

“CHAINS OF HABIT ARE TOO LIGHT TO BE FELT UNTIL THEY ARE TOO HEAVY TO BE BROKEN”¹

Com um mapa na mão a chance de chegar ao lugar errado é pequena. É como se aquele objeto fosse uma garantia que o destino será alcançado. De imediato, a reação é se concentrar na rota traçada, aumentando a probabilidade de uma boa execução. O risco é executar bem a tarefa errada.

No dia 5 de Janeiro de 2013, Sabine Moreau deixou sua casa em Solre-sur-Sambre para buscar uma amiga na estação de trem de Bruxelas. Deveria ser uma pequena viagem de 80 km com menos de uma hora de duração, mas acabou sendo uma longa jornada. Sem questionar em nenhum momento seu GPS, Sabine passou por seis países, leu placas de trânsito em diferentes línguas e parou diversas vezes para descansar e abastecer seu carro. No final, foi parar 1.300 km distante do ponto desejado, em Zagreb na Croácia. Segundo ela: “Eu vi todos os sinais de trânsito. Primeiro em Francês, depois em Alemão, e finalmente em Croata. Mas em nenhum momento eu me questionei. Eu estava simplesmente distraída, então eu mantive o pé no acelerador. Só reparei que havia algo errado quando de repente cheguei a Zagreb e percebi que não estava mais na Bélgica.”²

Em um mundo com informação quase infinita e amplamente acessível, grande parte das atividades exige a capacidade de se concentrar, treinar e repetir exaustivamente a mesma tarefa. Muitas vezes, essa parece ser a única forma para evoluir e atingir objetivos ao longo do tempo. No campo dos investimentos esse tipo de obsessão pode levar a ganhos significativos em momentos específicos, mas temos dúvidas se constitui a melhor forma de gerar retornos consistentes no longo prazo.

O colapso das *Nifty-Fifty* no mercado americano de ações é um momento marcante do século passado. Mostra que seguir um mapa sem refletir, embora muito confortável, pode levar a destinos indesejados.

Nifty-Fifty

As *Nifty-Fifty* eram as ações preferidas dos investidores institucionais americanos na década de '60. Essas empresas tinham em comum *track records* espetaculares, apresentando fluxos de caixa estáveis e crescimento substancial de dividendos desde a Segunda Guerra Mundial. Com o passar do tempo, as expectativas acerca dos seus resultados tornavam-se cada vez mais otimistas, e parecia óbvio que as *Nifty-Fifty* só poderiam subir. Investidores sentiam-se confortáveis em comprar essas ações a múltiplos cada vez mais altos, com uma escalada vertiginosa para 30, 40, 50... vezes seus lucros. A possibilidade de multiplicar o patrimônio em um curto espaço de tempo fez com que a classe média americana direcionasse sua poupança para a nascente indústria de *mutual funds*. Durante este período, esses fundos cresceram de US\$ 2.5 bilhões no início do ciclo para cerca de US\$ 56 bilhões no ápice (em valores da época).

Em meados dos anos '70, quando parecia que nada poderia dar errado, essa tendência foi revertida. Ao passo que os preços das *Nifty-Fifty* eram drasticamente corrigidos, os *junk bonds* que estavam completamente esquecidos iniciavam um *rally* histórico. As ações das *Nifty-Fifty* que sobreviveram, demoraram cerca de um quarto de século para voltar aos seus preços originais. Um prazo muito longo até para o mais paciente dos investidores.

A teoria original de que empresas de extrema qualidade poderiam ser compradas sem preocupação com o preço pago, apesar de todo charme embutido na ideia, mostrou mais uma vez que extrapolações exuberantes *ad infinitum* geralmente terminam mal.

