

## REFLEXÕES DE UMA DÉCADA

*“Eu prefiro ser essa metamorfose ambulante  
Do que ter aquela velha opinião formada sobre tudo”*

-Trecho da música Metamorfose Ambulante, de Raul Seixas

A ideia de construir um negócio do zero é estimulante. Ainda mais, quando a construção é livre de amarras comuns, como a necessidade de se tornar rapidamente lucrativo ou de agradar a investidores externos. Tivemos o privilégio de fundar a Athena Capital sob essas condições e com a intenção de montar a melhor estrutura para rentabilizar o nosso capital.

**Desenhamos a Athena Capital para gerir o nosso patrimônio, como ela de fato faz. Várias escolhas foram feitas pensando no modelo que demandaríamos ser seguido caso terceiros gerissem nossos patrimônios. Ou seja, desenhamos a gestora pensando mais como investidores e cotistas, priorizando alinhamento, do que como empresários, priorizando lucro<sup>1</sup>.**

Esse desenho também nos deixaria livres dos muitos conflitos de interesse e armadilhas que permeiam o mundo das gestoras. Não haveria desvios no processo decisório por *momentum* de mercado, concorrentes, clientes e janelas específicas de desempenho. O alinhamento seria completo na direção de, continuamente, aperfeiçoar a filosofia de investimento sob a qual a gestora foi fundada.

Ao imaginar os aspectos relacionados à equipe, também imaginamos um ambiente em que gostamos de todos com quem trabalhamos e não é aceito qualquer distanciamento, seja de postura ou qualidade, em relação ao idealizado. O interesse do colaborador nunca seria colocado à frente da instituição.

Os conceitos por trás do que é necessário para construir uma gestora ideal foram estudados e discutidos exaustivamente, entre profissionais com experiências complementares e enriquecedoras, além de longos debates com quem já passou pela mesma experiência de montar uma gestora. Na teoria tudo faz sentido, os princípios e ideais são lindos.

**“Treino é treino, jogo é jogo”**

- Didi, eleito melhor jogador da copa de 1958 pela FIFA

A realidade, porém, é muito mais complexa. Em meio a percalços, cobranças e dificuldades, ser totalmente fiel aos pilares desenhados é um verdadeiro desafio. Constantemente, há a preocupação sobre diferenciar o que é uma disciplina rígida do que é ser “cabeça dura” e não admitir alterações, uma dúvida que

---

<sup>1</sup> O que não se confunde com o fato de não estarmos muito atentos a construirmos uma empresa profissional, respaldada nos maiores *standards* de qualidade de processos, *compliant* com as normas e atenta às mudanças de um mundo em constante evolução.

frequentemente só é respondida na análise em retrospecto.

