

OS CAÇADORES DA ARCA PERDIDA

Tradicionalmente, existe um charme muito grande em se posicionar como um típico *value investor*, um verdadeiro caçador de tesouros. Quem não gostaria de entregar seu dinheiro para um Indiana Jones moderno, que encontra empresas “sub-avaliadas, pouco cobertas e mal compreendidas pelo mercado”? Este tipo de investimento foi um sucesso no Brasil ao longo da última década, enquanto o país ainda não atraía capital relevante de longo prazo e algumas “joias” permaneciam escondidas por muito tempo.

Nos últimos anos, boa parte dos investidores, locais e estrangeiros, tem buscado negócios com características muito similares. Empresas bem administradas, com boa governança, elevado potencial de crescimento, retornos marginais acima do custo de capital, altas barreiras de entrada, capacidade de repassar preços e, se não bastasse, que negociem com um desconto significativo ao seu valor intrínseco. De fato, este discurso é cativante, mas “alguém já combinou com os russos”¹? Se todos procuram as mesmas características no mesmo lugar, achar uma boa oportunidade de investimento não será uma tarefa fácil.

No mercado de hoje precisamos escolher entre tentar ser um caçador de tesouros ou pagar prêmio por qualidade. E, exceto pela calça caqui, não temos vocação nenhuma para um Indiana.

“SE OS FATOS NÃO SE ENCAIXAM NA TEORIA, MODIFIQUE OS FATOS”²

Empresas de qualidade costumam ser negociadas a múltiplos elevados, exceto em períodos de ruptura de mercado. Já empresas de menor qualidade geralmente negociam a múltiplos mais baixos, apesar disso não significar que o investimento é menos arriscado. Quando um cenário negativo se concretiza, companhias de menor qualidade sofrem impactos relevantes, tornando pouco provável que se obtenham bons retornos em prazos mais longos. Um portfólio muito concentrado nesse tipo de empresa, mesmo que por um período curto, corre o risco de sofrer uma perda permanente de capital.

Por outro lado, pode ser tentador deixar o fundo com 100% em caixa e esperar pelo cataclismo para alocar recursos em negócios de qualidade com margem de segurança. Porém, abrir mão da exposição a ativos reais pode custar muito caro caso a próxima grande crise demore muito para se materializar.

Desse modo, nossa carteira atualmente concentra uma grande parte dos investimentos em empresas de qualidade e sabemos que estamos pagando um prêmio por isso. Para compor o portfólio, adicionamos risco com posições pequenas em empresas de qualidade inferior, que acreditamos apresentar uma relação risco-retorno de curto prazo favorável. Por fim, mantemos uma posição relevante em caixa para limitar a perda potencial do fundo em cenários adversos.

Nesse ponto, nos deparamos com duas questões que discutimos muito internamente: (i) qual o limite de prêmio que aceitamos pagar por negócios excelentes, e (ii) como nos proteger da inércia natural da estratégia *buy-and-hold* tão disseminada pela filosofia de investimento de longo prazo?

Com relação ao primeiro ponto, ainda que não seja aconselhável nos prender a um número específico, em geral, achamos aceitável investir em empresas com fluxo de caixa estável e boa expectativa de crescimento de lucro que não negociem com múltiplos preço/lucro superiores a 20x. O Brasil parece estar convergindo com o resto do mundo para retornos reais razoavelmente mais baixos na renda fixa, o que por sua vez afeta o retorno exigido em ações. O problema desse cenário é que qualquer alta de 10, 20, 30% desacompanhada de mudanças relevantes nos resultados faz bastante diferença, além de aumentar desproporcionalmente o potencial de perda do investimento. Pagando um múltiplo de 25x fica difícil dormir à noite.

¹ Mané Garrincha, em resposta ao técnico Feola na véspera da partida contra a extinta URSS na Copa de 1958

² Albert Einstein

Precisamos encontrar alternativas, o que nos leva à discussão do segundo ponto. Esse, um pouco mais longo, dividiremos em duas sub-seções: (a) rebalanceamento e (b) necessidade de sair da inércia.

