

## OS RISCOS PELO CAMINHO

Comparações do rendimento do fundo contra os principais índices de Bolsa em janelas específicas, perguntas sobre perspectivas político-econômicas do país, dúvidas sobre como as variáveis macroeconômicas afetarão a Bolsa, entre outras... São essas as indagações que comumente a área comercial de uma gestora de fundos de ações recebe quando se trata de pessoas menos ligadas ao mundo de investimentos. Há, sim, uma parcela de investidores que procura entender como funciona a filosofia de gestão da casa, em que tipo de ativo se investe, que tipo de retorno se almeja, entre outros pontos. É raríssimo, no entanto, que haja uma abordagem para se entender com mais detalhes como funciona o controle de risco da casa, algo tão importante quanto a análise dos ativos em que se investe.

Com a proximidade de mais uma eleição pouco previsível no Brasil, e a volta (de novo!) de um maior pessimismo com os indicadores macroeconômicos pelos agentes de mercado, nos parece válido abordar um tema que julgamos cada dia mais relevante: **fora o argumento de investir em empresas menos cíclicas, como a Athena utiliza seu controle de risco para deixar o fundo menos sensível a variáveis macroeconômicas locais e externas?**

Gostaríamos de antecipadamente nos desculpar com o investidor já mais familiarizado com a Athena, muitos dos quais já conhecem com detalhes o tema a ser exposto, mas essa carta tem um propósito maior de ajudar os demais investidores a melhor nos compreender nesse quesito. Em outra nota, é importante salientar que não estamos fazendo julgamento da melhor forma de se medir risco e muito menos de se fazer gestão. A ideia é apenas expor como, na Athena, tentamos de forma prática controlar (ou minimizar) os riscos que não estamos dispostos a correr.

### COMENTÁRIOS DO GESTOR

Antes de entrarmos no tema principal desse comunicado, achamos importante proferir algumas palavras sobre o desempenho recente do fundo e do mercado. Ainda que achemos, e entendamos, que muitas vezes a dinâmica de ações é pouco seletiva, **obviamente não estamos nem um pouco satisfeitos com o resultado do fundo em janelas mais curtas. O desempenho do fundo nos últimos meses foi inclusive bastante atípico (contra seu histórico em momentos de maior stress de mercado)** algo que também teremos a oportunidade de tratar mais à frente. Dito isso, julgamos ter a obrigação de separar causa de consequência para que eventuais oportunidades possam ser aproveitadas.

São diversas as possíveis explicações para o comportamento de vários dos ativos que investimos, entre as mais comuns podemos citar:

- i. uma expressiva migração para o setor de commodities, em magnitude relativa não vista desde 2006/07, majoritariamente pelo cenário econômico e geopolítico global.

- ii. a proximidade de uma eleição presidencial bastante controversa e imprevisível, fazendo com que, em um primeiro momento, a distinção entre a qualidade dos ativos e o *valuation* seja pouco levado em consideração.
- iii. uma forte abertura da curva longa de juros no país, tendo por consequência uma penalização maior em ações de empresas que atuam no mercado doméstico, sem muita ou qualquer distinção. Esse efeito é aquele do qual mais discordamos, ainda que seja natural ocorrer nesses momentos. Algumas das ações que mais tem sofrido estão na verdade entre as empresas que menos seriam afetadas, na prática, por um juro mais elevado.

Nenhum dos pontos levantados tem o intuito de justificar desempenho, apenas de colocar em contexto o que acreditamos estar afetando a performance dos ativos. Julgamos que esse tipo de interpretação acaba sendo relevante ao longo do tempo para o melhor proveito de oportunidades.

Isolando eventos “de mercado” e tentando olhar para empresas e seus resultados, temos conforto de que os mesmos não chegam nem perto de justificar o *de-rating*<sup>1</sup> que vários de nossos ativos tem sofrido. Ainda que algumas empresas tenham decepcionado nossas expectativas, na média os números que tínhamos de crescimento e rentabilidade para nossa carteira tem sido entregues. A perspectiva futura para os *cases* também não tem, em nossa visão, apresentado grande oscilação.