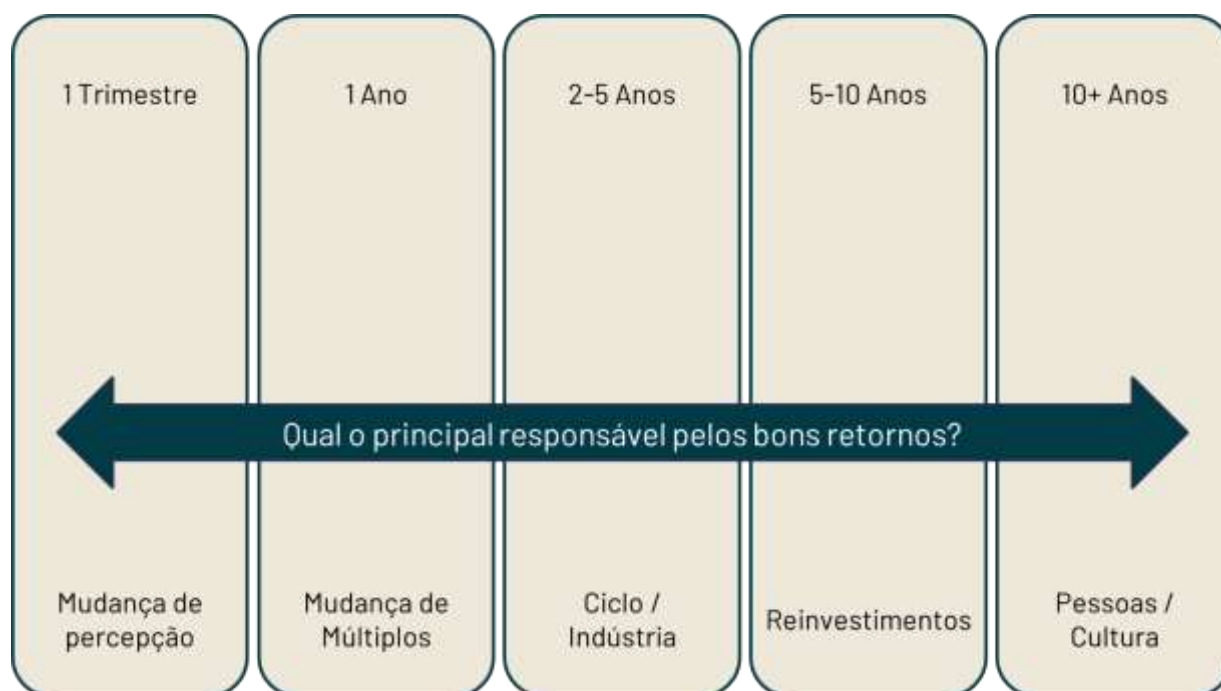
**Caros cotistas e amigos, nesta comunicação semestral faremos uma reflexão de peito aberto sobre como os primeiros 10 anos da Athena têm afetado nossas ideias iniciais, e que mudanças foram implementadas desde então. Não falaremos de performance, mas sim daquilo que acreditamos nos levar ao objetivo, que embute também o desempenho da cota.**

Nosso desejo é que, ao fim desta carta, nossos atuais investidores possam nos conhecer com ainda mais intimidade, e como temos sido moldados ao longo dessa trajetória. Quanto aos potenciais investidores, em meio a um ambiente dominado por rankings e performances de curto prazo (claro, que importantes), temos a sensação de que muitos nos conhecem menos do que gostaríamos, em muitos casos tendo até uma visão desconexa sobre as mudanças, conceitos e processos da casa. Esperamos que a carta ajude a solucionar isso.

## Sócios e Equipe

Consideramos esse o tema mais importante e espinhoso devido a nossa crença de que, sem as pessoas corretas liderando a empresa, ao longo do tempo, todo o resto perde a importância.

Figura 1: Quadro dos fatores mais relevantes, em cada janela de tempo, para bons retornos no investimento.



Fonte: Eagle Point Capital - Traduzido por Athena Capital.

O quadro acima reflete de maneira resumida o que acreditamos serem os principais vetores para uma empresa entregar resultado em diferentes janelas de tempo. Ajustados para determinadas características do nosso segmento, não vemos os vetores de uma *asset* sendo muito diferentes.

Apenas, acrescentaríamos outros elementos que consideramos de extrema importância, como criar um alinhamento de longo prazo através dos incentivos corretos.

Em nossa visão, as "pessoas certas" não são necessariamente aquelas mais inteligentes, as mais seniores ou de maior sucesso prévio, muito menos as que possam trazer impacto rápido para o negócio, ainda que tais características possam ajudar.

Portanto, tínhamos essas ideias muito claras na criação da Athena e montamos nosso time inicial com bastante sucesso. Os cofundadores e os dois sócios iniciais em papéis-chave seguem na Athena, após todo esse tempo, algo que a história nos mostra ser raro e nos dá enorme orgulho.

**Os principais sócios da Athena passaram anos trabalhando em conjunto e sonhando com a criação de uma *asset* independente, um processo impossível de se replicar com algumas entrevistas. Dessa forma, é natural que as contratações seguintes não tenham a mesma taxa de acerto.**

A expansão da equipe, a aparente necessidade de trazer peças rapidamente para fechar *gaps* de análise, a entrada de pessoas com um bom tempo de experiência no mercado e de casas com perfis distintos, a agressividade da indústria de *assets* em remunerar e atrair pessoas... Foram vários os aspectos que passaram a interferir nas contratações, mesmo que não concordemos que sejam os mais relevantes para a escolha de quem deveria compor o time.

Isso, por vezes, criou métodos de trabalho e culturas distintos dentro de uma mesma empresa, pequena, gerando um efeito cascata de *turnover* maior do que gostaríamos, nem tanto em sócios, mas principalmente na equipe júnior e em parte da plena.

