

Nesta CARTA TRIMESTRAL ATMOS discutiremos as perspectivas do setor bancário brasileiro, devido à relevância do Itaú-Unibanco em nossa carteira de investimentos. Primeiramente, abordaremos os temas que estão impactando os preços das ações do setor nos últimos meses, como o “*subprime* brasileiro” e medidas macro-prudenciais. Em seguida, gostaríamos de sugerir uma avaliação alternativa de bancos e discutir a questão dos spreads no Brasil.

“Quem só olha para o passado perde um olho”: O Brasil não é um *subprime*

A crise de 2008 ainda está fresca na memória e a comparação do mercado de crédito no Brasil com o *subprime* americano e seus excessos está na moda. Fatores como o forte crescimento da concessão de crédito e o alto comprometimento de renda do consumidor brasileiro de quase 25%, segundo dados do Banco Central (BC), são os principais argumentos.

Na nossa visão, o percentual da renda do consumidor atrelado ao serviço da dívida é um indicador importante, mas não pode ser avaliado individualmente. O comprometimento de renda mediano do consumidor americano não era alto em termos absolutos (em torno de 18% da renda disponível)¹, e não havia crescido de maneira significativa antes da crise de 2008.

Médias e medianas nem sempre são bons indicadores estruturais. Os Estados Unidos tinham, antes da crise: um estoque muito grande de dívida, alavancado em estruturas de derivativos, lastreado em pouco capital e com prazos muito longos, somados a uma excessiva falta de alinhamento dos executivos e agências de ratings. Essas características aumentaram o risco de que uma faísca desencadeasse uma crise de crédito de proporções bíblicas. Não encontramos nenhum desses traços no mercado brasileiro e, particularmente, o Itaú-Unibanco tem dono, o que consideramos uma característica fundamental para investir em um banco. Por último, vale ressaltar que diretores de bancos no Brasil respondem com seus bens pessoais, sem contar o risco de serem presos.

Todo executivo pode dizer que está alinhado com os acionistas, mas existem diferenças importantíssimas no nível de comprometimento. É como a velha história do american breakfast: o porco e a galinha estão alinhados, mas em níveis diferentes. Enquanto a galinha está envolvida em fornecer os ovos, o porco compromete sua vida ao fornecer o bacon

Isso não quer dizer que não temos nada para aprender com a crise americana. Afinal, “quem só olha para o passado perde um olho, mas quem esquece o passado perde os dois”². Foi justamente um passado repleto de crises econômicas que fez com que a organização do sistema financeiro brasileiro fosse diametralmente oposta aos mercados desenvolvidos.

O puxadinho do BC: medidas macro-prudenciais

O BC parece ter um diagnóstico, ao menos comunicado oficialmente, que as principais causas da alta da inflação seriam um choque de preços de commodities e o crescimento acelerado do mercado de crédito. Não queremos diminuir a importância dos argumentos, mas não nos passa despercebido que a inflação de serviços está rodando a 8,5% ao ano, mesmo sendo menos suscetível a esses dois pontos apresentados acima. De fato, nas nossas conversas com empresários temos uma impressão diferente. Problemas estruturais como logística e falta de mão de obra são reclamações muito recorrentes, com casos de empresas sendo obrigadas a aumentarem seus preços mais de uma vez em menos de seis meses

¹ <http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/>

² Antigo provérbio russo

para repassar esses custos.

Desta maneira, acreditamos que o problema da inflação só será resolvido com uma diminuição significativa do crescimento para os próximos trimestres. O governo não parece estar disposto a fazer esse sacrifício, declarando publicamente que o Brasil irá crescer pelo menos 4% esse ano. O BC, por sua vez, não demonstra muita disposição para aumentar o juro real.

