

“SHOW ME THE INCENTIVE AND I WILL SHOW YOU THE OUTCOME”¹

A indústria de gestão de recursos é permeada por estruturas superdimensionadas² e complexas que precisam ser fartamente alimentadas desde o início. Não deveríamos nos surpreender com a ansiedade que existe em se levantar recursos de forma acelerada. Nesta dinâmica, o cliente é de uma importância vital - trata-se do combustível que sustenta toda a engrenagem.

Apesar de parecer estranho dar ao paciente o poder de interferir em sua própria cirurgia, é exatamente isso que ocorre em nossa indústria, onde o cotista muitas vezes possui o controle do bisturi através do resgate. Corre-se o risco de virar refém de uma cultura excessivamente orientada ao cliente, perdendo qualquer autonomia decisória.

Existe uma correlação entre a capacidade de gerar retornos sustentáveis de longo prazo e a qualidade do passivo, medida pela paciência da base de investidores de resistir aos ciclos. A pressão desmedida pela performance relativa de curto prazo, geralmente exercida por uma base mal incentivada e/ou pouco educada, pode influenciar de forma negativa quem não está preparado, psicologicamente ou financeiramente, para perdê-la. Nesse sentido, a construção de uma base de capital de qualidade deveria ser prioridade na indústria de gestão de recursos.

Em nossa concepção, só existem duas formas (não mutuamente exclusivas) de construir um passivo alinhado. A mais óbvia seria através de *lock-ups* de resgates. A grande barreira nesse caso está em conseguir um período suficiente para a maturação de um ciclo de investimento em ações³. Além disso, nortear uma relação de confiança estritamente através de contratos, apesar de eficiente no curto/médio prazo, não nos parece a alternativa mais resiliente. A segunda opção, mais realista e sólida, se dá através de um longo histórico de bons retornos, que crie a credibilidade necessária para resistir a um período adverso de performance.

Dado que essa segunda alternativa só pode ser construída com muita paciência e tempo⁴, faz-se necessária uma estratégia intermediária que permita a sobrevivência às intempéries dos ciclos enquanto o relacionamento ainda não estiver maduro o suficiente.

Em primeiro lugar, essa estratégia consiste em ter uma estrutura simples e uma cultura em que a recompensa financeira não representa o único objetivo, criando-se certa proteção em um possível cenário de perda significativa dos ativos administrados. Além disso, é necessário construir uma relação de confiança com os investidores através de uma comunicação fundamentada e transparente sobre a estratégia de investimento, alinhando corretamente as expectativas.

Entretanto, essas questões são todas acessórias frente à necessidade de se entregar bons retornos em ciclos de médio prazo. Para tanto, é imprescindível a preocupação em avaliar corretamente o volume ótimo de recursos administrados. Se por um lado um maior AuM⁵ traz consigo um maior acesso corporativo, a possibilidade de

¹ Charlie Munger

² Principalmente em *headcount* e remuneração elevada de curto-prazo do capital humano

³ Isto não deve ser menor que cinco-sete anos. Somente em um prazo como este consegue-se ter maior conforto que uma estratégia de valor esperado elevado pagará algo próximo ao seu *payoff* ponderado. Prazos mais curtos incorreriam em um maior risco de liquidação forçada de casos de investimento ainda não suficientemente maturados, além de gerarem problemas ao gestor que, por exemplo, investe em uma estratégia assimétrica de baixa probabilidade de sucesso e *payoff* enorme. Por sua vez, esta está longe de ser uma prática comum da indústria brasileira

⁴ Certamente exige-se muito mais que oito anos de existência

⁵ *Assets Under Management*. Acrônimo inglês para “recursos sob gestão”

aumentar a equipe mantendo baixo *turnover* e um maior investimento em capacidade analítica, por outro não se pode subestimar o risco de uma eventual diminuição da agilidade.

Desde 2009 os recursos administrados pela Atmos subiram significativamente. No entanto, sempre nos preocupamos em preservar a qualidade do passivo e não prejudicar a performance, testando a cada período nossa real capacidade de administrar o novo volume de ativos.

Até o momento, o tamanho do fundo não parece ter prejudicado nossa performance histórica. A tabela abaixo demonstra que, independente do ano de entrada do cliente no Atmos Ações, o retorno nominal anualizado ficou entre 18,9% e 26,7%.

	2009* ¹	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	3Q17
Desempenho Atmos Ações									
Retorno Ano	11,9%	24,2%	6,4%	31,6%	15,4%	11,6%	17,5%	26,0%	19,9%
Retorno Acumulado* ²	345,3%	297,8%	220,2%	200,9%	128,6%	98,1%	77,5%	51,1%	-
Retorno Acumulado Anualizado	20,7%	19,6%	18,9%	21,2%	19,0%	20,1%	23,4%	26,7%	-
Desempenho Ibovespa									
Retorno Ano	2,8%	1,0%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	23,4%
Retorno Acumulado* ²	11,4%	8,3%	7,2%	30,9%	21,9%	44,2%	48,6%	71,4%	-
Retorno Acumulado Anualizado	1,4%	1,0%	1,0%	4,8%	4,3%	10,3%	15,6%	36,2%	-
Desempenho Índice IPCA+6%									
Retorno Ano	2,2%	12,2%	12,9%	12,1%	12,3%	12,8%	17,2%	12,7%	6,5%
Retorno Acumulado* ²	158,6%	153,1%	125,5%	99,8%	78,2%	58,7%	40,6%	19,9%	-
Retorno Acumulado Anualizado	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	13,0%	13,1%	13,3%	11,0%	-
Captação Atmos Capital (dados em R\$ milhões)									
AUM fim do período	31	102	315	755	1.321	1.535	2.359	3.359	4.635
Captação Líquida* ³	29	61	182	321	396	45	508	429	555
% AUM ano anterior	-	196%	179%	102%	53%	3%	33%	18%	17%
Valorização* ⁴	2	9	31	119	170	169	315	571	721

*¹ início do fundo em 15/10/2009; *² do início do período até 30/06/2017; *³ captações líquidas de resgates da Gestora; *⁴ crescimento orgânico de patrimônio (por valorização da cota);

Outra forma de identificar que a rentabilidade média dos clientes não foi prejudicada pelo aumento no tamanho do fundo se dá através da TIR (taxa interna de retorno)⁶. A diferença entre o retorno da cota e a TIR do cliente desde 2010⁷ é de apenas 0,1% (a TIR do Atmos Ações⁸ desde 2010 foi de aproximadamente 19,5% a.a.). Ou seja, o resultado histórico do fundo não foi gerado por um desempenho inicialmente excepcional quando administrávamos um patrimônio baixo, seguido por um período de mediocridade.

⁶ Esta métrica equivale ao retorno teórico de quem tivesse acompanhado todos aportes de recursos no fundo proporcionalmente a sua participação no patrimônio de um período original. Analogamente, se o fundo tivesse um único cliente a métrica equivaleria ao retorno médio dos capitais investidos pelo mesmo, desde o ponto de partida do cálculo

⁷ Estamos usando o período desde 2010, pois o ano de 2009 distorce demasiadamente os dados. Em apenas dois meses e meio o fundo atingiu um retorno de 13,5%, o que equivale a um retorno anualizado composto de aproximadamente ~84%. Desta forma, optamos por excluir esse curto período para efeitos de uma análise mais limpa

⁸ A TIR do Atmos Ações foi estimada a partir da TIR calculada do Atmos Master, subtraindo as taxas devidas. Para o propósito de checar a capacidade de se manter um determinado patamar de retornos à medida que cresce a base de ativos do fundo faria pouco sentido olhar para a TIR do FIC isolado, sem levar em consideração os aportes de capital marginais no Master. A TIR aqui demonstrada deve ser interpretada portanto como uma espécie de TIR "sintética" do FIC, caso todos aportes do Master tivessem sido efetuados no mesmo

“ENOUGH ABOUT THE DOWNSIDE, WE’VE HAD EIGHT YEARS OF DOWNSIDE. WHY DO WE HAVE TO BE NEGATIVE? LET’S BE POSITIVE”⁹

Conforme explicitado na tabela acima, o fundo apresentou uma rentabilidade de aproximadamente 20% a.a. desde o início. Uma vez que concentramos nossos investimentos em um país que “deu errado”, trata-se de um bom resultado. Porém, o que mais nos surpreende é que permanecemos consistentemente, ano após ano, no primeiro pelotão. Para quem constrói o carro com o objetivo principal de cruzar a linha de chegada em uma corrida longa e tortuosa, esse tipo de resultado definitivamente não é esperado.

Depois de um tenebroso inverno, o biênio 2016/2017 marcou a ressurreição dos otimistas. Era pouquíssimo precificada a troca de uma presidente frágil e sem direção para um governo pragmático, ortodoxo e com uma agenda pró-mercado. Por construção, nossa carteira se beneficiou da melhora das perspectivas econômicas e de um início da redução do juro real de longo prazo, apresentando um bom resultado absoluto, porém aquém do resultado do índice.

Nosso verdadeiro potencial de diferenciação sempre será dado nos momentos mais negativos do ciclo de investimento. Portanto, em um potencial cenário mais otimista o nosso desafio como gestora será dobrado: teremos que nos manter desapegados do desejo natural de dar todas as voltas em primeiro lugar e simultaneamente não nos deixarmos acomodar atrás de um discurso excessivamente conservador¹⁰.

A carteira já começa a apresentar alguns contornos diferentes dos últimos anos. Considerando a estrutura de *payoffs* atual, acreditamos ser vantajoso assumir um nível de volatilidade mais elevado. Situação contrária a que vivemos no passado recente. Isso implica em um portfólio bem mais exposto, com pouco caixa e menos proteções. Como não existe almoço grátis, significa também um maior nível de risco e a expectativa de perdas potenciais maiores do que nosso histórico em cenários negativos. Este é o preço a se pagar para se beneficiar no médio prazo do cenário positivo.

Os últimos anos foram muito favoráveis ao estilo de investimento que nos é mais natural, onde buscamos minimizar erros e alocar capital em ativos de maior qualidade. Desta forma, a fotografia deste período acaba nos apresentando como mais inteligentes do que de fato somos.

Não obstante, nesta fase benéfica conseguimos construir algum *goodwill*, seja pelo retorno efetivo entregue aos clientes ou pela oportunidade de transmitir nossos conceitos externamente e para a equipe. Nos sentimos mais preparados para lidar com condições menos favoráveis à personalidade da Atmos.

⁹ David Tepper, investidor norte-americano

¹⁰ Tal qual o fizeram um sem-número de *value investors* americanos no decorrer da última década, ao passo que o S&P apresentava um dos maiores ralis da história

PERFORMANCE HISTÓRICA

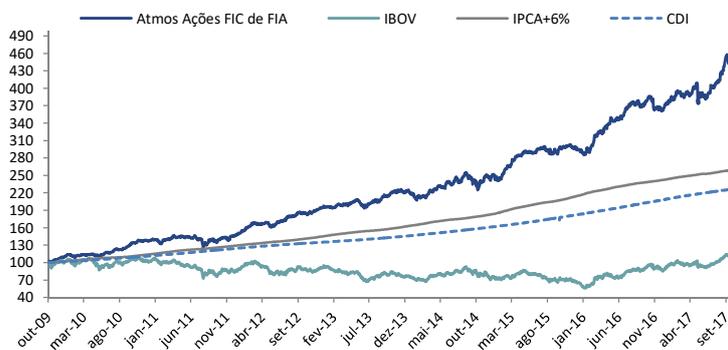
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Ano
2009													
Atmos Ações										-0,04%	5,91%	5,74%	11,95%
Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
2010													
Atmos Ações	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%	4,13%	1,83%	0,66%	24,23%
Ibovespa	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-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%
2015													
Atmos Ações	-2,61%	8,87%	4,96%	2,97%	0,56%	0,65%	2,90%	-3,17%	0,06%	2,68%	-0,18%	-0,87%	17,50%
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%
2016													
Atmos Ações	0,17%	3,91%	5,37%	4,18%	2,09%	2,14%	6,02%	0,81%	-1,53%	4,32%	-4,54%	0,93%	26,04%
Ibovespa	-6,79%	5,91%	16,97%	7,70%	-10,09%	6,30%	11,22%	1,03%	0,80%	11,23%	-4,65%	-2,71%	38,93%
2017													
Atmos Ações	2,97%	2,31%	0,51%	1,64%	-3,59%	1,32%	3,54%	4,94%	4,96%				19,89%
Ibovespa	7,38%	3,08%	-2,52%	0,65%	-4,12%	0,30%	4,80%	7,46%	4,88%				23,36%

	Ano		12 M		24 M		36 M		60 M		Desde o início*	
	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade								
Atmos Ações	19,89%	13,66%	20,50%	13,06%	53,54%	11,39%	86,63%	11,66%	141,87%	10,86%	345,29%	10,90%
Ibovespa	23,36%	19,21%	27,29%	20,55%	64,88%	24,05%	37,29%	24,89%	25,55%	23,09%	11,38%	23,09%

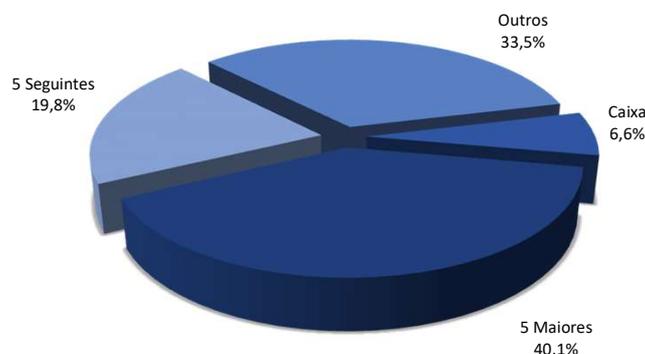
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	4,1%
Bens de Capital	0,0%
Commodities	10,3%
Consumo e Varejo	24,7%
Educação	2,5%
Utilidades públicas	21,2%
Financeiros diversos	20,9%
Imobiliário e Shoppings	4,1%
Logística	0,0%
Saúde	4,4%
Tecnologia e Telecomunicações	1,3%
Bonds	0,0%
Caixa	6,6%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações	
Pequeno	abaixo de R\$1 bi	2%
Médio	de R\$1 a R\$10 bi	32%
Grande	acima de R\$10 bi	66%

Liquidez	% Parcela Portfólio
Caixa	7%
≥ 10 MM	79%
3 MM a 10 MM	13%
1 MM a 3 MM	0%
< 1 MM	2%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	633,3 MM / 600,7 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	2.715,5 MM / 2.226,7 MM
PL Total Administrado***	4.635,3 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: BNY Mellon Banco S.A.

Auditor: Deloitte Touche Tohmatsu Limited

Categoria Anbip: 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

^[1]1,85% 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 despendar 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 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 do fundo 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. Este 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.