Uma indagação pertinente seria a de que não vemos grandes mudanças porque a economia ainda não foi tão afetada pelos últimos e futuros acontecimentos (novo presidente?). Ainda que achemos um questionamento muito válido, acreditamos que é exatamente por conta disso que olhar o histórico de como empresas se comportam em crises é tão relevante nesses momentos. Como demonstraremos ao longo desta carta (por favor observar Tabela 3), oscilações da economia não tem, na média, grande impacto no resultado das empresas nas quais investimos. Algumas sofrem mais, claro, mas outras até se beneficiam de cenários mais adversos por conta de sua posição competitiva. **Vale pontuar que, quando houve uma revisão expressiva de perspectiva de crescimento/juros do país, nós não alteramos o perfil de empresas que investíamos, postura também válida quando o viés para a economia se altera para o outro lado.**

Nas decepções que observamos até o momento, a maior parte dos ativos apresentou um vetor em comum: o aumento da competição. Ainda que seja difícil afirmar ser essa a causa, nossa impressão é que a queda de juros e uma leve retomada da economia trouxeram de volta, em alguns setores, empresas que estavam sem capacidade de competir em um cenário adverso. Olhando em retrospecto, acreditamos ter subestimado tal efeito em *cases* específicos, e temos redobrado esforços de nossas pesquisas na economia real para melhor medir tal desenvolvimento.

Em 2017, o crescimento de lucro dos ativos que investimos, somado aos dividendos distribuídos, cresceu 19% de forma ponderada, número superior a uma expectativa inicial de 17%. Para 2018, nossa carteira apresenta uma expectativa de crescimento de lucro de 14%, um *dividend yield* médio de 7,5% e uma taxa de retorno real implícita de 12,7%. O dividendo médio em especial nos chama muito a atenção, principalmente por virem de ativos que tem crescimento sem grande necessidade de capital, ou seja, os dividendos tendem a ser crescentes ao longo do tempo.

Por fim, como tal tópico está cada dia mais presente nas interações de mercado e com clientes, vale um rápido comentário sobre as eleições de outubro. A eleição para presidente do país é sem dúvida um evento relevante para a economia e para os mercados, principalmente nessa oportunidade em que os

---

<sup>1</sup> Termo utilizado para descrever quando ativos passam a negociar de forma prolongada por *valuation* inferior ao seu nível histórico

candidatos com maiores chances de vitória têm discurso mais controverso e/ou populista, para dizer o mínimo. Riscos dessa natureza são corriqueiramente colocados em pauta na decisão de nossos investimentos, principalmente na velocidade de montagem dos mesmos. Não podemos de forma alguma, no entanto, nos apegar apenas a riscos político-econômicos para não aproveitar distorções relevantes de valor. Pela característica das empresas que investimos, menos dependentes da economia, tentar tirar proveito de oportunidades durante períodos de maior aversão a risco é ainda mais importante. No momento que o investidor ignora o histórico de cada empresa (principalmente em cenários mais árdios da economia), não distingue empresa alavancada de empresa geradora de caixa, mal distingue estatal de sócios alinhados, pouco (ou nada) olha de *valuation*, e só se apega a riscos ou argumentos qualitativos atemporais, é quando grandes oportunidades surgem. Em nossa opinião muitas já se apresentam.

## GESTÃO DE RISCO

Não é de hoje que pensar em gestão de risco é tarefa das mais importantes e desafiadoras no dia-a-dia do gestor de recursos. Com o aprimoramento das demandas regulatórias das autarquias reguladoras (CVM<sup>i</sup>, Bacen<sup>ii</sup>, SUSEP<sup>iii</sup>, etc...) e autorreguladora (ANBIMA<sup>iv</sup>), os gestores de recursos foram convidados a revisitar suas estruturas internas, suas políticas e manuais e a profissionalizar todo o entorno que envolve a atividade de gestão de riscos em todas as suas diversas facetas: risco de mercado, de liquidez, operacional, de crédito, entre outros.

O exercício de observação de diferentes eventos de natureza político-econômica no Brasil dos últimos 5 anos nos permite concluir, conforme demonstraremos mais adiante, que a capacidade de cada gestor de gerir o risco de suas carteiras com destreza foi fator muito relevante para determinar a forma como cada fundo se comportou em períodos de maior volatilidade do mercado. De maneira complementar ao trabalho qualitativo de analisar os ativos que irão compor um determinado portfólio, o trabalho de gestão de risco deve permitir a criação de uma disciplina de diversificação de carteira que possibilite aos fundos transitar por cenários de *stress* com relativa robustez e responsabilidade.