Para constar, doze meses atrás, considerando os valores da curva pré e a expectativa de inflação de um ano tínhamos um juro real de 6%, enquanto hoje este valor é de 6,6%. Um aumento de apenas 60bps no juro real apesar da elevação de mais de 300 bps na Selic. Esse aumento se mostra ainda menor quando consideramos o efeito distorcivo do imposto sobre uma base nominal e não real. Usando a alíquota de 15% (a menor para pessoas físicas) o juro real subiu de 4,4% para 4,9% (+ 50 bps). Já usando a alíquota de 34% para empresas, o juro real subiu de 2,4% para 2,6% (+ 20 bps). Ou seja, até agora, a alta dos juros reais não parece suficiente para promover uma desaceleração da economia.

Temos ainda o problema de diversas taxas de juros no Brasil que são relevantes, mas não são diretamente influenciadas pela Selic. Por exemplo, os empréstimos do BNDES (65% do estoque de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas no país) e empréstimos subsidiados para o setor imobiliário com recursos da poupança (17% do total com recursos livres somando pessoas físicas e jurídicas). No caso do BNDES, considerando a inflação esperada para os próximos 12 meses, a taxa de imposto de 34% e usando um spread de 3% sobre a TJLP, o juro real, na verdade, caiu de 1,20% para 0,50%. Pela ótica do aplicador, a caderneta de poupança, que é 32% do estoque de fundos de renda fixa, está rendendo menos de 2% real. Uma redução em relação ao ano passado.

O tímido aumento do juro real é um forte estímulo para a indexação, como estamos vendo neste início de 2011. Além disso, taxas subsidiadas com custos muito abaixo do mercado colocam muito peso na Selic que por sua vez influencia o mercado de câmbio. Certamente seria mais coerente o Banco Central tentar corrigir estas distorções, mas a autoridade monetária prefere erguer seus “puxadinhos” e encarecer ainda mais o custo do crédito para a maioria das empresas e da população que não conseguem tomar crédito a taxas subsidiadas.

Isto não quer dizer que o Banco Central fracassará na sua tentativa de esfriar a economia com políticas macro-prudenciais. Do ponto de vista de variação da demanda, o que interessa não é quanto cresce o mercado de crédito e sim a variação do impulso de crédito.

Impulso de Crédito

De maneira simplificada, podemos dizer que o aumento da carteira de crédito coloca um dinheiro adicional na mão do consumidor igual à variação do estoque de crédito menos as despesas de juros. A variação deste indicador de um ano para o outro é o que interessa para a variação da demanda por produtos e serviços. Como exercício suponha que o estoque de crédito cresça a 20% ao ano com taxa de juro de 20% ao ano. Neste caso o impulso de crédito é zero todo ano. O crescimento do mercado de crédito é apenas suficiente para que o consumidor pague os juros.

Calcular o impulso de crédito não é uma tarefa simples, mas nossas contas aproximadas mostram que sua variação não foi muito positiva nos últimos 5 anos. De fato, de 2005 a 2010, o crescimento de 24%aa do mercado de crédito para pessoas físicas no Brasil não foi suficiente para compensar as altas taxas de juros para o consumidor que são superiores a este número (apesar de bem menores que as reportadas pelo BC como exploraremos na última seção do relatório). Acreditamos que a forte alta da receita nominal do varejo ampliado de 12,1%aa nos últimos cinco anos foi derivada principalmente do crescimento de 11,5%aa da massa salarial ampliada no período³.

É claro que alguns setores específicos se beneficiaram muito da expansão do crédito e assim cresceram bem mais que a massa salarial. Porém, não podemos estender este fenômeno para toda a economia. O estoque de crédito do famoso cartão parcelado sem juros, que é frequentemente citado como o grande responsável pela explosão do consumo do Brasil, representa apenas 2% da massa salarial anual. Por sinal, a categoria de duráveis, que foi um dos setores mais beneficiado

³ Fonte: IBGE e Bacen

pelo crescimento do parcelado sem juros, é uma das poucas que está apresentando deflação.

O foco do BC em levar o crescimento do crédito para 15% através de medidas macro-prudenciais (nem que sejam necessárias novas medidas) poderá em algum momento ter um forte impacto no consumo. Para 2011, com um crescimento nominal dos empréstimos para pessoa física de 15% e considerando o aumento de juros já observado, calculamos uma variação do impulso de crédito de -3% versus um efeito positivo de quase 1% em 2010.