- (a) Rebalanceamento - Investimento de longo prazo vs. Estratégia de investimento de longo prazo

Existe certo consenso no mercado de que uma vez que se encontra uma boa empresa por um preço razoável, deve-se carregar o investimento por muito tempo. Exageros de preço tanto para cima quanto para baixo poderiam ser ignorados. Por outro lado, também é consenso que nenhuma empresa é boa o suficiente a ponto de se poder ignorar completamente o seu valor de mercado. Estas ideias nos parecem incompatíveis.

Para ilustrar, imaginemos um investidor que, após ter estudado a fundo uma empresa, decide que realizar um investimento pagando R\$10/ação (cenário pessimista) constitui uma boa margem de segurança. Ao mesmo tempo, esse investidor decide que só irá vender a posição caso a empresa alcance um preço ao redor de R\$ 20/ação (cenário otimista). Essa situação é confortável pois dificilmente a ação negociará no curto/médio prazo abaixo do preço de compra ou acima do preço de venda por muito tempo. A estratégia de exigir uma margem de segurança na hora de comprar, mas não ter a mesma precaução na hora de vender, gera um certo “conforto cognitivo”, mas dificilmente se caracteriza como uma solução ótima do ponto de vista de alocação de capital.

A aversão humana a perdas é boa parte da razão por trás do comportamento financeiramente pouco razoável ilustrado acima. Os cientistas das finanças comportamentais vêm demonstrando através de diversos experimentos nas últimas décadas que existe uma tendência natural de se ater ao *status quo*. Como exemplo, uma pessoa que tem um bilhete pré-pago para uma série de concertos sente que deve comparecer por toda a temporada, apesar de haver outros compromissos conflitantes. No entanto, se os bilhetes tivessem sido oferecidos gratuitamente, a mesma pessoa não teria qualquer problema em faltar aos concertos³. Traçando um paralelo, investidores parecem ter uma relutância inerente em trocar investimentos que ainda não tenham performado como o esperado, mesmo que identifiquem oportunidades mais atraentes em outras empresas.

Na nossa visão, tentar se proteger de cometer erros tendo uma visão absoluta por ativo pode não ser a melhor maneira de gerir um portfólio. Além de não ser garantia de sucesso, essa situação aparentemente confortável pode atrapalhar a busca de novas oportunidades e, pior do que isso, pode diminuir a capacidade do gestor de olhar o *valuation* relativo entre os ativos.

Uma característica muito importante da nossa estratégia de gestão é o rebalanceamento frequente das posições do fundo quando movimentos significativos de preço acontecem sem informações marginais relevantes. Desta maneira, conseguimos manter um portfólio concentrado em empresas de qualidade evitando pagar prêmios demasiadamente elevados. Por melhor que seja o processo de análise, o mundo é envolto por incertezas, e frequentemente a realidade *ex-post* nos prova que nossas teses *ex-ante* estavam equivocadas. Não podemos garantir que este processo consiga gerar um retorno melhor para o fundo, mas na nossa percepção ao menos diminui a probabilidade de incorreremos uma perda significativa de capital ao longo do percurso de investimento. Afinal, “quanto maior a altura maior o tombo”⁴.

- (b) Inércia - “Em teoria, não existe diferença entre a teoria e a prática, na prática existe”⁵

O processo de *value investing* aliado à filosofia de investimento de longo prazo é um caminho longo. Exige muito tempo de estudo e a interação com uma série de interlocutores. Ser metódico e disciplinado é um bom começo, mas está longe de ser uma garantia de sucesso. Ao fim da jornada, chega-se a uma conclusão que deve ser expressa dentro do portfólio. Ter a capacidade de alterar essa visão quando necessário nos parece um dos grandes desafios dos investidores.