¹ Warren E. Buffett

² <http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/belgium/9798779/GPS-failure-leaves-Belgian-woman-in-Zagreb-two-days-later.html>

O excesso de foco em um tema de investimento acaba contribuindo para desbalanceamentos especulativos. Os ativos que apresentaram bons retornos atraem mais capital, o que eleva ainda mais seus preços. Além disso, os especialistas, por definição, privam-se de observar um domínio mais amplo de oportunidades, e mesmo que um gestor reconheça melhores oportunidades de alocação de capital em outros mercados, é difícil superar o próprio discurso comercial. Normalmente, assume-se o compromisso de repetir com sucesso a mesma estratégia.

Alterar os hábitos e rotinas é uma das grandes dificuldades do ser humano: "A inércia é a força mais forte do universo"³. No entanto, para quem busca retornos consistentes de longo-prazo a reflexão de como se proteger da armadilha do foco é absolutamente indispensável.

"A GENERALIST TREATS WHAT HE THINKS YOU HAVE. A SPECIALIST THINKS YOU HAVE WHAT HE TREATS"⁴

Em tese, a possibilidade de rebalancear entre classes de ativos permite que um gestor aproveite melhor os ciclos do mercado. O *trade-off* é que o universo de investimentos torna-se quase infinito.

Nos últimos anos, discutimos continuamente como aumentar nosso escopo sem comprometer o alinhamento da equipe e a forma como a gestão do fundo é conduzida. Definir e ficar restrito a um círculo de competência é sempre a solução mais fácil, mas a incapacidade de ampliá-lo pode trazer riscos desproporcionais no longo prazo, além do ônus de ser forçado a alterar o percurso quando a mudança for inevitável.

Já faz algum tempo que dedicamos parte da nossa análise ao estudo de empresas internacionais. De alguma forma, grande parte dos negócios locais são afetados pela atuação das grandes multinacionais. Além disso, em países como os Estados Unidos, uma série de setores e empresas já passaram por situações bastante similares às do Brasil de hoje. Analisar a dinâmica competitiva das companhias brasileiras sem observar o que ocorre ao redor do mundo seria como jogar xadrez em um tabuleiro de gamão.

A transição deste modelo puramente analítico para efetivamente investirmos em empresas internacionais foi natural. O impulso final veio com a mudança regulatória que permitiu aos fundos locais alocarem parte de suas carteiras para investimentos em ativos fora do Brasil.

A exposição a esses ativos ainda é baixa e a contribuição até aqui pouco relevante para a performance acumulada do fundo. Temos ampliado nosso círculo de competência concentrando a análise em grandes empresas globais de consumo que apresentam algumas similaridades: grandes marcas, vantagens competitivas fortes, geração de caixa estável e diversificação global de receitas. Em sua maioria, possuem operações relevantes no Brasil, ou de alguma forma ligam-se competitivamente a empresas brasileiras.

Existe uma crença de que estar no mesmo domicílio fiscal da empresa investida constitui uma vantagem informacional relevante. Somos um pouco céticos em relação a isso. Por exemplo, atualmente, menos de 25% do resultado operacional da Coca-Cola vem dos Estados Unidos. Não é claro que um investidor em Nova York tenha vantagens em relação a outro no Rio de Janeiro, em Londres ou, até mesmo, no interior da China. Outro caso emblemático é a AB-Inbev, que apesar da sede fiscal na Bélgica e do escritório global em Nova York, é gerida majoritariamente por executivos brasileiros oriundos da operação da Ambev, cujas trajetórias acompanhamos há algum tempo.

Sem dúvida, a análise detalhada que busca múltiplas fontes de informação é importante no processo de investimento, mas não é um passaporte obrigatório para o sucesso. A ideia de que participar de uma gincana em busca de informações eleva a probabilidade de acerto na proporção do esforço pode não passar de uma ilusão. Até certo ponto, a convicção gerada por essa sensação pode ser perigosa. Entender a cultura, o histórico e em qual momento do ciclo a empresa se encontra nos parece mais importante do que qualquer informação marginal.

³ Anônimo

⁴ Anônimo

Por fim, nosso objetivo não é superar o desempenho do mercado internacional ou de qualquer outro índice de ações e sim gerar um bom retorno absoluto. A simples oportunidade de diversificar a alocação do fundo para mercados onde acredita-se que a probabilidade de perda de capital seja menor, por si só pode ser uma ferramenta importante para melhorar os retornos de longo prazo.