O principal problema é que os impactos e lags das medidas macro-prudenciais são desconhecidos, aumentando o risco do BC errar na dose. Do outro lado, com uma maior inércia inflacionária, é provável que a duração do aperto monetário seja mais longa, como o próprio BC colocou em seu último comunicado. Além disso, no próximo ciclo, teremos menos espaço para queda de juro real dado que (i) a política monetária não terá a mesma potência com o menor crescimento da carteira de crédito e (ii) eventualmente medidas como IOF sobre crédito poderão ser revertidas.

Neste cenário de pressão de custos, demanda incerta e múltiplos altos não nos sentimos confortáveis em ter uma exposição grande a empresas de consumo. Já no caso dos grandes bancos privados nos parece pouco provável um crescimento de crédito abaixo de 15%. Além disso, as provisões atuais do Itaú-Unibanco já são altas o suficiente para lidar com a provável piora da inadimplência e o spread deve subir este ano. Entretanto, a avaliação de um banco exige uma análise mais cuidadosa.

Avaliação Alternativa de Bancos

Ao se analisar o resultado de um banco, o spread de crédito reflete, em parte, apenas um prêmio de risco. Para ilustrar, vamos supor que um investidor compre R\$100 em um título negociado no mercado com rendimento de 14% nominal ao ano, usando uma alavancagem de 5x com um custo de 12% ao ano (taxa básica). A receita será de $R\$100 \times 14\% = R\14 ; a despesa $R\$80 \times 12\% = R\$9,60^4$. Com isso nosso investidor obteve um lucro de R\$4,40 sobre um patrimônio investido de R\$20. Um retorno sobre patrimônio líquido inicial (ROE) nada desprezível de 22%.

Quanto vale esta estratégia? Certamente não mais que 1x o patrimônio de R\$20, dado que é possível replicá-la no mercado. Logo, a relação preço/lucro (P/L) justa é de $R\$20 / R\$4,40 = 4,5x$.

Podemos decompor esse lucro de R\$4,40 em duas partes: (i) o patrimônio de R\$20 x juros básico de 12% = R\$2,40 e (ii) spread de risco de $R\$100 \times 2\% = R\2 . Essa segunda parte não agrega nenhum valor-presente e reflete apenas o prêmio de risco ou o valor exigido para compensar uma maior exposição ao risco de reestruturações da dívida. Por exemplo, caso houvesse um *haircut*⁵ de 20%, o investidor perderia todo o seu patrimônio. Além disso, sempre existe o risco do mercado retirar o financiamento do investidor em um momento desfavorável.

Este exemplo simples ilustra que é preciso tomar muito cuidado para concluir que múltiplos P/L baixos sinalizam oportunidades de bons investimentos, principalmente quando o lucro é consequência, em grande parte, de um prêmio de risco.

O modelo acima reflete de maneira simplificada a estrutura de um banco médio. É verdade que essas instituições conseguem investir em empréstimos que não estão disponíveis no mercado. Porém, (i) os custos de captação são acima de 100% do CDI e dependentes das variações de humor do mercado, (ii) têm despesas altas sem a contrapartida de receitas de serviços significativas e (iii) precisam pagar impostos. Com essas características e um baixo valor de franquia, não vemos motivo para eles negociarem acima de 1x o valor do patrimônio líquido. Talvez a vantagem dos bancos médios seja correr o risco de mercado sabendo que, no fim do dia, provavelmente o governo vai salvá-los (inclusive os acionistas) no caso de uma crise. Esperar pela ajuda Divina no juízo final não nos parece uma estratégia de investimento prudente.

No caso dos grandes bancos de varejo a situação é diferente e bem mais interessante. Dado o alto valor de suas franquias,

⁴ Como o investidor se alavancou em 5x, colocou R\$20 de capital próprio e pegou um empréstimo de R\$80 com custo anual de 12%

⁵ No vencimento do título, o investidor receberia apenas R\$80 ao invés de R\$100. Isso seria suficiente apenas para pagar suas dívidas

geram muita receita de serviços, conseguem captar a taxas abaixo do mercado e tem acesso a empréstimos mais lucrativos. Mesmo assim, parte de seus resultados continua sendo apenas um prêmio de risco que, em nossa opinião, deve ser excluída da análise de investimento.