Nesta carta tentaremos detalhar parte importante da nossa política de gestão de risco de carteira, demonstrando o porquê de, em nossa visão, ter sido ela um elemento importante para a navegação do fundo desde a concepção da Athena Capital. Focaremos em explicar um dos nossos pilares na gestão de risco de mercado – o risco de concentração da carteira - e tentaremos ilustrar com exemplos de cenários da história recente do Brasil como este trabalho tem sido fundamental e diferencial para a gestão dos nossos fundos. Por fim, mergulharemos em uma honesta reflexão sobre as imperfeições deste trabalho de gestão de risco, que, por vezes, pode não ser suficiente para evitar comportamentos mais adversos da cota dos fundos.

## UMA OUTRA FORMA DE GERIR RISCO DE CONCENTRAÇÃO

Uma leitura atenta da Política de Gestão do Risco de Carteiras da Athena Capital<sup>2</sup> permitirá ao leitor conhecer, com maior riqueza de detalhes, toda a teoria e todas as nuances do trabalho de gestão de risco que tentamos desenvolver e aperfeiçoar diariamente na Athena Capital. Por ora, nosso objetivo nesta sessão da Carta é apresentar ao leitor um dos pilares do trabalho de gestão de risco que, em nossa visão, nos permite manter uma carteira mais equilibrada e robusta para navegar pelos cenários mais desafiadores. Pelo menos na maioria deles.

---

<sup>2</sup> A versão na íntegra de nossa Política de Gestão de Riscos de Carteira encontra-se publicada em nosso website ([www.athenacap.com.br](http://www.athenacap.com.br)).

Se fôssemos confrontados com o desafio de tentar simplificar e resumir o trabalho de gestão de risco na Athena Capital, inevitavelmente elencaríamos 4 pilares principais: gestão do risco de liquidez, gestão do risco de concentração por ativo, gestão do risco de concentração por setor e **gestão do risco de concentração por fatores**.

É justamente sobre o último dos pilares que desejamos dissertar com mais profundidade. Enquanto os três primeiros pilares traduzem uma gestão de risco mais consagrada e comum, a gestão do Risco de Concentração por Fatores nos permite destrinchar a carteira, analisando cada um dos ativos que a compõe de acordo com características bastante específicas de cada um deles. Em outras palavras, desejamos entender qual é o nível de sensibilidade que cada ação da carteira possui a diferentes fatores de risco, tais quais: Câmbio, Juros, Macro, *Turnaround*<sup>3</sup>, Governança Corporativa, Regulatório e Governo.

Para tanto, é feita uma avaliação qualitativa dos ativos quanto ao grau de exposição de cada empresa do portfólio a cada um desses fatores. O resultado dessa análise é a classificação de cada ativo de acordo com sua correlação/dependência dos fatores de risco, que vai de "1" (menor correlação) a "5" (maior correlação), conforme a Tabela 1. Feita essa classificação, podemos analisar a exposição total da carteira a cada um desses fatores, como ilustrado na Tabela 2. A partir daí, estabelecemos limites para a exposição da carteira a cada nível de risco, de forma que a mesma sempre possa apresentar um equilíbrio adequado entre eles.

**Tabela 1: definição dos níveis de exposição como função da correlação do ativo com um determinado Fator de Risco**

1	Risco remoto	$\rho < 10\%$
2	Baixo Risco	$10\% < \rho < 30\%$
3	Risco Intermediário	$30\% < \rho < 60\%$
4	Alto Risco	$60\% < \rho < 90\%$
5	Risco muito alto	$\rho > 90\%$

Fonte: Athena Capital Elaboração: Athena Capital

**Tabela 2: fotografia exemplificativa de uma carteira, de acordo com o nível de exposição a diferentes Fatores de Risco.**

Nota atribuída a cada um dos fatores	Riscos	Câmbio	Juros	Turnaround	Macro Brasil	Governança Corporativa	Regulatório	Governo
	1- Risco remoto	44%	13%	10%	11%	7%	21%	39%
2- Baixo Risco	4%	18%	14%	14%	27%	4%	13%	
3- Risco Intermediário	20%	25%	21%	22%	22%	11%	4%	
4- Alto Risco	0%	6%	12%	9%	9%	20%	7%	
5- Risco muito alto	2%	9%	12%	5%	5%	13%	7%	

Percentual da carteira em cada nota, de cada risco

Fonte: Athena Capital Elaboração: Athena Capital

Nas próximas páginas dessa carta exploraremos abordagens mais práticas da gestão de risco por Fatores, procurando mostrar como a ausência dessa abordagem poderia implicar em portfólios menos comportados em momentos turbulentos dos mercados.