Embora a maior parte das trocas tenha sido por escolha da empresa, o movimento em si sempre abre espaço para questionamentos profundos e genuínos a respeito de nossas crenças, métodos e processos. Ainda mais importante é que a empresa evolua com essas situações e que elas contribuam para torná-la antifrágil<sup>2</sup>.

**Nesse sentido, em 2023 convidamos Bernardinho<sup>3</sup>, referência em liderança e gerenciamento de times vencedores, a visitar a Athena para compartilhar seus conhecimentos e nos ajudar a evoluir nesse tema.**

Parte das pessoas que passaram pela Athena são brilhantes, competentes, e não é delas a “culpa” por não ter havido *fit*, e sim um erro de avaliação por parte da sociedade. Elas apenas não tinham o perfil que se encaixava com o que acreditamos ser a melhor forma de gerar valor ao cliente, sem qualquer julgamento do que seria a forma correta ou incorreta. Aliás, não são poucos os casos de empresas que atingem objetivos parecidos por caminhos bem distintos.

Após quase 20 anos dos fundadores trabalhando juntos, a Athena escolheu o caminho que nossas experiências mostraram ser o mais proveitoso para os investidores e que melhor aproveita nossas competências e características. Esse caminho sofreu e sofrerá ajustes, à medida que novas informações e vivências nos façam refletir. Isso é normal, saudável, e, certamente, não foram poucos os pontos em que a empresa evoluiu desde a sua concepção, como descreveremos nesta carta.

O importante é que as mudanças ocorram para aperfeiçoar a empresa, em especial sua capacidade de gerar bons resultados, e não por necessidades curtoprazistas, satisfazer egos ou caprichos pessoais, ou atender à “pressão” de se conformar com padrões de mercado, como detalharemos adiante.

## **Quão rápido mudar o capital humano?**

Aqui, podemos afirmar, é de longe onde mais erramos e de onde esperamos ter extraído as mais valiosas lições.

Temos preferência por processos seletivos com várias etapas e chances de conhecer melhor futuros colaboradores, algo que tivemos que afrouxar em alguns momentos. Processos seletivos longos são mais difíceis em momentos em que *assets* estão contratando agressivamente e bons candidatos já possuem outras propostas.

Mas, ainda que esse tempo fosse ilimitado, por mais que um processo seletivo seja aperfeiçoado, muita coisa só será descoberta na prática, através do convívio no dia a dia, com cobranças mútuas, encarando momentos

---

<sup>2</sup> Em referência a Nassim Taleb, que usa o termo para descrever sistemas que ficam mais fortes diante de adversidades.

<sup>3</sup> Bernardo Rocha de Rezende: técnico, líder e responsável pela conquista de seis medalhas olímpicas. É conhecido, principalmente, pelas conquistas como técnico da Seleção Brasileira de Vôlei, esporte em que construiu um dos melhores *track records* do mundo. Além do sucesso no esporte, Bernardo tem experiência como empresário em diversos ramos.

de maior pressão em conjunto, vendo as reações aos *feedbacks* etc. Apenas com algumas dessas experiências é possível julgar com mais efetividade o quanto se acertou na contratação.

Um dos pontos mais difíceis para nós foi saber diferenciar quando insistir e quando acabar rapidamente com a relação. Tempo é o nosso bem mais precioso e errar na alocação dele é extremamente custoso para a empresa. Na dúvida sobre encerrar ou insistir, já aconteceu de demorarmos mais tempo que o correto para fazer uma mudança de capital humano.

Consideramos que cometemos um grande equívoco quando levamos em consideração como um movimento de capital humano seria recebido pelos clientes, em um momento já desafiador de mercado. **É um erro que estamos determinados a jamais repetir.**

A demora gera consequências que vão se agravando, gradualmente, como por exemplo:

- I. Passam a existir “culturas diferentes” na mesma empresa. Perde-se a clareza de quais são as prioridades e do que é aceitável, fazendo tudo virar uma discussão sem fim, tirando a agilidade das tomadas de decisão;
- II. Se o mediano se torna aceitável, o nível de exigência dentro da empresa desmorona. Se essa situação perdura, ela vai arrastar a média da empresa para baixo.