Nesse momento, gostaríamos de propor uma visão alternativa, dividindo o resultado dos grandes bancos de varejo em 3 partes:

- i. **A aplicação do caixa no CDI:** representado pelo patrimônio líquido (+) depósitos à vista (-) ativos permanentes (-) depósitos compulsórios sobre depósitos à vista (+) float (+) outros ajustes⁶. Na nossa avaliação, esses ativos devem ser avaliados pelo seu valor nominal, líquido de impostos. No caso do Itaú-Unibanco, apenas a aplicação do caixa no CDI, contribui com cerca de 40% do resultado. Ou seja, as altas taxas de juros no Brasil explicam em grande parte a diferença de rentabilidade entre bancos brasileiros e de mercados desenvolvidos.
- ii. **Resultado do spread de risco:** representado pela taxa acima do CDI que investidores exigiriam para comprar a carteira de crédito de um banco, depois da perda esperada com provisões e líquida de todos os custos. Apesar da dificuldade de estimar um prêmio de risco justo, considerando que as carteiras de crédito dos grandes bancos de varejo são bastante diversificadas e que grandes empresas representam cerca de 1/3 da carteira total, achamos apropriado um spread de risco por volta de 1%aa (cerca de 108% do CDI, em linha com a taxa que grandes empresas captam no mercado local)⁷. Lembrando sempre, que estamos falando do resultado depois de provisões (no caso do Itaú-Unibanco, as despesas de provisões representam cerca de 4% da carteira por ano), o que compensa o fato da carteira de crédito do banco ter um perfil mais arriscado do que uma grande empresa. Como exploramos no começo dessa seção, esta parte do resultado não gera nenhum valor presente.
- iii. **Resultado de Franquia:** representado pelo resultado de serviços, seguros (*ex-float*), tesouraria⁸ e crédito acima do prêmio de risco. De forma simplificada, este resultado é calculado considerando o lucro total do banco, subtraído dos itens (i) e (ii) acima. Quanto menor for a taxa de prêmio de risco exigida por um investidor no item (ii) maior será a parcela do resultado do banco que será considerada como resultado de franquia.

Com base nessas premissas podemos calcular o P/L da franquia para 2011. Primeiramente, subtraímos o item (i) acima, do valor de mercado atual do banco, resultando em um valor de mercado ajustado. Para o cálculo do resultado da franquia, utilizamos o procedimento citado no item (iii) acima. Nesse exemplo, continuamos utilizando 1% como prêmio de risco. Encontramos os seguintes resultados de P/L (valor de mercado ajustado/lucro da franquia): 18x para o Itaú-Unibanco, 20x para o Bradesco, enquanto no caso do Banco do Brasil sobra muito pouco resultado de franquia.

Mais importante do que os resultados absolutos, é importante olharmos a sensibilidade dos múltiplos à premissa de prêmio de risco, permitindo desta maneira uma medida da qualidade do resultado dos bancos. Enquanto no Banco do Brasil (BB) um prêmio de risco de 1% praticamente zera o resultado de franquia, no Bradesco é necessário usar um prêmio de risco de 2,40% e no Itaú-Unibanco 2,70% para chegar ao mesmo resultado.

O múltiplo do BB é muito sensível ao prêmio de risco, pois o spread bruto de crédito e as receitas de serviços/seguros em relação à carteira de crédito média são bem inferiores a de outros bancos. Desta forma, para gerar o mesmo ROE ele precisa de uma maior alavancagem. Vale ressaltar que em 2010 o resultado de PDD⁹ do Banco do Brasil foi de apenas 2,66% em relação à carteira de crédito média (apesar do crédito ao setor rural representar 20% da carteira) versus 3,47% para o

⁶ No caso do Banco do Brasil, por exemplo, consideramos o valor ainda não reconhecido no patrimônio do banco referente ao superávit da PREVI