<sup>3</sup> processo pelo qual eventualmente passa uma companhia quando se almeja promover modificações relevantes na mesma a fim de se melhorar indicadores de performance e resultado.

## UMA CARTEIRA DISCIPLINADA MESMO NOS MOMENTOS MAIS DESAFIADORES

O exercício de observação dos benefícios que o trabalho de Gestão de Risco por Fatores pode oferecer começa por uma simples, porém fundamental, observação: como se comportaram as carteiras dos fundos regidos por esta metodologia de gestão de Risco em diferentes momentos de sua história? Em outras palavras, a análise do passado nos traz algumas informações importantes sobre a aderência de certos conceitos a situações praticas?

A tabela a seguir traz um primeiro comparativo entre o comportamento de diferentes indicadores no período de 2013 a 2017. Vamos inicialmente isolar das nossas amostras neste e nos próximos exemplos o ano de 2018, para poder abordá-lo com mais ênfase na próxima parte de nossa Carta. A observação dos cinco primeiros anos do Athena Total Return FIC FIA nos permite concluir que as próprias características dos resultados dos ativos que compõem historicamente as carteiras dos fundos resultaram em uma baixa correlação do ganho real experimentado nos mesmos com diversos indicadores como PIB, Inflação, Câmbio, Juros e a própria Bolsa. Por fim, se observarmos o comportamento da cota do fundo neste mesmo período, perceberemos que a mesma se valorizou de forma muito similar ao crescimento dos resultados dos próprios ativos que compõem as carteiras dos fundos. Isolando efeitos de taxa de administração e performance, a correlação entre cota e crescimento dos ativos no período analisado é ainda mais elevada:

**Tabela 3: comparação do ganho real dos ativos e rentabilidade da cota do Athena Total Return FIC FIA com diferentes indicadores macroeconômicos**

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
PIB	2,3%	0,5%	-3,8%	-3,6%	1,0%	-1,50%
IPCA	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	2,9%	6,54%
Dólar	R\$2,36 +15%	R\$2,66 +13%	R\$3,94 +48%	R\$3,24 -18%	R\$3,31 +2%	R\$3,10 8,8%
SELIC (ponta)	9,9%	11,6%	14,1%	13,6%	6,9%	11,5%
Ibovespa	-17,7%	-3,6%	-13,3%	38,9%	26,9%	10,2%
% LL ativos	13,0%	12,0%	10,0%	12,8%	15,0%	12,4%
% dividendo	2,0%	3,5%	5,0%	4,3%	3,8%	4,2%
Ganho real ativos	9,1%	9,1%	4,3%	10,8%	15,1%	9,8%
<b>Cota</b>	4,2%	7,8%	4,1%	31,1%	22,5%	13,9% a.a.

