

### **“TODA FILOSOFIA É PRODUTO DE DUAS COISAS APENAS: CURIOSIDADE E MIOPIA”<sup>1</sup>**

O italiano Galileu Galilei é considerado o pai da ciência moderna. Sua contribuição arrasta-se por largos campos que vão desde a física e astronomia até a filosofia. Como todo cientista de seu tempo, Galileu cresceu acreditando na visão geocentrista aristotélica de que a terra era o centro de tudo. Visão típica do egocentrismo humano e da nossa propensão a acreditar em mitos construídos através de um bom *storytelling*.

Durante seus estudos, além de algumas estripulias em cima da Torre de Pisa, iniciou um namoro com a teoria copernicana. Para um cientista clássico como Galileu, a teoria não passava de uma hipótese com potencial, já que a verdade só seria compreendida com a experimentação e análise dos resultados. A conclusão surgiu após o desenvolvimento de um dos primeiros telescópios: ao apontá-lo para o espaço, teve certeza que era a Terra que girava ao redor do Sol, e não o contrário.

No entanto, naqueles tempos sombrios pré-iluminismo os dogmas eram levados a sério. Ao questionar uma interpretação religiosa já consolidada, Galileu foi considerado um herege e levado aos tribunais da Inquisição Romana. Morreu sem ter suas teorias reconhecidas, e a Igreja precisou de mais alguns séculos para finalmente validar suas observações. Como diria o grande economista Mário Henrique Simonsen: “O heterodoxo de hoje é o ortodoxo de amanhã”. A busca por uma fé dominante criou uma tensa relação entre a ciência e a religião, custando à humanidade um grande atraso civilizatório.

### **“IGNORANCE AND WEAKNESS ARE NOT BARRIERS TO SURVIVAL, BUT ARROGANCE IS”<sup>2</sup>**

Ao iniciar qualquer jornada carregamos na bagagem vieses intrínsecos. Sem percebermos, nos inclinamos por um caminho pré-formatado antes de efetuarmos um rigoroso teste de hipóteses científico. A crença fanática de que se conhece o caminho único e imutável rumo ao sucesso pode até auxiliar na execução de tarefas básicas, mas possui influência questionável sobre a adaptação às grandes mudanças de paradigma.

O bom analista fundamentalista é educado para resistir à tentação de uma conclusão ligeira, realizada sem levar em consideração todas as observações necessárias. Troca-se verificação por falsificação, evitando assim as previsões inconsistentes. As evidências somadas não são capazes de provar uma teoria, só podem provar a sua inverdade.

Nesse contexto, torna-se difícil compreender a obsessão pela palavra convicção tanto no vocabulário como no discurso comercial de parte majoritária do mercado financeiro. Impõe uma certeza, e incorpora uma rigidez em torno do pensamento, que transforma reflexões em mandamentos. O caso de investimento passa a ser tratado como equivalente às Tábuas da Lei, escrito em pedra, sem possibilidade de mudança.

Ao perseguir o conhecimento obstinadamente, criam-se dúvidas e admite-se que a busca não tem fim. Esta percepção que não existe linha de chegada é uma grande motivação para continuar escalando. Nesse sentido, o

---

<sup>1</sup> Bernard de Fontenelle, autor francês do século XVII

<sup>2</sup> Cixin Liu, autor chinês da aclamada trilogia de ficção científica “*Remembrance of Earth's Past*”, vencedor da medalha Arthur C. Clarke e do prêmio Hugo Awards

processo falsificacionista funciona como uma valiosa ferramenta analítica, assim como um elemento aglutinador dos debates honestos.

No entanto, em um mundo envolto por incertezas e pouca linearidade, questionamos se seguir rigidamente o modelo tradicional de falsificação de hipóteses realmente seria o procedimento ótimo para auxiliar na construção de um portfólio de investimentos. A repetição deste mecanismo indubitavelmente acarretou uma consistente e paulatina progressão científica, mas seria o processo de investimento em ativos com retornos exponenciais um ambiente onde poder-se-ia aplicar esse modelo de forma análoga?

No mundo científico, as descobertas são tratadas em uma outra dimensão temporal. A máquina de moer dos *papers* filtra e expurga *outliers* pouco consistentes ao longo dos anos e, no tempo, pode-se atingir a condensação do conhecimento de uma geração inteira. Gigantes apoiam-se, recorrentemente, sobre o ombro de gigantes: de Copérnico a Galileu, de Galileu a Newton, de Newton a Faraday, de Faraday a Maxwell, de Maxwell a Einstein, de Einstein a Feynman, de Feynman aos contemporâneos adeptos da teoria das cordas.

Quando se tem limitação temporal para desenvolver conhecimento adequado, este processo filosófico-científico perde potência. Exemplos disto são os projetos construídos nas pranchetas de um empreendedor visionário e pouco testado: a falta de um histórico objetivo rompe com as exigências do método de falsificação de hipóteses. Assemelha-se às difíceis discussões em relação à divindade, avançando para o labirinto da metafísica, das ideias interessantes porém cientificamente infalsificáveis. Em um mundo linear, até poderíamos abrir mão destes investimentos mais opacos ou ainda embrionários, apesar dos retornos potenciais elevados que são característicos dos estágios iniciais. Porém, em um ambiente com traços exponenciais, onde negócios caminham por um atalho dada a baixa necessidade de investimentos físicos, faz-se necessária uma evolução de pensamento. Expressar tais apostas binárias com valor esperado elevado de forma pulverizada dentro do portfólio pode ser uma alternativa interessante ao paradigma falsificacionista puro.

A madura, e agora longeva indústria de Venture Capital, que ajudou a criar grande parte das empresas da atualidade, pode nos ser fonte de algum aprendizado. Como *Value Investors*, fomos educados dentro do modelo obsessivo de evitar perdas significativas dentro de cada tese. Porém, na atualidade, compreendemos que o racional pode ser defendermo-nos do nosso inerente cinismo provinciano, aceitando que a expressão de valores esperados tem-se que dar no portfólio como um todo.

Mesmo correndo o risco de desta vez sermos nós os hereges, sentimos que há certo anacronismo na condução moderna da gestão de portfólio. Ter um portfólio concentrado em declinantes incumbentes geradores de caixa, mesmo que estes estejam incrivelmente descontados, pode ser a verdadeira antítese da proteção de patrimônio. Para complementar, a atual abundância de capital resulta na atribuição de múltiplos estratosféricos aos negócios maduros com algum crescimento, justamente quando estão mais próximos de serem disruptados.

Naturalmente, ao rompermos com a tradição, corremos o risco de sermos seduzidos pelo novo. Empresas exponenciais usualmente não possuem o confortável lastro da geração de caixa corrente. Migra-se para a utilização de métricas etéreas, onde quanto mais distantes do presente as premissas incorporadas ao modelo, maior a probabilidade da criatividade vencer a racionalidade. Abre-se uma caixa de pandora, aumentando a corrida por analogias. Determinadas categorias de ativos passam a funcionar como veículos para expressar opiniões relativas, esquecendo-se assim a análise fundamental através de primeiros princípios.

Desta forma, temos começado a ajustar nossas velas timidamente. Hoje detemos aproximadamente 10% do portfólio em companhias que, em diferentes estágios de desenvolvimento, possuem como característica comum o status de membro da nova economia. Definição que já corre para se tornar obsoleta e carregada de certo carimbo *vintage*. Algumas são adaptações de empresas e modelos de negócios “do passado”, outras desbravadoras locais

de modelos de negócios do novo milênio. Apesar de tratar-se de casos muito mais difíceis de avaliar através de métricas tradicionais, correntemente vemos tais investimentos possuindo um cunho fundamental, no agregado, superior a diversos comparáveis estabelecidos. Especula o ortodoxo que compra os bancos tradicionais, com seus gordos *ROEs*, e não o heterodoxo que investe nos *marketplaces* sem lucro contábil. Há poucos anos provavelmente negaríamos com veemência a possibilidade de uma inversão de pensamento dessa natureza. Ressona o alerta de Charlie Munger sobre nossa atividade: *"It's not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid."*

### **"EU VEJO O FUTURO REPETIR O PASSADO / EU VEJO UM MUSEU DE GRANDES NOVIDADES"<sup>3</sup>**

No Brasil, a renda média das 2,7% famílias mais ricas é de cerca de U\$40 mil por ano per capita<sup>4</sup>, o que compara com uma média de cerca de U\$5 mil para toda a população. A média da OCDE (para toda população) é U\$33 mil, e da Dinamarca é de U\$40 mil<sup>5</sup>. Somos um país pobre: os 3% mais ricos possuem renda próxima à média dos países mais desenvolvidos.

Não é à toa que muitas famílias da elite, leiam-se classes média e média-alta, com qualidade de educação comparável ao mundo desenvolvido, vêm emigrando do país ao longo das últimas décadas. No agregado do país, antes da crise da Venezuela, esses números refletiam-se em estimadamente 0,1 saídas-líquidas por ano para cada 1.000 pessoas. Parecem números pequenos, mas para referência, nos EUA essa taxa é positiva em aproximadamente 4 imigrantes-líquidos para cada 1.000 pessoas<sup>6</sup>. O número declinou desde o seu pico nos anos '90, mas demonstra que o sonho americano continua vivíssimo.

Um país com população jovem que não atrai novos talentos e ainda por cima passa a expulsar seus melhores, trata-se de uma nação doente. A parte triste é que êxodos de classe média e média alta costumeiramente são concentrados entre os 0,01% responsáveis por produzir os impactos relevantes sobre a produtividade da economia. Cansam de pagar excessivamente por serviços públicos precários e, por conta da formação educacional acima da média, conseguem deixar o país de nascimento, corrigindo o erro da cegonha. É o famoso *"brain drain"*, sinal de alerta em culturas corporativas decrépitas, e similarmente em países.

Os Estados ocidentais que atingiram desenvolvimento acelerado ao longo do último século, que não as nações já estabelecidas, foram forjados por imigrantes famintos pela possibilidade de ascensão social através do estudo e do trabalho. O sonho americano dos séculos XIX e XX simboliza esta situação, atraindo diversidade e em determinados momentos ganhando o luxuoso direito de peneirar e selecionar os melhores talentos. Quase como pescar em um tonel de peixes. O Brasil de hoje ainda encontra-se em situação antagônica a esta. Somos desejados apenas pelos sofridos venezuelanos da fronteira.

Para o investidor qualificado, uma relativa escassez de capital humano pode funcionar como uma trincheira poderosa. Empresas que conseguem criar culturas corporativas bem-sucedidas a cada ciclo aperfeiçoam-se na difícil arte de atração dos indivíduos de alto potencial, e por conseguinte acabam construindo retornos extraordinários dado o menor grau de competição relativa do país. Porém, para o cidadão mediano, essa situação implica ganhos de produtividade e de renda medíocres.

---

<sup>3</sup> Trecho da música "O Tempo Não Para" de autoria de Cazuza e Arnaldo Brandão

<sup>4</sup> Fonte: Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) - IBGE

<sup>5</sup> Fonte: OCDE

<sup>6</sup> Fonte: *CIA World Factbook* de 2018

O sucesso corporativo de alguns negócios, combinado com o enriquecimento de parte da população mais educada, não sustenta a dinâmica de longo prazo de um país. Em um mundo conectado, a linha tênue em que estes equilíbrios teóricos são sustentados parece fina demais. Notamos isto desde a Primavera Árabe até mais recentemente o exemplo do Chile, que há pouquíssimo tempo ainda era amplamente considerado o país-modelo de crescimento latino americano.

O ciclo econômico atual tem todas as condições de se destacar relativamente a outros períodos positivos da nossa história. Porém, problemas institucionais nevrálgicos no que tange à saúde, segurança, urbanização desordenada e educação de base, que em geral aprisionam países na armadilha da renda média<sup>7</sup>, tornam-se mais evidentes em um mundo competitivamente globalizado. Apesar dos populismos *du jour*, uma relativa mobilidade global para as tranches mais educadas da população ainda é bastante real. Nesse ambiente, se não fizermos um difícilimo e extenuante dever de casa intertemporal, o destino dos nossos amigos *hermanos*, que parece irreal no contexto atual do país, poderá inundar-nos como um dilúvio em um futuro não tão distante. Neste cenário, tanto o ortodoxo quanto o herege terão montantes abismais de capital destruídos. Infelizmente, se tratando de América Latina, temos que atentar ambos aos riscos específicos de portfólio, quanto a potenciais movimentos sísmicos que aparentemente nada tem a ver com nossa atividade central.

Como já exaustivamente repetido, o Brasil não foi feito para amadores. O país atualmente possui uma oportunidade significativa de se modernizar, mas complexidades disfarçadas estão à espreita para nos assombrar subitamente. Por todo seu potencial teórico, quando os ciclos brasileiros se posicionam em trajetória ascendente, são rapidamente carimbados como fenômenos da natureza. Apesar de representarmos menos de 2% do PIB mundial, nossa autoconfiança impõe a ilusão de sermos a locomotiva do crescimento global. Sob o risco de um ceticismo excessivo em momento ainda inadequado do ciclo, precisamos manter os pés fincados em solo rígido.

Nesses momentos de marcada dissonância entre o cíclico e o estrutural, lembramos sempre da figura pragmática do engenheiro. Afinal, o pessimista vê o túnel escuro, o otimista vê a luz no fim do túnel, e o realista vê o trem em movimento. Enquanto isso, o engenheiro enxerga apenas três idiotas em cima do trilho. O Brasil premia, na forma de bons retornos compostos, os investidores que sabem aproveitar nossos ciclos radicais, mas que nunca esquecem que o nome do jogo acima de tudo é sobreviver. Os próximos anos podem ser profícuos, mas deve-se ponderar esta visão com todas as dimensões que a complexa situação local oferece.

---

<sup>7</sup> A armadilha da renda média trata-se de uma situação na economia do desenvolvimento na qual um país que atinge um determinado nível de renda passa a ter dificuldades de evoluir a partir do mesmo

## 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%	1,04%
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%	4,65%	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%	5,00%	9,78%	-11,70%	0,95%	0,18%	-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%	-3,93%	-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%	38,94%
2017	Atmos Ações	2,97%	2,31%	0,51%	1,64%	-3,59%	1,32%	3,54%	4,94%	4,96%	0,28%	-4,32%	5,05%	20,85%
	Ibovespa	7,38%	3,08%	-2,52%	0,64%	-4,12%	0,30%	4,80%	7,46%	4,88%	0,02%	-3,15%	6,16%	26,86%
2018	Atmos Ações	5,96%	-0,36%	-2,44%	-3,97%	-7,89%	-7,41%	7,42%	-2,43%	2,05%	22,00%	4,96%	3,67%	19,78%
	Ibovespa	11,14%	0,52%	0,01%	0,88%	-10,87%	-5,20%	8,88%	-3,21%	3,48%	10,19%	2,38%	-1,81%	15,03%
2019	Atmos Ações	10,24%	-1,89%	1,60%	3,58%	3,87%	4,45%	5,04%	2,76%	2,63%	0,98%	3,62%		43,13%
	Ibovespa	10,82%	-1,86%	-0,18%	0,98%	0,70%	4,06%	0,84%	-0,67%	3,57%	2,36%	0,95%		23,15%

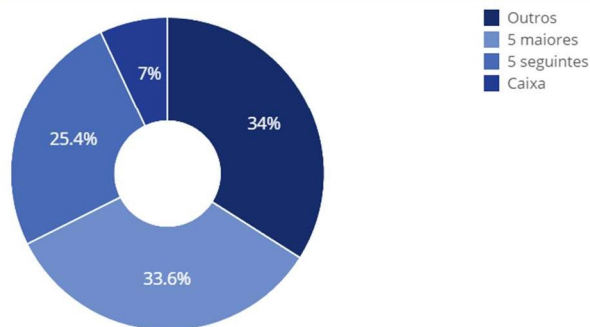
	Ano		12M		24M		36M		60M		Desde o início*	
	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
Atmos Ações	43,13%	15,81%	48,36%	15,59%	80,11%	17,97%	109,12%	16,78%	205,98%	14,41%	669,56%	12,68%
Ibovespa	23,15%	18,30%	20,65%	18,18%	50,38%	20,06%	74,83%	19,90%	97,78%	22,16%	62,26%	22,31%

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	%
Bens de Capital	7,3%
Consumo Cíclico	22,8%
Consumo Não Cíclico	6,4%
Energia	13,1%
Financeiros Diversos	5,0%
Imobiliário e Shoppings	10,8%
Materials	3,9%
Tecnologia da Informação	8,7%
Utilidades Públicas	15,1%
Caixa	7,0%

Valor de Mercado	% Parcela de ações
Pequeno abaixo de R\$1 bi	0,00%
Médio de R\$1 a R\$10 bi	23,05%
Grande acima de R\$10 bi	76,95%

Liquidez	% Patrimônio
Caixa	7,0%
> 10 MM	91,9%
3 MM a 10 MM	1,2%
1 MM a 3 MM	0,0%
< 1 MM	0,0%

Obs: Média do volume diário dos últimos 20 dias.

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	805,7MM / 681,2MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	6.699,9MM / 4.710,2MM
PL Total Administrado***	9.732,2MM

\*\*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	Cotização em D+1
Resgate	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
Bloomberg:	ATMOSAC <BZ><Equity>
Dados Bancários:	BNY Mellon Banco S.A.   Ag 001   C/C 1208-4

Taxa de Administração <sup>1</sup> :	2,0% aa sobre o PL do fundo
Taxa de Performance:	10% sobre o que exceder IPCA+IMA-B Yield* pago anualmente, com marca d'água (*) Ver detalhes no regulamento do fundo
Gestor:	Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
Adm/Distribuidor <sup>2</sup> :	BNY Mellon Serviços Financeiros S.A.
Custodiante:	BNY Mellon Banco S.A.
Auditor:	
Categoria Anbid:	Ações Livres
CNPJ do Fundo:	11.145.320/0001-56

Para mais informações, favor contactar: [faleconosco@atmoscapital.com.br](mailto:faleconosco@atmoscapital.com.br) Tel/Fax +55 21 3202-9550 [www.atmoscapital.com.br](http://www.atmoscapital.com.br)

(1) A utilização do Ibovespa como indicador é mera referência 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 em perdas superiores ao capital aplicado e 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.