Uma informação adicional, mesmo que fruto de um processo desprovido de muito esforço e do rigor analítico realizado previamente, não deve ser subestimada e pode impactar toda a visão do processo de análise. Nesse momento, tendemos a ser inibidos de mudar de opinião, seja por validarmos com mais ênfase informações geradas através de processos

³ Thaler, Richard H., "Toward A Positive Theory of Consumer Choice.", Journal of Economic Behavior and Organization (1980)

⁴ “Barbados” Joe Walcott

⁵ Yogi Berra

teoricamente mais robustos, seja por não quisermos acreditar que um enorme trabalho foi “desperdiçado”. A relevância da informação, definitivamente, não é linearmente correlacionada com a forma e o esforço empregados na descoberta. Não devemos menosprezar nossa resistência natural a mudar de opinião.

Esse é um dos motivos pelo qual não simpatizamos com a palavra convicção. Um investimento que recebe esse carimbo ganha uma rigidez que não nos agrada. Pode criar uma resistência enorme a mudanças que são importantes dentro do processo de investimento.

“SHOULD YOUR YIELD APPEAR TOO SMALL, BE THANKFUL I DON’T TAKE IT ALL, ‘CAUSE I’M THE TAXMAN”⁶

Nos EUA, os poupadores estão perdendo dinheiro a conta gotas com rendimentos reais negativos de -0,6% nos títulos de 10 anos do governo. Neste cenário, as ações das *blue chips* americanas estão tendo um bom desempenho, mesmo com expectativas de fraco crescimento e grande risco de cauda numa eventual ruptura da Europa. Essas empresas, de maneira geral, apresentam fluxos de caixa saudáveis com *yields* próximos a 7%, bastante atrativos em um mundo de juros nominais de 0%.

O Brasil também está convergindo para remunerar seus poucos poupadores a uma taxa de juro real baixa: a alavancagem do consumidor está chegando ao limite, o uso de medidas macroprudenciais não é mais tabu, o mundo enfrenta baixas taxas de crescimento e, a China em específico, está desacelerando. A peculiaridade no caso brasileiro é que, diferente de outros mercados onde os investidores já estão muito expostos ao investimento em ações, a alocação no Brasil ainda é muito baseada no “dinheiro fácil” do finado juros altos.

Esse cenário pode representar uma quebra de paradigma no mercado local e já é possível observar empresas com fluxo de caixa estável e boas pagadoras de dividendos negociando a múltiplos preço/lucro de 25x, mesmo sem grandes expectativas de crescimento. Viraram “a última Coca-Cola gelada no deserto”. Outras empresas mais expostas ao mercado doméstico também nos parecem negociar muito próximo de seus valores justos, após subirem mais de 30% esse ano, mesmo com resultados um tanto inferiores ao que era esperado pelo mercado no final de 2011.

A decisão de alocação de capital é sempre difícil, mas nos dias de hoje o desafio nos parece ainda maior. Em um mundo com baixo crescimento e risco de ruptura, descer a ladeira de qualidade na busca de alternativas é muito arriscado. Como já foi mencionado, temos uma visão que esse tipo de negócio dificilmente gera retornos consistentes no longo prazo. Ainda mais imprudente seria alocar somas relevantes de capital nesse tipo de ativo em um ambiente tão incerto.

Os últimos dez anos da bolsa no Brasil foram marcados por uma melhora institucional relevante do país e um ótimo ciclo de commodities que deram suporte a uma expressiva apreciação das ações. Nos últimos três anos, a performance foi bem mais tímida. É possível que a queda recente seja simplesmente uma correção do exagero anterior, mas de maneira geral, o que observamos é um cenário econômico um pouco mais desafiador expondo falhas de modelos de negócios de pior qualidade. No Brasil, onde as empresas enfrentam inflação de custos relativamente alta, uma simples desaceleração no ritmo de aumento de preços pode surtir efeitos bastante adversos sob as margens.