⁷ É difícil estimar um valor preciso para o prêmio de risco justo. A taxa de 1% é razoavelmente em linha com os *spreads* de captação de grandes empresas e abaixo da taxa de captação dos bancos médios. Apesar da carteira de crédito do Itaú-Unibanco ter um perfil mais arriscado que um grande empresa, estamos considerando esses 1% já depois do custo de inadimplência, que no caso do Itaú-Unibanco consome cerca de 4% da carteira de crédito no ano

⁸ Consideramos o resultado de tesouraria do Itaú-Unibanco e outros grandes bancos brasileiros recorrentes, dado a consistência dos resultados obtidos ao longo dos ciclos

⁹ Provisão para devedores duvidosos

Bradesco e 3,80% para o Itaú-Unibanco. Ou seja, os últimos dois, além de serem menos sensíveis ao prêmio de risco são mais conservadores em suas provisões.

No caso de bancos médios, por exemplo, é necessário um prêmio de risco de aproximadamente 2,6% para zerar o resultado de franquia. Considerando que as carteiras têm um perfil mais arriscado, são muito menos diversificadas e o banco ainda corre um risco muito maior de perder suas fontes de captação numa crise, não achamos que esse prêmio atrairia tantos investidores dispostos a comprar sua carteira de crédito. Isso suporta nossa avaliação de que bancos médios não merecem negociar acima do valor patrimonial.

É interessante observar que, usando um prêmio de risco que consideramos razoável, o P/L de franquia dos dois principais bancos privados do país ainda é inferior ao P/L das empresas de consumo de primeira linha. Isto, apesar de serem bem mais líquidos e, na nossa avaliação, apresentarem perspectivas de resultado mais robustas. Acreditamos que o setor de consumo pode ser mais afetado pelas medidas macro-prudenciais do que os próprios bancos que ainda devem ter um crescimento saudável da carteira e serão beneficiados pelo aumento do spread.

Spread de crédito no Brasil

Um ponto recorrentemente questionado sobre os resultados futuros dos bancos diz respeito à sustentabilidade dos altos retornos atuais devido aos altos spreads no Brasil. Não achamos que a questão seja tão simples.

Primeiramente, os dados referentes aos spreads praticados no setor financeiro disponibilizados pelo Banco Central são muito distorcidos e muito acima dos efetivamente praticados pelos grandes bancos. No cálculo das taxas para pessoa física, por exemplo, o BC só considera a parte de cartão de crédito que paga juros. Geralmente, essa parcela representa apenas 20% do total desta modalidade, com o restante dividido entre 40% nos 30 dias que o consumidor tem para pagar a fatura no Brasil e outros 40% no parcelado sem juros. Também não entram no cálculo do BC as taxas com recursos direcionados¹⁰ (28% do total do estoque de crédito para pessoas físicas) que possuem taxas muito baixas.

No caso do Itaú-Unibanco, a soma dos recursos de consignado, veículos, imobiliário, direcionados e cartão sem juros somam quase 80% do estoque total de empréstimos de pessoas físicas. Atualmente, os bancos utilizam os empréstimos como uma maneira de atrair os clientes e, agregam valor através do cross selling de diversos produtos.

Um segundo ponto que deve ser levado em consideração na questão da sustentabilidade dos altos retornos é que a maior parte do spread bruto é consumida por inadimplência, impostos e as altas despesas em relação à carteira de crédito no Brasil (um país com território vasto e com baixo estoque de crédito). Assim sendo, o spread efetivo que se traduz em lucro para os bancos é bem menor. No caso do Itaú-Unibanco, o spread líquido é no máximo de 2,7% (de acordo com nosso exercício anterior, onde zeramos o resultado da franquia), enquanto no BB gira em torno de 1%. Não é a toa que outros bancos privados com uma participação razoável no mercado como HSBC e Santander (mesmo ajustando o último por alavancagem) não conseguem gerar ROEs acima de 15%, resultado longe de ser excepcional considerando o juro básico superior a 10% no Brasil.