“A GENTE PENSA QUE VAI OCORRER O INEVITÁVEL E VEM O INESPERADO”⁵

Nos últimos quatro anos o cenário para o Brasil mudou radicalmente, apesar das empresas ligadas ao consumo doméstico terem performado extremamente bem. Infelizmente, o país não aproveitou aquele bom momento para fazer o seu dever de casa.

A crise de 2008 retirou o constrangimento do governo de procurar alternativas ao modelo econômico vigente e o que vimos foi uma guinada à ideologia desenvolvimentista. De fato, as mudanças funcionaram por um tempo e o aparente sucesso do remédio alimentou a fantasia de que o governo poderia ser o protagonista e indutor do crescimento.

O modelo que favoreceu o aumento do consumo parece ter chegado ao limite. Para o país retomar uma rota de prosperidade é imperativo ganhar produtividade. Essa nova fase exige sacrifícios e decisões de alto custo político no curto prazo. Isso não é trivial para nenhum governo e a história mostra que estes só mudam de direção quando batem na parede.

Como em todo processo darwiniano, os tecnocratas mais radicais foram selecionados para as posições mais importantes da República. A quantidade de políticas questionáveis adotadas parecem cenas de uma comédia pastelão: mudança do modelo de licitação de campos de petróleo, política de campeões nacionais capitaneada pelo BNDES, explosão do crédito público, leilão de concessões com foco na fotografia e sem preocupação para a entrega, contabilidade criativa para as contas fiscais, abandono do centro da meta de inflação, crédito para educação com foco na quantidade sem compromisso com qualidade e tantas outras.

Um governo que toma decisões ruins aumenta muito a dispersão dos cenários e dessa forma, proteger o fundo de perdas significativas tem sido um grande desafio. Bastaram alguns anos de bons resultados para as “*Nifty-Twenty*” brasileiras negociarem a múltiplos extremamente elevados. A recente correção nos preços desses ativos nos parece apenas uma reversão deste exagero.

Hoje é quase unanimidade a percepção negativa em relação ao Brasil. Embora o consenso seja divergir do consenso, esta não foi uma boa estratégia no momento de melhora do País, e não vemos motivos para ser diferente agora. Nesse sentido, a possibilidade de alocar capital fora do Brasil parece ser uma boa alternativa.

Por outro lado, o potencial de longo prazo do País continua intacto e quando o cenário negativo parece inevitável, pode acontecer o inesperado.

⁵ Fernando Henrique Cardoso

PERFORMANCE HISTÓRICA

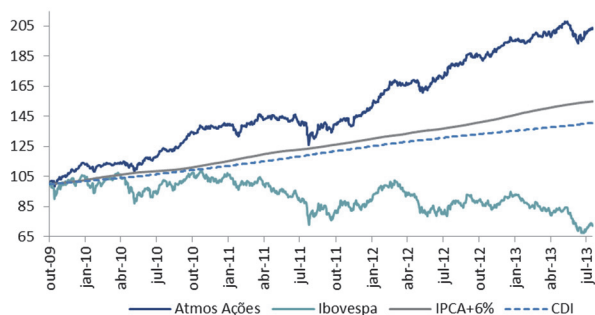
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Acum	
2009											-0,04%	5,91%	5,74%	11,95%
Atmos Ações											-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
Ibovespa	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%	4,13%	1,83%	0,66%	24,23%	
2010	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,05%	
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	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%	
Atmos Ações	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%	
Ibovespa	-0,09%	1,94%	1,43%	0,90%	1,34%	-3,34%	2,51%						4,67%	
2013	-1,95%	-3,91%	-1,87%	-0,78%	-4,30%	-11,31%	1,64%						-20,86%	
Ibovespa														