+16,6% a.a. de lucro + dividendos

← IPCA + 10% a.a. durante recessão

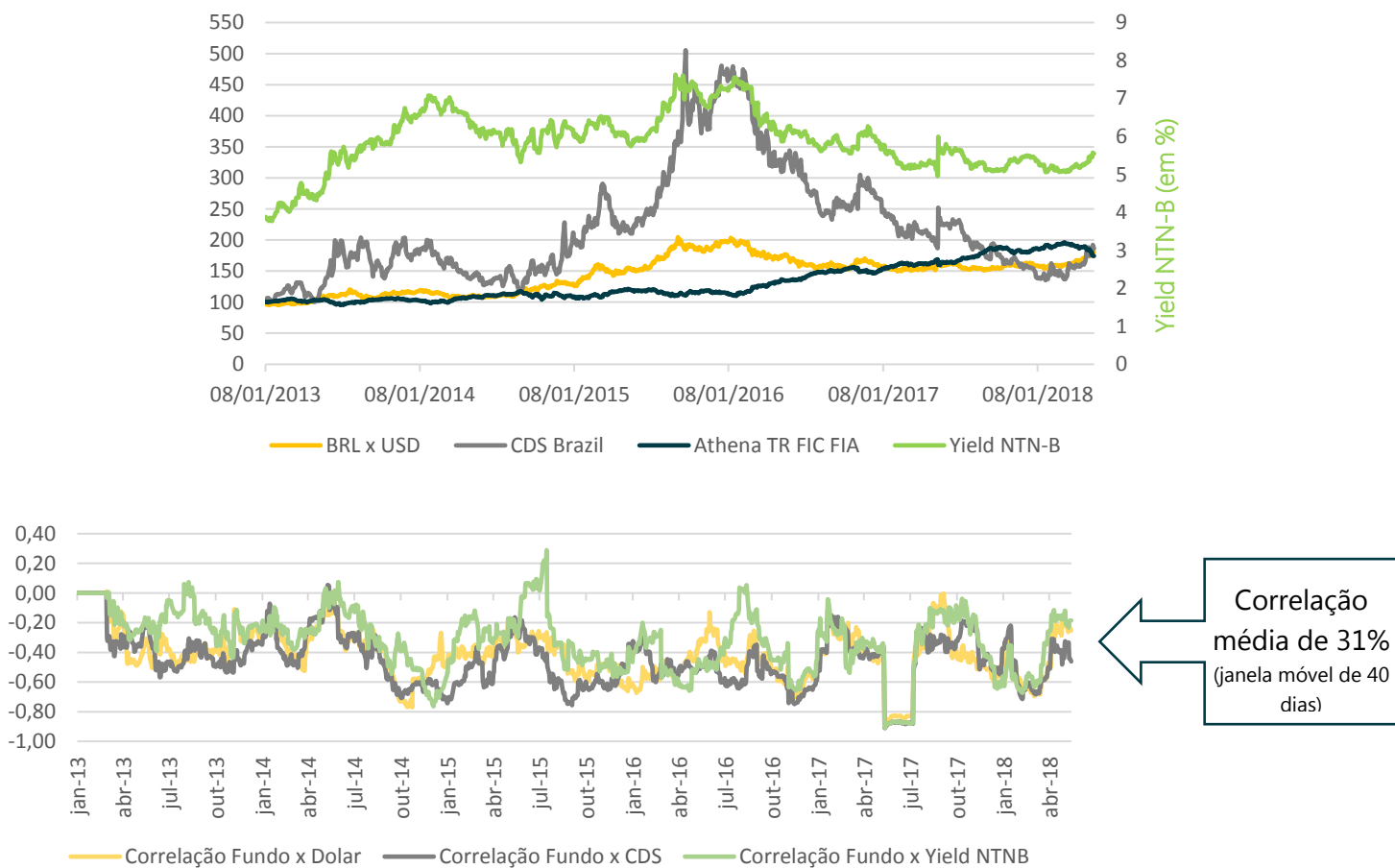
Fonte: Athena Capital, empresas investidas, IBGE, Bacen **Elaboração:** Athena Capital

Em outras palavras, ao longo do tempo, e somente ao longo do tempo, as ações se valorizam de forma similar ao resultado que entregam.

Nossa intenção agora é estressar a correlação da cota do fundo com diferentes variáveis macroeconômicas, a fim de confirmar nossa tese de que a diversificação imposta pelas limitações a Fatores de Risco é de suma importância para a intenção de ter exposição majoritárias a fatores microeconômicos.

A próxima figura traz o comportamento de alguns indicadores relevantes, como o *CDS* Brasil<sup>4</sup>, a *yield* da NTN-B longa<sup>5</sup> e o Câmbio (Dólar), e compara os mesmos com a cota do Athena Total Return FIC FIA desde a sua concepção até Maio de 2018. Também plotamos nela a correlação entre cada um desses indicadores e a cota do fundo, para mostrar como, historicamente, essa correlação se mostrou baixa, mesmo em momentos de maior tensão dos mercados. A média da correlação de cada um desses fatores com a cota do fundo no período indicado foi de apenas 31%, o que seria suficiente atribuir uma classificação de “Baixo Risco” a cada um desses fatores, de acordo com a classificação apresentada na Tabela 1.