Desta maneira, continuamos concentrando nossos investimentos em empresas de qualidade e geradoras de caixa. Porém, o aumento mais recente do prêmio desses ativos deixou o portfólio mais exposto a perdas caso estivermos errados. Para tentar amenizar este efeito, mantemos grande parcela do fundo em caixa e estamos um pouco mais ativos no rebalanceamento do portfólio.

Em um mundo onde preservar capital é um grande desafio, não devemos menosprezar a dificuldade de gerar retornos reais positivos para nossos investidores.

⁶ Do original: “Should five per cent appear too small, be thankful I don’t take it all, ‘Cause I’m the Taxman” – The Beatles

ATMOS AÇÕES FIC FIA

Julho 2012



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%	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%						20,04%
Ibovespa	11,13%	4,34%	-1,98%	-4,17%	-11,86%	-0,25%	3,21%						-1,16%

	Atmos Ações	Ibovespa	IPCA+6%
Desde o início*			
Rentabilidade	77,66%	-15,90%	37,53%
Volatilidade	11,14%	23,18%	-
Últimos 12 meses			
Rentabilidade	25,89%	-4,63%	11,47%
Volatilidade	13,29%	27,54%	-

PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**	199,5 MM / 130,0 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**	224,3 MM / 148,2 MM
PL Total Administrado***	468,5 MM

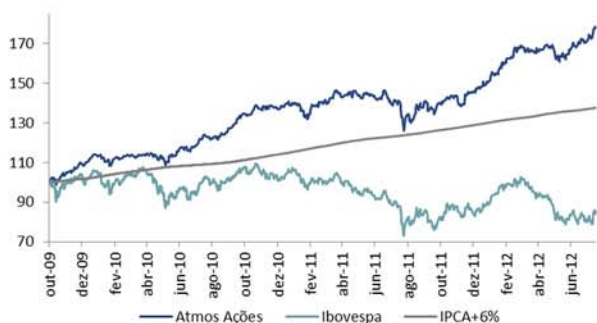
**PL médio dos últimos 12 meses

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

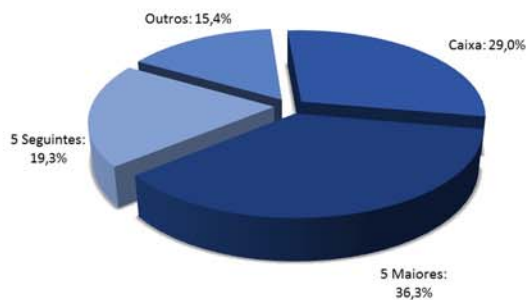
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	5,5%
Bens de Capital	0,0%
Commodities	3,1%
Consumo e Varejo	23,5%
Energia Elétrica	0,0%
Financeiros diversos	21,9%
Imobiliário/Shopings	7,8%
Logística	4,9%
Saúde	0,9%
Tecnologia e Telecomunicações	3,4%
Caixa	29,0%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações
Pequeno (abaixo de R\$1 bi)	0%
Médio (de R\$1 a R\$10 bi)	33%
Grande (acima de R\$10 bi)	67%
Liquidez	% PL
Caixa	29%
≥ 10 MM	56%
3 MM a 10 MM	7%
1 MM a 3 MM	8%
< 1 MM	0%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Data de Início:	15/10/2009	Taxa de Administração:	2,0% a.a. ⁽¹⁾ sobre o PL do fundo
Aplicação Mínima:	R\$ 50.000,00	Taxa de Performance:	10% sobre o que exceder IPCA + 6% pago anualmente, com marca d'água
Movimentação Mínima:	R\$ 10.000,00	Gestor:	Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
Saldo Mínimo:	R\$ 20.000,00	Adm/Distribuidor:	BNY Mellon Serviços Financeiros S.A. ⁽²⁾
Aplicação (até 14hrs):	Cotização em D+1	Custodiante:	Banco Bradesco S.A.
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%	Auditor:	KPMG Auditores Independentes
Tributação:	IR de 15% sobre ganhos nominais	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 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. 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.