	Retorno	Ano	Volatilidade	Retorno	12 M	Volatilidade	Retorno	24 M	Volatilidade	Retorno	36 M	Volatilidade	Desde o início*	Volatilidade
Atmos Ações	4,67%		8,22%	14,76%		7,97%	44,47%		10,98%	65,03%		10,26%	103,89%	10,40%
Ibovespa	-20,86%		20,59%	-14,02%		19,99%	-18,00%		24,09%	-28,56%		21,94%	-27,69%	22,38%

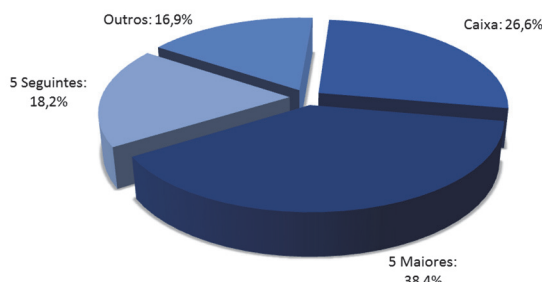
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	14,6%
Bens de Capital	2,4%
Commodities	0,0%
Consumo e Varejo	3,0%
Educação	3,3%
Energia Elétrica	5,2%
Financeiros diversos	26,4%
Imobiliário e Shoppings	12,7%
Logística	3,3%
Saúde	2,4%
Tecnologia e Telecomunicações	0,0%
Caixa	26,6%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações
Pequeno abaixo de R\$1 bi	1%
Médio de R\$1 a R\$10 bi	38%
Grande acima de R\$10 bi	60%

Liquidez	% PL
Caixa	27%
≥ 10 MM	68%
3 MM a 10 MM	2%
1 MM a 3 MM	2%
< 1 MM	1%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	625,4 MM / 428,0 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	787,8 MM / 503,2 MM
PL Total Administrado***	1151,0 MM

**PL médio dos últimos 12 meses

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

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Data de Início:	15/10/2009
Aplicação Mínima:	R\$ 50.000,00
Movimentação Mínima:	R\$ 10.000,00
Saldo Mínimo:	R\$ 20.000,00
Aplicação (até 14hrs):	Cotização em D+1
Resgate (até 14hrs):	Cotização em D+10 (úteis) e liquidação em D+13 (úteis) da solicitação ou cotização em D+1 com taxa de saída de 10%
Tributação:	IR de 15% sobre ganhos nominais

Taxa de Administração:	2,0% a.a. ⁽¹⁾ sobre o PL do fundo
Taxa de Performance:	10% sobre o que exceder IPCA + 6% pago anualmente, com marca d'água

Gestor:	Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
Adm/Distribuidor:	BNY Mellon Serviços Financeiros S.A. ⁽²⁾
Custodiante:	Banco Bradesco S.A.
Auditor:	KPMG Auditores Independentes

Categoria Anbid:	Ações Livres
Bloomberg:	ATMOSAC <BZ> <Equity>
CNPJ do Fundo:	11.145.320 / 0001-56
Dados Bancários:	Bradesco Ag 2856-8 C/C 613.476-9

Para mais informações, favor contactar: faleconosco@atmoscapital.com.br Tel / Fax +55 21 2025-1800 www.atmoscapital.com.br

⁽¹⁾ 1,85% a.a. sobre o PL do fundo FIC + 0,15% a.a. sobre o PL do fundo Master. Taxa de adm. máxima: 2,35% a.a. A taxa de adm. máx. compreende a taxa de adm mín. e o percentual máx. que a política do fundo admite despendido em razão das txs de adm. dos fundos investidos.
⁽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. Ouidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219. A utilização do Ibovespa como indicador é mera referência econômica e não parâmetro ou objetivo do fundo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. As informações constantes neste relatório estão em consonância com o regulamento do fundo, porém não o substitui. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo de investimento, bem como às disposições do regulamento que tratam dos fatores de risco a que o fundo está exposto. Este fundo utiliza e pode aplicar em fundos que utilizam estratégias como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações constantes deste relatório têm caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas. Esse relatório é de uso exclusivo pelos seus destinatários. A Atmos Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas. As informações contidas neste documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da Atmos Capital. A exposição a risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.