No fim do dia, só os dois maiores bancos privados brasileiros conseguem gerar um retorno alto sobre o capital investido. Fato que reforça nossa visão de que a queda dos spreads no Brasil deve ser gradual, em linha com o crescimento do mercado, permitindo uma maior diluição de despesas em relação ao estoque de crédito. Além disso, o Itaú-Unibanco deve começar a se beneficiar das sinergias da fusão a partir deste ano. Com um time de executivos com histórico de entregar resultados acima das expectativas e obcecado em melhorar o índice de eficiência, vemos espaço inclusive para os retornos aumentarem dos níveis atuais. As manchetes de jornais indignadas com os lucros dos grandes bancos brasileiros devem continuar. O ditado que os banqueiros no Brasil sempre ganham dinheiro, nunca foi mais atual.

¹⁰ Principalmente crédito imobiliário

A Atmos Capital foi fundada em julho de 2009 e tem como sócios: Bruno Levacov, Lucas Bielawski, David Kaddoum, João Salarini, Fabiana Gelband e Bruno Campos. O objetivo do Atmos Ações FIC FIA é gerar rendimentos superiores à taxa de juros de longo prazo a partir de investimentos realizados predominantemente no mercado de ações do Brasil. O fundo é voltado para investidores qualificados, conforme regulamentação expedida pela CVM.

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%										4,18%
	Ibovespa	-3,94%	1,21%	1,79%										-1,04%

		Rentabilidade	Volatilidade
Desde o início*	Atmos Ações	44,90%	9,91%
	Ibovespa	2,82%	21,15%
	IPCA + 6%	18,91%	-
Últimos 12 meses	Atmos Ações	27,32%	9,42%
	Ibovespa	-2,54%	19,87%
	IPCA + 6%	12,44%	-

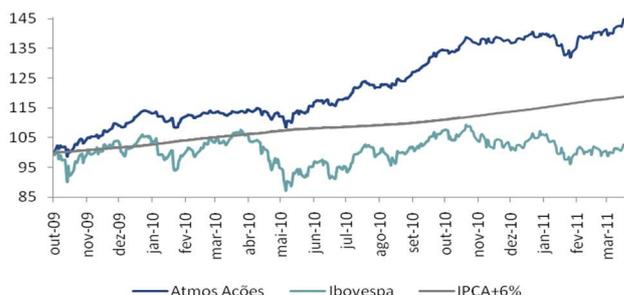
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.
*Início do fundo: 15/10/2009

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	64,2 MM / 36,8 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	74,5 MM / 47,5 MM
PL Total Administrado***	123,3 MM

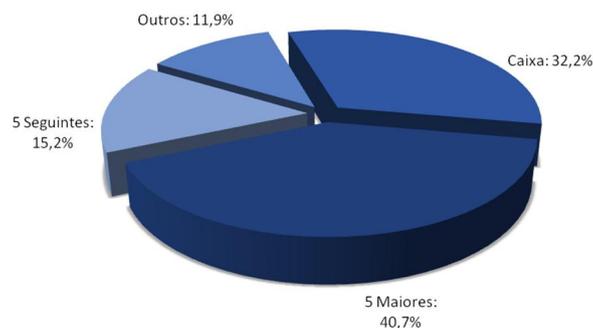
**PL médio dos últimos 12 meses

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

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	3,1%
Commodities	10,4%
Consumo e Varejo	9,0%
Energia Elétrica	0,2%
Financeiros diversos	36,8%
Logística	4,0%
Saúde	4,0%
Tecnologia e Telecomunicações	0,2%
Caixa	32,2%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações	
Small	abaixo de R\$1 bi	0%
Mid	de R\$1 a R\$10 bi	41%
Large	acima de R\$10 bi	59%

Liquidez	% PL
Caixa	32%
≥ 10 MM	31%
3 MM a 10 MM	29%
1 MM a 3 MM	6%
< 1 MM	1%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

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
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

Taxa de Saída:	10% revertendo em favor do fundo para pagamento em D+4
Tributação:	IR de 15% sobre ganhos nominais
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 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. 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 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 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.