**Figura 1: Variação (base 100) do Athena Total Return FIC FIA *CDS* Brasil, *yield* da NTNB longa e Dólar no período de 2013 a 2017, seguido da correlação dos mesmos com a cota do Athena Total Return FIC FIA**



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Athena Capital

No entanto, mais rico do que saber que a correlação da cota com diversos indicadores importantes que costumam se estressar em períodos de maior tensão no mercado, é tentar entender como a correlação da cota do fundo com esses indicadores teria sido potencialmente maior ao longo do histórico caso não implementássemos o trabalho de gestão de risco por fatores. Ou seja, se olharmos para o passado e investigarmos posições que teriam sido potencialmente mais representativas da carteira do fundo se

<sup>4</sup> *Credit Default Swap*: Mecanismo utilizado por investidores para *hedge* de posições de títulos de dívida brasileiros. Comumente é utilizado como referência ao que seria o “risco Brasil” dado sua valorização em momento de maior desconfiança em relação ao Brasil.

<sup>5</sup> *Yield* da NTN-B se refere ao fator pré-fixado presente nas notas do tesouro indexadas ao IPCA, costumeiramente utilizado como métrica para os juros reais implícitos do país.



tomássemos como base apenas o valor enxergado em alguns ativos, qual efeito essas exposições maiores teriam causado no longo prazo?

Para esse exercício, optamos por uma simplificação didática, tomando por base posições médias que o fundo apresentou ao longo de seu histórico em ativos de setores mais sensíveis ao Fator Taxa de Juros, como Shopping Centers e Elétricas. Parte desses ativos, ao longo da vida do fundo sofreram algum tipo de limitação em suas exposições-alvo, em momentos em que, ou nos aproximávamos dos limites estabelecidos a este Fator, ou desejávamos implementar uma redução ativa da exposição do fundo a Juros. A próxima figura ilustra a comparação das correlações obtidas ao longo do tempo entre a carteira do fundo assumindo posições médias reais em todos esses ativos e a carteira assumindo posições não-limitadas pelo critério de Fatores de Risco. O restante da carteira foi composto com posições médias em todos os demais ativos que já compuseram a carteira do fundo.

**Figura 2: comparação da correlação do Athena Total Return FIC FIA com a *yield* da NTN-B, assumindo posições reais e posições não-limitadas por Fatores de Risco.**



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Athena Capital.

O gráfico nos mostra uma maior correlação da carteira “não-limitada” em quase todo o histórico do fundo até 21 de Maio de 2018. Também mostra um aumento de quase 10% da correlação média com os indicadores já mencionados, confirmando que a observação histórica ratifica a importância deste tipo de controle de risco na diminuição da correlação do desempenho do fundo com o cenário macro.

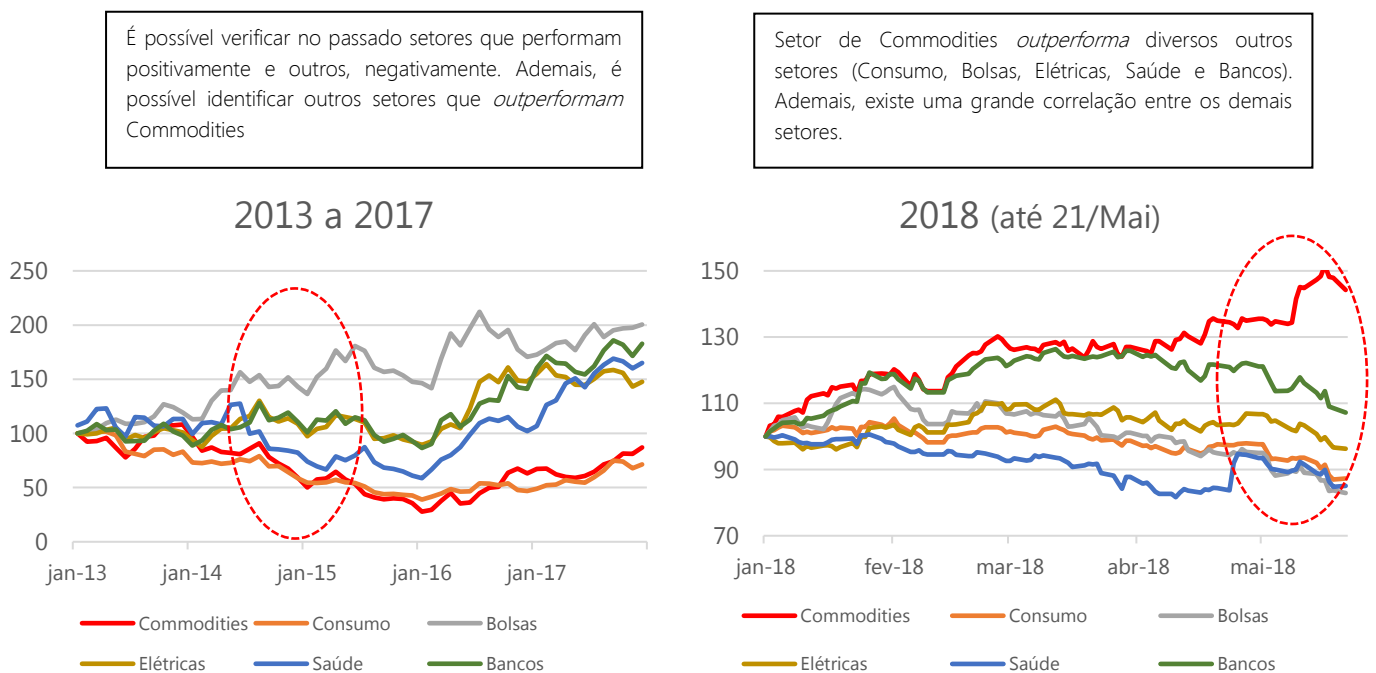
## UMA GESTÃO DE RISCO À PROVA DE BALAS? INFELIZMENTE NÃO...