Esses dois problemas afetam diretamente a cultura e o propósito, que são os pilares que sustentam todo o resto. Seremos muito rígidos quanto a esses alicerces e rápidos em corrigir desvios.

## **Alinhamento Athena-Cliente**

Qual é o melhor alinhamento entre a gestora e o cliente? Esse é um ponto que discutimos exaustivamente na concepção da Athena.

Uma similaridade nos incomodava em casas pelas quais passamos previamente: ter fundos ganhando prêmios, se destacando, gerando remuneração ao time, enquanto parte de nossos clientes poderiam estar perdendo capital em outros produtos da casa.

**Portanto, além do desenho monoestratégia favorecer um foco único da equipe, o enxergamos como melhor modelo de alinhamento Gestora-Cliente.**

Para dar um exemplo prático: alguns alocadores, em função da nossa menor volatilidade e *drawdown*, nos agrupam junto a fundos *Long Biased* enquanto outros consideram que, devemos ser agrupados junto aos fundos *Long Only*, dado que não é comum carregarmos posições vendidas. Ambas as escolhas fazem sentido. Porém, competimos apenas em uma das classes, enquanto outras casas competem em ambas simultaneamente.

**Fazendo uma analogia com uma corrida de Fórmula 1, a casa monoestratégia entra com um único carro feito para ir bem, não interessa quais circunstâncias encontrar na corrida. Uma casa multiestratégia leva diversos carros, cada um deles preparado para determinada circunstância (um para chuva, outro para sol, etc) e inscreve todos na corrida.**

Em circunstâncias tão diferentes, não faria sentido ajustar o processo antes de simplesmente indagar qual foi o “vencedor”? O resultado foi atingido pelo pneu (tipo de produto) ter sido o ideal para o clima daquela corrida ou pelo piloto (gestão)?

É válido salientar que não há modelo certo ou errado. Inúmeras casas, muitas das quais respeitamos enormemente, seguem outro formato. Se o de monoestratégia gera, em nossa visão, os benefícios acima mencionados, o modelo multiestratégia tende a gerar uma maior estabilidade na gestora. O último também dá ao cliente a oportunidade de escolher um produto que melhor se enquadre ao seu perfil ou visão “de momento”, mantendo seu patrimônio gerido por pessoas que ele escolheu.

Nossa impressão atual é que o valor percebido pelo cliente quanto ao alinhamento gerado pela

monoestratégia é menor do que imaginávamos. Nesse ponto, relembramos que montamos a gestora pensando em nós mesmos como cotistas e o que gostaríamos de ver, o que é muito distinto de decisões tomadas com o foco de maximizar a lucratividade da empresa. Isso não muda a conclusão mencionada, apenas a importância da informação.

Fazemos o adendo de que algumas diferenças entre fundos podem surgir simplesmente por força da legislação. Por exemplo, nós temos buscado evoluir no sentido de cada dia mais obtermos diferenciais para investir nos ativos listados fora da B3 (*offshore*), algo que é mais limitado em alguns fundos e que pode levar a eventuais diferenças de performance.

Hoje, essa diferença não é muito significativa e nossa visão é de que as recentes alterações regulatórias estão caminhando no sentido de diminuir as potenciais diferenças nos mandatos entre diferentes fundos. Se isso ocorrer em outra direção, buscaremos a melhor maneira de endereçar o assunto sem prejudicar o que buscamos de alinhamento.

**O que não abrimos mão é que seja inviável para a Athena ir bem e o cliente (de longo prazo) não, algo mais normal do que se deveria na indústria. Isso nos incomoda enormemente, mesmo que, em nossa visão, boa parte dos investidores deem menos peso a esse pré-requisito do que nós mesmos.**

## Tamanho da equipe

Nossas experiências nessa frente, ao longo de nossas carreiras, foram diversas. Não há fórmula vencedora, mas sim o que melhor se adequa aos processos e às formas de cobrir as empresas e gerir as carteiras. Para nós, um número mais alto de analistas trouxe dois efeitos indesejados:

- I. O gerenciamento de capital humano passou a tomar muito tempo, a ponto de afetar a capacidade de dedicar tempo ao *core*;
- II. A crença de que mais analistas equivale a mais cobertura e ideias trouxe, no nosso caso, uma perda do foco e, conseqüentemente, menor proximidade com as empresas e as variáveis que mais importam. O tempo gasto em salas de reunião aumentou muito, enquanto a produtividade e qualidade caíram.

