pelo tal mito da perpetuidade. Normalmente um risco desproporcional a se correr dado o retorno potencial. Entretanto, no caso específico em que uma empresa esteja comprovadamente gerando caixa operacional e crescendo com bons retornos, esse conservadorismo elegante pode ser ingênuo. Principalmente em uma economia com escassez de empresas de qualidade, na qual a oferta de ativos no mercado de capitais não acompanha potenciais aumentos da demanda. Neste caso, o prêmio de se investir no mercado de ações pode permanecer baixo por muitos anos, forçando os agentes a participarem de jogos indesejáveis.

No fim do dia, o preço de uma ação pode assumir qualquer valor que equilibre a oferta e demanda no curto prazo. Mesmo empresas com fluxo de caixa negativo ou declinante podem ter valor estratégico para determinados grupos. As recentes compras dos jornais Washington Post e South China Morning Post, respectivamente por Jeff Bezos e Jack Ma, são exemplos nos quais a perspectiva de influenciar milhões de pessoas supera qualquer consideração acerca do valor econômico<sup>12</sup>.

De todo modo, a verdadeira margem de segurança está em receber de volta uma grande parcela do capital ajustado pelos juros da economia o mais rápido possível. De forma ilustrativa, se olharmos o valor da Coca Cola em 1985, os dividendos dos próximos 10 anos trazidos a valor presente (pela *treasury* de 10 anos, que à época aproximava 8% ao ano) representaram cerca de 40% do valor de mercado inicial da companhia, enquanto o potencial de pagamento de dividendos da empresa continuou crescendo exponencialmente cerca de 11% ao ano (contra uma inflação média de 3,5% no período)<sup>13</sup>.

A diferença e dificuldade para o investidor brasileiro é que por aqui, mesmo empresas com amplo poder de mercado dificilmente possuem vantagens competitivas duradouras tão significativas quanto o de empresas americanas bem estabelecidas. Afinal, monopólios e oligopólios que exercem agressivamente seu poderio através de uma agenda de influência regulatória são, por construção, mais frágeis que empresas que sobreviveram ao crivo seletivo de economias competitivas operando de forma rentável. Para complicar, o baixo prêmio exigido para

---

<sup>11</sup> Embora possa se argumentar que existe o risco de o governo falsificar a inflação oficial afetando negativamente o retorno real da NTN-B, nos parece que a chance é baixa de que isso ocorra sem que antes o setor privado seja afetado por uma tributação maior ou por certa dificuldade de repassar preços em linha com a inflação real

<sup>12</sup> O que ilustra de forma genérica como pode ser arriscado assumir posições vendidas com base na premissa que uma ação está cara devido ao baixo (ou negativo) valor presente dos seus fluxos de caixa futuros

<sup>13</sup> O múltiplo Preço/Lucro de partida em 1985 era de aproximadamente 12x. Nesse sentido, dado o *spread* de cerca de 4% do *Earnings Yield* para o juro-real *ex-post*, se a empresa não tivesse re-investido tanto capital na operação (nesse caso os reinvestimentos efetivados demonstraram-se completamente acertados), teria devolvido cerca de 66% do capital a valor presente crescendo somente a inflação nos primeiros 10 anos do investimento. Vale notar que, para efeitos de simplificação não se considera o efeito positivo da pequena alavancagem da companhia, que como boa repassadora de preços poderia pagar tão-somente o juro-real em suas dívidas, desse modo acelerando o *payback* dos seus acionistas

se investir em ações no Brasil significa que recebe-se muito pouco do capital investido a valor presente (descontado pela taxa livre de risco) nos primeiros anos. Não é à toa que por essas bandas dificilmente o retorno de longo prazo da maioria das ações fica acima do custo de oportunidade da renda fixa.

### **“THOUGH THE EARLY BIRD GETS THE WORM IT IS THE SECOND MOUSE THAT GETS THE CHEESE”<sup>14</sup>**

No processo de institucionalização da indústria de fundos de ações global um outro mito evidente é o da necessidade de mostrar um diferencial analítico em relação ao resto do mercado. Em várias atividades a ideia de que “quem chega na frente bebe água limpa” é uma máxima importante. O caráter de inovação e o esforço praticado metodicamente garantem mercados cativos que podem durar alguns anos ou até mesmo décadas. Entretanto, na indústria de investimentos a história é diferente. Por seu caráter democrático e psicologicamente instável, permite a quem está observando de longe e com as reflexões adequadas entrar no jogo quando considerar que as condições se tornaram favoráveis.

Desde muito novos somos incentivados pela crença *quasi*-religiosa de que se nos esforçarmos ao extremo conseguiremos atingir feitos inimagináveis. Não é de se admirar que são indivíduos mais propensos a acreditar nessa proposição que por seleção natural acabam representando grande parte do mercado financeiro. Afinal, o filtro de entrada seleciona “gente boa e motivada” que se esforçou muito para chegar preparada àquele destino. Analistas são selecionados como se fossem esportistas de elite, desde cedo alimentados pela ideia de que o treinamento diário para diminuir um centésimo de segundo é a diferença entre o fracasso e a glória. Esse excesso de foco, acrescido a *feedbacks* curtos para melhorar o desempenho catalisam o que uma corrente da psicologia define como *flow*<sup>15</sup>. Nessa condição, o cérebro entra em um estado de completa absorção e enorme sentimento de satisfação.

Como consequência natural desse contexto, a prática do mercado é fomentar a especialização e consequentemente criar feudos de atuação. Quanto mais o tempo passa, mais profundo torna-se o fosso ao redor do castelo de conhecimento do analista, onde reina uma ideia intocável que não admite nem mesmo autoquestionamentos. Isso pode funcionar por muito tempo e com bastante sucesso. O problema, no entanto, é que a rigidez de um modelo centralizador do conhecimento não conduz ao debate necessário para que se consiga mudar de opinião<sup>16</sup>.

Como demonstrar a pessoas viciadas na endorfina gerada pelo estado de *flow* que o esforço tangível não está diretamente correlacionado ao resultado e que os *feedbacks* que importam são muito mais longos? Que o sucesso nessa indústria não vem da busca pelo brilhantismo e especialização, e sim de se evitar cometer erros fatais?

Talvez um bom começo seja construir uma cultura que desestime a busca incansável da perfeição por entender que essa obsessão pode ser inimiga do bom senso. Não se levar tão a sério é qualidade essencial para permitir a honestidade necessária para se admitir erros e trabalhar em equipe. Além disso, um grupo formado por pessoas com treinamentos, educações e personalidades distintas, mas valores comuns, interagindo coletivamente, é capaz

---

<sup>14</sup> Warren Buffett na carta de 2015 da Berkshire Hathaway aos seus acionistas, comentando o desenvolvimento histórico do poderio de mercado da Geico. A companhia, iniciada em 1936 por 2 ex-funcionários da USAA, essencialmente copiou o modelo de vendas por distribuição direta de seguros automobilísticos da mesma. De todo modo, oito décadas depois a Geico está emitindo mais que o dobro do volume de prêmios da USAA por ano, ao passo que se mantém como *benchmark* de rentabilidade do setor

<sup>15</sup> O conceito é originalmente atribuído ao psicólogo húngaro Mihaly Csikszentmihalyi

<sup>16</sup> O estrategista do Credit Suisse Michael Mauboussin resumiu essa ideia de forma bastante original em uma palestra recente: “*The more you learn about a given situation, the harder it is to unlearn it when the world changes*”

de avaliar problemas em diversas dimensões e aceitar a incerteza de um processo essencialmente fora-de-equilíbrio com mais eficácia que um solitário cérebro brilhante<sup>17</sup>.

Importante ressaltar que não estamos desqualificando o estudo profundo e detalhado dos negócios. Somente queremos alertar que uma visão holística e certa humildade intelectual são equivalentemente relevantes no processo de investimento.

Apesar da tentação de associar a “inteligência” com a “racionalidade”, em diversos casos essas duas características caminham separadamente. Ao contrário da “inteligência” que é associada ao bom funcionamento lógico em ambientes controlados (famosos testes de QI), a “racionalidade” somente tem sido tratada com o viés da ciência mais recentemente. A compreensão dos limites do conhecimento, a leitura do mundo em termos de probabilidades, a capacidade de isolar o “barulho”<sup>18</sup> e uma mentalidade aberta mas ao mesmo tempo emocionalmente equilibrada, são características que fazem parte do arcabouço que define a racionalidade<sup>19</sup>. Não são poucos os casos em que a inteligência acaba por atrapalhar a tomada de decisões racionais. Afinal, quando se trabalha com incerteza nada é mais perigoso que um raciocínio lógico supostamente infalível, porém baseado em premissas frágeis que não sobreviverão ao tempo. Devemos buscar, treinar e incorporar na cultura muito mais as características associadas ao que se conhece por racionalidade do que tentar colecionar engenheiros aeroespaciais.

## PERSPECTIVAS 2016

### “MONEY, IT'S A CRIME / SHARE IT FAIRLY, BUT DON'T TAKE A SLICE OF MY PIE”<sup>20</sup>

O ano de 2015 começou com uma grande preocupação do mercado financeiro em relação à situação fiscal do Brasil. Na nossa visão, apesar do desânimo generalizado, as pessoas estavam pouco pessimistas. Se a primeira derivada do excesso de gastos do governo era clara, o mercado e o próprio poder público parecem ter subestimado os efeitos de segunda ordem. O estímulo a uma péssima alocação de capital durante mais de 10 anos começou a surtir efeitos negativos ao passo que o superciclo de *commodities* demonstrava sinais de esgotamento. O governo e o mercado não colocavam na conta que o capital mal alocado ao longo da última década precisava ser destruído. Dessa forma, ao decorrer do ano vimos sucessivamente a arrecadação do Estado e a produção diminuírem mais que o esperado, culminando em uma queda do PIB de inacreditáveis 3,8% com perspectiva de uma queda semelhante em 2016 e eventual nova queda em 2017.

Muito se fala da tal falta de confiança do investidor no momento atual pelo qual o país passa. No entanto, os problemas do Brasil nos parecem muito mais complexos. Arriscaríamos dizer o contrário: a confiança parece ser excessiva, desta forma impedindo o mercado de pressionar de maneira mais evidente a mudança de rumo. É impressionante que neste cenário desastroso o Brasil continue a receber investimentos diretos de mais de 50 bilhões de dólares por ano, o que implica em um grande aumento medido em reais apesar da contração da atividade e da lamentável situação fiscal do país.

Durante anos, aumentos salariais foram concedidos com base em uma ilusão, um PIB fictício, que evaporou com a destruição de capital vigente. Para tornar o país competitivo e melhorar de forma efetiva a situação fiscal, não basta apenas impedir reajustes do salário mínimo acima da inflação. A solução passa por diminuir o valor real do salário mínimo assim como os gastos com a previdência, e/ou aumentar de maneira significativa os impostos. O

<sup>17</sup> Para mais, ver: *Superforecasting (The Art and Science of Prediction)*, Phillip E. Tetlock

<sup>18</sup> Tradução do termo em inglês *noise*. Em sentido amplo refere-se à informação ou atividade ambiente que atrapalha a interpretação de tendências subjacentes relevantes

<sup>19</sup> Para mais, ver: *What intelligence tests miss*, Keith E. Stanovich & Richard F. West

<sup>20</sup> Trecho da música “Money” da banda britânica Pink Floyd. Autoria de Roger Waters

mercado pode acreditar no mito de que um novo governo vai resolver todos os problemas, mas em uma democracia participativa não é fácil retirar o que foi concedido. Políticos da situação e da oposição dificilmente votam para remover direitos “semi-adquiridos”<sup>21</sup>, sejam esses sustentáveis ou não.

Mesmo com uma queda projetada de cerca de 8% do PIB no biênio 2015-2016, a inflação demora a ceder. A indexação da economia brasileira é muito forte, com mais de 30% da renda atrelada diretamente ao governo através de cargos públicos, previdência e programas de transferência de renda. Sem contar com a própria indexação de salários e contratos no mercado privado. Nesse contexto, o ajuste do PIB nominal às altas taxas de juros reais acaba sendo feito em grande parte pela queda da produção ao invés da queda da inflação.

A destruição de capital da indústria parece estar perto do fim, mas a do setor de serviços está a pleno vapor. O número de fechamento de lojas nunca esteve tão alto, ao mesmo tempo em que as sobreviventes lutam com aumentos de salários, impostos e no custo das mercadorias em um cenário no qual repassar preços ao consumidor é muito difícil. Vale notar que os aluguéis parecem ser contratos bastante frágeis nesse processo. Apesar da indexação contratual, a dificuldade de ajustar outras despesas faz com que a única saída para os lojistas seja barganhar avidamente por uma diminuição nesse item. O locador que tentar resistir em conceder descontos pode terminar sem o inquilino, não só perdendo a receita como tendo que arcar com altas taxas de IPTU e bancando o boleto de condomínio.

As carteiras de crédito dos bancos também vêm nos preocupando. Cerca de 90% dos créditos são classificados entre AA e B<sup>22</sup>. Isso nos parece fazer pouco sentido uma vez que a maioria das empresas possuem dívidas maiores que 3x a geração de caixa bruta<sup>23</sup> e muitas sob nossa cobertura não possuem recursos nem mesmo para o pagamento dos juros nominais sobre suas dívidas. Além disso, a recuperação de créditos no Brasil é complicada. Garantias reais são júnior tanto em relação à dívida trabalhista como a tributária, e o recurso da alienação fiduciária tem sido questionado quando o bem é considerado vital para a empresa em questão<sup>24</sup>. Talvez nem mesmo 10% das empresas no país mereçam uma classificação de nível tão elevado.

O Brasil parece ser o sapo esquentando na panela. Enquanto não fazemos nada a dívida bruta do governo poderá crescer mais de 10% real em 2016. Como a maior parte do aumento dessa dívida é passiva (leia-se CDI) as pessoas se sentem relativamente confortáveis. Mas esse processo não é linear e o Brasil corre sério risco de uma saída maciça de capitais quando a dívida chegar a 90% do PIB (ou mais), dentro de poucos anos. Um aumento de dívida que se dá organicamente através dos juros acumulados, sem muita perspectiva de reversão, significa que haverá uma maior demanda potencial por dólares no futuro e *ceteris paribus* uma probabilidade não irrisória de corrida na moeda local.

Por último, dois motivos nos levam a crer que o juro real de equilíbrio no país deverá ser significativamente menor no médio prazo: (i) O potencial de expansão de crédito diminuiu (ocasionado pelo que deverá ser uma demanda por crédito estruturalmente menor com um eventual ajuste de modelo indo para frente), e (ii) O governo não pode continuar subindo seus gastos a 6% real ao ano. Porém, vale notar que o juro necessário para evitar um aumento da inflação é diferente do necessário para levá-la de volta à meta de 4,5% do governo. Em um ambiente de alta indexação e provável aumento de impostos federais e estaduais, o processo de queda da inflação deve ser

---

<sup>21</sup> Falamos em direitos “semi-adquiridos” porque legalmente direitos adquiridos de contratos já estabelecidos são protegidos de futuras mudanças legislativas

<sup>22</sup> A escala desse *rating* é definida pelo Banco Central. Por sua vez, essa escala determina o seguinte padrão para o provisionamento de créditos: AA – 0%, A – 0,5%, B – 1%, C – 3%, D – 10%, E – 30%, F – 50%, G – 70% e H – 100%. Naturalmente, são os bancos que decidem em que faixa da escala do BC encontram-se os créditos não atrasados em suas carteiras. Já para os créditos com pagamento atrasado há uma necessidade de rebaixamento forçado que se baseia no número de dias de atraso

<sup>23</sup> Antes de juros, impostos e investimentos em manutenção

<sup>24</sup> Nesse caso a dívida pode se tornar um crédito quirográfico, ou seja, sem qualquer garantia, descendo para a parte mais baixa da lista de credores

relativamente lento. Isso dificulta a necessária queda significativa dos juros reais no curto prazo, o que é essencial tanto para auxiliar a reorganização das empresas em um cenário de destruição de capital como para controlar a explosão da dívida pública.

O cenário descrito, combinado aos ainda míticos *valuations* de boa parte do mercado de ações brasileiro, tem nos levado a manter um nível menor de exposição a essa classe de ativo, concentrando essa parte da carteira em negócios menos expostos à demanda doméstica. No restante do portfólio estamos investindo em NTN-Bs longas e no meio da curva que se beneficiarão de uma eventual queda nos juros reais de equilíbrio no médio prazo e em uma pequena cesta de títulos corporativos negociando com desconto para o valor de face.

### PERFORMANCE HISTÓRICA

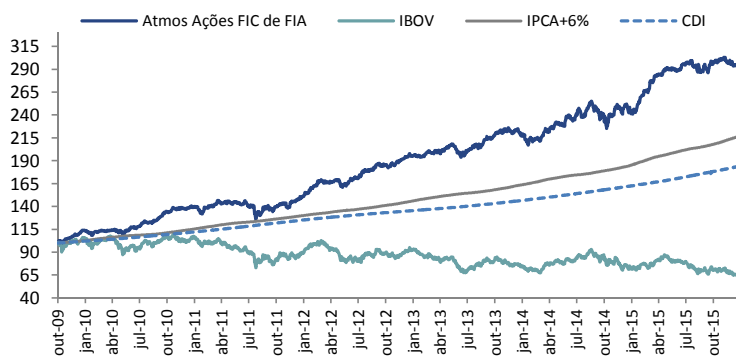
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Acum
<b>2009</b>													
<b>Atmos Ações</b>										-0,04%	5,91%	5,74%	<b>11,95%</b>
Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
<b>2010</b>													
<b>Atmos Ações</b>	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%	4,13%	1,83%	0,66%	<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%

	Ano		12 M		24 M		36 M		60 M		Desde o início*	
	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
<b>Atmos Ações</b>	17,50%	9,12%	17,50%	9,12%	31,11%	11,43%	51,28%	10,48%	111,89%	10,13%	194,68%	10,63%
<b>Ibovespa</b>	-13,31%	23,28%	-13,31%	23,28%	-15,84%	24,23%	-28,88%	23,06%	-37,45%	22,70%	-35,01%	22,88%

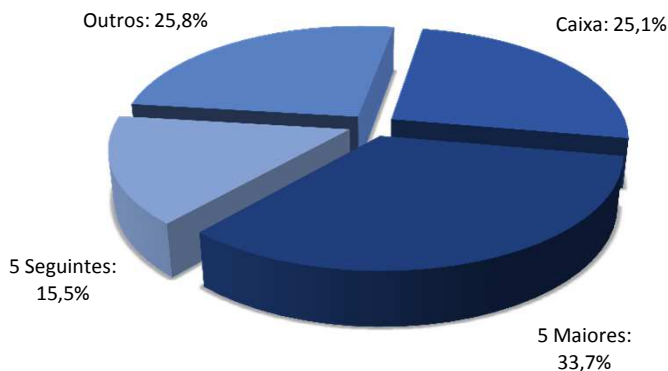
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

\*Início do fundo: 15/10/2009

### GRÁFICO DA PERFORMANCE



### CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



### PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	0,6%
Bens de Capital	2,7%
Commodities	0,5%
Consumo e Varejo	9,0%
Educação	0,0%
Utilidades públicas	8,7%
Financeiros diversos	30,1%
Imobiliário e Shoppings	6,6%
Logística	0,5%
Saúde	5,5%
Tecnologia e Telecomunicações	2,0%
Bonds	8,7%
Caixa	25,1%
<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	42%
Grande	acima de R\$10 bi	54%

Liquidez	% Parcela Portfólio
Caixa	25%
≥ 10 MM	58%
3 MM a 10 MM	7%
1 MM a 3 MM	9%
< 1 MM	1%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	495,5 MM / 541,0 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	1.423,0 MM / 1.290,0 MM
PL Total Administrado***	2.358,6 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

**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.<sup>2</sup>  
**Custodiante:** BNY Mellon Banco S.A.  
**Auditor:** Deloitte Touche Tohmatsu Limited

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

Para mais informações, favor contactar:

faleconosco@atmoscapital.com.br

Tel/Fax +55 21 3202-9550

www.atmoscapital.com.br

<sup>(1)</sup> 85% 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. 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 a 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.