A observação da Figura 1 nos mostra que a correlação da cota do Athena Total Return FIC FIA com os indicadores apresentados sempre se mostrou historicamente baixa, mesmo em 2018. Apesar disso, a performance relativa do fundo em momentos até mais críticos do passado foi sensivelmente melhor do que a performance deste primeiro semestre de 2018. Dito isso, o questionamento mais cabível aqui é: “Por que 2018 está sendo diferente?”.

Na primeira parte desta carta trouxemos algumas explicações de natureza mais conceitual sobre nossa opinião acerca deste movimento. Agora, vamos procurar olhar com lupa algumas das anomalias estatísticas que mais chamaram a atenção neste semestre, anomalias estas que desafiaram, inclusive, todo o trabalho de gestão de risco que apresentamos nas partes anteriores da carta e que tão eficiente se mostrou nos cinco primeiros anos de existência do fundo.

O primeiro fato que chama a atenção ao se observar o comportamento de todos os ativos listados em Bolsa nesse semestre diz respeito à baixa correlação da performance do setor de Commodities com setores como Bancos, Saúde, Shopping Centers, Elétricas, Consumo/Varejo, Bolsas, etc. As próximas figuras tentam mostrar como em períodos anteriores, desde 2013, sempre foi possível identificar um ou mais setores cuja performance caminhava de forma equivalente à performance do setor de Commodities. Ademais, e mais relevante, a Figura 3 abaixo nos mostra como, historicamente, sempre foi possível observar uma baixa correlação entre a performance de diferentes setores da Bolsa. No entanto, ao adentrarmos 2018, dois fatos se destacam: a performance do setor de Commodities, especialmente nos meses de Abril e Maio, não só se distanciou das performances dos demais setores, como foi basicamente o único setor com performance positiva até 21 de Maio, data que marca o início da greve dos caminhoneiros, e um aumento sensível da correlação entre diversos outros setores, que passaram a apresentar performances negativas quase que simultaneamente nesta janela de tempo. A título de exemplo, se tomarmos a correlação histórica (entre 2013 e 2017) dos setores de Saúde e Consumo, veremos que a média dessa correlação foi de 33%. Em 2018, até 21 de Maio, essa correlação saltou para 61%. Mesmo após 21 de Maio essa correlação se manteve em patamares superiores a 60%.

**Figura 3: performance de diversos setores da Bovespa desde 2013 e em 2018, até 21 de Maio.**



Fonte: Bloomberg Elaboração: Athena Capital

Seguindo adiante, outro fato que não pode ser desprezado é o tamanho da contribuição do setor de Commodities para a performance do índice Ibovespa. Buscando no passado algum outro momento em que o setor de Commodities foi tão representativo para a performance do Índice somos levados a 2007, quando, principalmente em função do impulso provocado pela economia chinesa, o setor de commodities e exportadoras se beneficiou enormemente. Mesmo se observada esta janela de tempo, em que as razões para a valorização das commodities eram mais facilmente explicadas, não se viu uma diferença tão grande entre a performance do Índice com e sem os ativos ligados a Commodities.