Acreditamos que é de extrema importância contar com uma equipe composta por profissionais seniores, como os fundadores, que acumulam entre vinte e vinte e cinco anos de experiência. Além disso, valorizamos analistas plenos/seniores com conhecimentos especializados (não generalistas) e complementares. Mais do que a qualificação técnica, devemos ter pessoas com personalidades que levem a questionar e mitigar os diversos vieses naturais do ser humano. E para essa equipe ser verdadeiramente eficiente é necessário que ela tenha auxílio nas tarefas que demandam menos conhecimento específico (como a coleta de dados, por exemplo), para que possa concentrar seu tempo e atenção no que realmente faz a diferença. Por essa razão, hoje, temos na equipe pessoas dedicadas à coleta e acompanhamento de dados relevantes, deixando os analistas mais livres que no passado.

Procuramos esse desenho de área e podemos dizer que enxergamos a estrutura atual como a que vem melhor satisfazendo essas demandas. No entanto, isso é certamente um *work in progress* na Athena, sempre ajustando para o modelo que parecer mais eficiente para a nossa forma de trabalhar.

Posto isso, não queremos deixar de mencionar que não concordamos com o foco dado por alguns alocadores ao número de analistas ou idade dos mesmos (ou tempo de mercado). Entendemos a relevância, mas acreditamos que outros fatores são muito mais importantes para a composição de um time.

**Parece ter se criado, sob a ótica de certos investidores, um padrão em relação a algumas exigências para as áreas de análise/gestão das casas, talvez baseado no que se vê na média do mercado. Não necessariamente concordamos com esse padrão e achamos, inclusive, curioso que mercados tão mais desenvolvidos, como o americano, mostre modelos bem mais híbridos entre os gestores.**

Não cremos ser coincidência que, quando tivemos uma área de análise/gestão bem mais robusta, nosso desempenho de análise foi muito aquém do que buscamos, e, a carrego, a performance do fundo não compatível

com o nosso histórico longo. Para outros, possivelmente, o efeito é inverso.

Nesse sentido, nós temos ido na direção de focar cada vez mais em menos ativos, criando um sistema de tierização dentro da análise, no qual os ativos merecem coberturas em graus distintos de profundidade. Essa segregação vem em parte por considerar que um universo de cobertura muito amplo acabava por incluir ativos cujas características (como uma grande ligação com o ciclo econômico, por exemplo) tornam improvável que eles figurem entre as principais posições do fundo.

Ainda, acompanhamos tais ativos pelos seus impactos no mercado e ambiente competitivo, mas não com a mesma proximidade daqueles que possuem as características que desejamos presentes nos nossos maiores investimentos. Dessa forma, embora ainda tenhamos um universo de cobertura amplo, agora ela é bem mais focada.

## **Controladoria**

Na concepção da Athena, acreditamos que seria benéfico que o sócio responsável pelos controles da empresa, nosso Diretor de Operações, tivesse um *stake* acionário importante e acima da “média” (entre aspas porque não nos interessamos pela média da indústria, mas sim pela dos *peers* que mais respeitamos). Hoje, temos ainda mais certeza da importância desse movimento.

Dito isso, qual a relevância da área não ligada à gestão numa *asset* independente? Dentre as respostas comuns para essa indagação está a justificativa de que a área não gera *alpha*, nem traz clientes ou talentos, portanto todo o resto se torna pouco relevante, certo? Errado, muito errado em nossa visão.

A relevância de uma pessoa de confiança cuidando da retaguarda da empresa reflete muito além da sua própria área. Além de permitir que o tempo dos analistas/gestores seja gasto onde eles mais agregam, também blinda os clientes do risco de descumprimento do mandato (de gestão e risco) do fundo, além de se certificar que a empresa esteja enquadrada nas mais atualizadas discussões e normas do mercado, gerando *inputs* relevantes para o aperfeiçoamento dos fundos e das possibilidades de gestão.

Talvez, o impacto não seja diretamente a gestão, mas ele existe. Construir um negócio leva anos, mas destruí-lo pode levar apenas dias. A atenção devida ao tema controles é presente na Athena, assim como o alinhamento dessa figura é principalmente com a segurança e a perpetuidade da casa, não com a performance do fundo.

## **Alinhamento Athena-Equipe**

Como abordado na parte sobre o alinhamento desta carta, a proposta de ser uma gestora monoestratégia, o que, em nossa opinião, gera maior alinhamento com nossos cotistas, também potencialmente expõe a empresa a flutuações de patrimônio mais elevadas.

**O histórico do mercado de gestoras de ações do Brasil evidencia um elevado índice de mortalidade, também afastando muitas pessoas que priorizam sua segurança patrimonial acima de outras ambições.**

Tal efeito é acentuado pela nossa exigência de que os sócios também invistam parte relevante do seu patrimônio no fundo e não possam ter sociedade em outras empresas, concentrando o seu risco associado ao fundo.

Apesar de compreendermos tais receios, não buscamos sócios com tal raciocínio. Se a pessoa não confia em investir seus recursos em empresas brasileiras, logicamente não faz sentido ela ter a atribuição de alocar recursos dos nossos clientes nesse mercado. Acreditamos que os receios com o país e a aversão a perdas deveriam levar a uma abordagem conservadora na escolha de ativos e à projeção de cenários, que é o que moldou a nossa filosofia de investimentos.

**Poucas coisas são piores para o alinhamento do que deixar alguém tomar risco com o patrimônio dos outros sem consequência ao seu próprio. Não abrimos mão desse alinhamento via *skin in the game*.**

Outro aspecto crucial é priorizarmos a manutenção do perfil de gestão em detrimento ao *Asset Under Management* da gestora. Por este motivo, estimamos um *capacity* abaixo de boa parte do mercado. Essa escolha leva a gestora a depender mais da taxa de performance, o que também é uma opção que afasta pessoas menos dispostas a tomarem risco junto com os cotistas.

Se de um lado tais demandas afastam um número razoável de profissionais, elas garantem que os novos sócios tenham a personalidade que casa com os nossos valores e perfil de gestão. Temos orgulho de sermos menos ligados a ciclos econômicos e que o nosso destaque em relação à indústria costuma ocorrer nas janelas de mercados mais difíceis e não em momentos de grande euforia.

Embora enfatizemos que os pilares não serão modificados, mantemos nossa postura de abertura para discussões, com intuito de aprimorar o modelo de *partnership* e do funcionamento da empresa. **Diversas mudanças ocorreram e continuarão a acontecer, conforme necessário, para o benefício da sociedade (e não do indivíduo), desde que não comprometam os pilares previamente mencionados.**

## Novas Gerações e Cultura de Dono

Ser “criado” na cultura do mercado financeiro do final da década de 90 - início dos anos 2000 - nos ajudou a solidificar certas visões e objetivos empresariais, como por exemplo o mencionado acima. No entanto, é indiscutível que as gerações mais novas enxergam o mundo profissional de forma bem diferente, algo válido também para objetivos pessoais. Prezar mais por qualidade de vida ainda numa idade muito nova e a preocupação por remuneração de mais curto prazo são, de forma generalista, duas das várias mudanças que merecem menção. Existem exceções à regra, é claro, mas numa figura mais ampla, as mudanças nos parecem bem claras.

Mencionamos isso por percebermos, após todo esse tempo de casa, que o que acreditamos ser um motivador relevante tem, na prática, se provado algo quase indiferente para parte das pessoas. Pensar tão longo prazo, o que para uns é quase como beber água, para outros é impensável. As tentações são muitas, principalmente em períodos de mercado aquecido.

Não queremos renunciar a termos na Athena, majoritariamente (ou exclusivamente, num mundo ideal), pessoas que pensem e ajam como “donos”. Encontrar, no entanto, um alinhamento que não nos impeça de alcançar esse objetivo, mas que atenda a certos anseios menos longo prazistas, é algo que temos trabalhado muito nos últimos semestres, implementando as alterações necessárias para tal. O que não faremos, no entanto, são ajustes que alterem a essência do que julgamos ser o alinhamento e motivação do profissional que procuramos.

A expressão “cultura de dono” virou quase um clichê, por vezes monótono até de se repetir, mas não queríamos deixar de ressaltar o que queremos dizer com isso e como esse pilar é relevante para a perpetuidade do negócio.

Por ser uma indústria ainda nova no Brasil, são poucos os exemplos de *assets* que conseguiram passar/incorporar gerações sem alta mudança de qualidade de desempenho. De certa forma é até natural, em se tratando de um dos segmentos da economia onde o capital humano mais relevância tem. No entanto, também atribuímos essa dificuldade ao alinhamento muitas vezes mais inclinado para os próximos 2 a 3 anos da empresa, e pouco para os próximos 10 a 20 anos.

Há uma diferença enorme entre o profissional que, por mais que queira que a empresa vá bem, está mais preocupado com seus próximos anos e o profissional que quer “mandar” na empresa, no bom sentido da palavra. O primeiro foca mais no seu próprio desempenho, aceitando eventuais coisas erradas que vê no resto da empresa. Para quê “comprar” brigas sem se ver na empresa no futuro? Melhor defender só o seu... O segundo, bem diferente, sabe que tem que entregar resultado para crescer e ajudar a empresa, mas entende que, no longo prazo, sem o resto do time engajado e performando, ele será afetado.

Esses profissionais são importantes para criar um ambiente em que a busca por excelência é uma exigência de todos e não de uma ou duas pessoas no topo da hierarquia. Isso é essencial para que a cultura seja transmitida quase que por osmose e não como uma imposição de alguma pessoa. Só assim é possível fazer com que um grupo de indivíduos vire, de fato, uma equipe.

## Comunicação

Pela decisão citada acima, de não priorizar o tamanho de *AUM*, nosso *approach* comercial sempre foi o de ter relacionamento com menos *players*, focando em qualidade e dando a eles atendimento exclusivo e com grande transparência. Nossa visão, após passar por alguns ciclos do mercado nos últimos anos, segue a mesma. O que mudou bastante, na última década, foram as possibilidades de comunicação. As mídias sociais, em especial, ganharam muito destaque no nosso meio, além de *podcasts* e afins.

Esse alcance, se bem utilizado, facilitaria quem nos acompanha a entender melhor como pensamos e agimos. Temos, todavia, uma preocupação grande com o conteúdo que geramos, tanto o tópico, quanto a qualidade. O excesso de conteúdo te leva naturalmente a comentar temas mais “banais”, que pouco agregam para o perfil do cliente que desejamos, ainda que possa ser ótimo para quem gosta de notícias marginais do dia a dia.

Além disso, para se criar qualidade, toma-se tempo da equipe que está estudando empresas para gerar retornos aos nossos investidores, nosso maior objetivo e certamente o que os clientes mais almejam. Como abordado em outra parte da carta, optamos por não ter uma equipe com muitos integrantes, pelas razões previamente mencionadas.

Temos evoluído para aperfeiçoar como usamos as maiores oportunidades de comunicação, mas certamente não seremos uma casa que se destaca pela frequência de conteúdos gerados. Essa é uma opção de foco, a qual entendemos realmente agregar para os clientes, ainda que não sejam coisas excludentes entre elas (por isso, a discussão do ponto).

## Investimentos

No que tange nossa forma de olhar investimentos, sob o risco de nos tornarmos repetitivos aos que nos acompanham há tempos, sugerimos a leitura da nossa primeira carta “Prazer, Athena Capital ([Carta 1](#))”. Nossas cartas subsequentes, ainda que tratando de temas mais específicos, também ilustram bem a ótica de gestão do fundo.

Nos mantemos fiéis ao foco em qualidade do negócio, alto alinhamento, pessoas qualificadas, empresas com potencial de alocação de capital a *ROICs* marginais elevados e, de preferência, margens operacionais ainda distantes do estágio maduro. Uma vez esses e outros crivos essenciais sendo preenchidos, o *valuation* entra no jogo.

Como enfatizamos bastante, em janelas em que o mercado passava por expressivos *re-ratings* ou estava excessivamente focado em alguma temática (como durante a janela da pandemia), não deixamos ou deixaremos de ser exigentes com o retorno mínimo esperado para investirmos em empresas. Obviamente, ajustando a forma de olhar para a característica de cada negócio.

O fato do lado qualitativo ser o mais relevante não pode ser confundido com a importância da margem de segurança. Ela foi e continuará presente como peça relevante em nosso processo decisório, mas usado como referência e não como uma ciência exata. **Esse processo tem se aprofundado com o tempo, com cada vez menos discussões marginais sobre nuances menores, como discutir pequenas diferenças no lucro ou múltiplo justo projetado anos para frente, entre vários outros pontos.**

## Valuation é referência. O foco é no negócio e pessoas.

Diríamos que o que mais ganhou peso em nossos estudos e processo decisório é o tempo e relevância dedicados ao capital humano e o seu alinhamento. Em janelas curtas ou até médias de tempo, a qualidade e a posição competitiva do negócio se sobrepõe a isso.

No longo prazo, o capital humano é o que mais pesa. Termos sentido isso “na pele” em algumas ocasiões, aliado ao tempo que gastamos estudando mais sobre o assunto (principalmente, em empresas mais longevas no exterior), fez com que obter conforto nesse tópico tenha se tornado mais importante do que previamente.

Outro ponto do processo que foi sendo aperfeiçoado é a compreensão acerca de como tem se tornado



mais simples ocorrer disrupção em certos negócios. Com o avanço tecnológico, hoje, na média, é mais fácil alterar significativamente o *economics* (aparentemente, blindados) de alguns negócios.

Entender isso com propriedade passa longe de ser uma reflexão rápida e é algo relevante para quem tem horizonte de longo prazo, como é nosso caso.

Costumamos dizer que o nosso aprendizado precisa ser eterno. Os ajustes permanecerão sendo feitos e os erros cometidos (parte inevitável) continuarão nos trazendo lições de como nos aprimorarmos. Dito isso, nossa essência de investidor é a mesma desde o início da casa: empresas excepcionais, capazes de ser lucrativas sem ajuda do cenário e adquiridas a preços que deixam uma boa margem de segurança.

Levamos muito a sério o mandato que vendemos a nossos clientes, independente dos ciclos econômicos e momentos do mercado. Sem isso, a confiança desaparece, mesmo que a cota se valorize. Se um dia, porventura, acharmos que o perfil da gestão do fundo deva mudar, certamente isso será discutido com os que nos acompanham.

## CONSIDERAÇÕES

Abrir tão francamente os erros e os aprendizados é algo bastante raro no nosso meio, uma das razões que nos fez optar por esse tema. Assim como tantas outras decisões da Athena, ela foi tomada pensando no que gostaríamos de ver dos profissionais encarregados do nosso patrimônio, e não pensando empresarialmente em utilizar esse espaço como ferramenta comercial ou publicitária.

Normalmente, uma carta de 10 anos seria dedicada a frisar as qualidades do fundo, o *alpha* sobre o Ibovespa ou o desempenho recente. Porém, preferimos abrir detalhes dos bastidores e outras informações que não são de fácil acesso, como é a cota do fundo. Essa é a nossa visão de transparência e dever com os nossos cotistas.

A Athena é um projeto de vida e temos um orgulho enorme do que construímos até aqui: relações criadas pelos sócios de longa data, pessoas que ajudamos a moldar (incluindo os que deixaram a empresa), a parceria dos muitos clientes ao longo dos anos, a proximidade com pessoas excepcionais das empresas em que investimos e dos muitos, mas muitos aprendizados.

Satisfeitos? Muito longe disso.

A procura pela evolução é constante e crescente. A humildade intelectual, em especial dos mais seniores, necessária para reconhecer que não sabemos de todas as coisas, é primordial. O espírito precisa ser de empreendedorismo e aprendizado recorrente. No dia que esse desejo não for o mesmo, o certo a fazer será retornar o capital aos clientes.

Entendemos que certas coisas não podem ser escritas em pedra. As ideias evoluem, conceitos mudam, evoluções e ajustes se fazem necessários.

Errando ou acertando, sempre buscaremos o que for melhor para a trajetória de longo prazo da Athena e seus clientes. Perseguiremos esse objetivo em toda oportunidade que nos for dada. Daremos, no entanto, pouco peso a efeitos mais curtoprazistas. Esse, dentre todos, é o erro que mais evitaremos cometer.