Tabela 4: Comparação da contribuição para a performance do Ibovespa com e sem empresas ligadas a Commodities em diferentes janelas de tempo.

	Out/06 a Out/07	2013 a 2017(*)	2018 (**)	Abr e Mai/2018(***)
<b>IBOV % (A)</b>	76,64%	25,35%	7,09%	-3,37%
<b>Commodities (B)</b>	37,31%	3,60%	10,80%	4,15%
<b>Sem commodities</b>	42,56%	21,75%	-3,71%	-7,52%
<b>(B) / (A)</b>	<b>48,68%</b>	<b>14,20%</b>	<b>152,33%</b>	<b>-123,15%</b>

Fonte: Bloomberg. Elaboração: Athena Capital

(\*) Excluindo-se empresas de Projeto (OGX e MMX).

(\*\*) Até 21 de Maio de 2018, data em que teve início a greve dos caminhoneiros e que marca uma retomada de um movimento de depreciação do Índice.

(\*\*\*) Até 21 de Maio de 2018.

A tabela 4 nos mostra que de Outubro de 2006 a Outubro de 2007 quase 50% do resultado do Ibovespa no período foi influenciado pela performance das ações ligadas a Commodities. Já na janela de 2013 a 2017, essa contribuição sofreu uma grande redução, caindo para níveis de 15%, aproximadamente. Ao se observar o ano de 2018, até 21 de Maio, essa correlação volta a subir, mas dessa vez alcançando níveis superiores a 150%. Olhando-se mais especificamente para o bimestre de Abril e Maio de 2018, podemos observar ainda que os ativos atrelados a Commodities contribuíram positivamente para a performance do índice, mas as demais ações mais do que compensaram essa contribuição, fazendo com que o índice performasse negativamente no período.

## CONCLUSÃO

Ao longo desta carta trouxemos algumas informações quantitativas que, em nossa visão, sustentam e validam a tese de que o trabalho de gestão do risco, quando visto com pragmatismo e inovação, pode se constituir em uma ferramenta poderosa para auxiliar no desafiador trabalho de guiar a carteira do fundo por momentos mais difíceis dos mercados e manter o risco da carteira mais ligado a fatores microeconômicos.

Acreditamos que o leitor, ao terminar esta leitura, poderá entender um pouco melhor sobre algumas características do produto no qual está investindo, inclusive poderá passar a enxergar atributos do mesmo que ajudem a trazer mais clareza sobre os diferenciais que existem nesta modalidade de investimentos. Também acreditamos ter apresentado algumas das excentricidades deste 1º semestre de 2018, que desafiaram o trabalho de gestão de risco e geraram uma desconfortável performance negativa.

Por fim, gostaríamos de expor nossa crença de que gerir risco de forma profissional não se confunde com um exercício arbitrário de super-conservadorismo e não se traduz, na média, com abrir mão de forma gratuita de retornos mais elevados. O próprio investimento em ações, principalmente em um mercado tão singular como o brasileiro, já se mostra um trabalho cheio de particularidades no tocante a risco, o que nos mostra que parece não haver terreno para um excesso de conservadorismo convivendo com o desejo de se diferenciar e entregar retornos consistentes a longo prazo.

Julgamos que os controles de risco apresentados nos permitem entregar retornos positivos e consistentes com o foco microeconômico que sempre procuramos, ao mesmo tempo em que nos ajuda a limitar perda de capital - algo de suma importância para a Athena Capital. Assim, acreditamos que a Gestão do Risco possui efeitos potencializadores – e não detratores - para o sucesso da nossa política de investimentos.

Dito isso, se no futuro seremos realmente capazes de entregar a performance que perseguimos, só o tempo dirá. A convicção que temos é a de que a performance que entregarmos estará majoritariamente ligada a fatores microeconômicos – e não macro.

---

<sup>i</sup> Comissão de Valores Mobiliários

<sup>ii</sup> Banco Central do Brasil

<sup>iii</sup> Superintendência de Seguros Privados

<sup>iv</sup> Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais