

Não são só os 200 centavos

“Maybe the most important thing is to shake off this erroneous notion that life is there and you are just going to live in it versus embrace it, change it, improve it and make your mark upon it.”¹

Steve Jobs

Parte I

“Você não acha que a Stone deveria comprar a Linx?”. Esta mensagem foi enviada por um de nossos sócios, no dia 15 de junho de 2020, em conversa com um grande amigo e investidor. O assunto já havia sido amplamente debatido dentro da Alpha Key, principalmente quando éramos acionistas de Linx em 2019. No entanto, não achávamos naquele momento que a relação entre risco e retorno do investimento parecia compensar por alguns motivos: (i) a divisão de pagamentos (Linxpay), amplamente divulgada e propagandeada pela empresa no final de 2018 estava decepcionando (a ponto de mal ser discutida no aumento de capital de junho de 2019); (ii) o segmento *core* não vinha apresentando um bom desempenho e (iii) tínhamos a impressão que o ambiente competitivo, tanto em *software* como em pagamentos, estava ficando cada vez mais difícil e complexo, com uma demanda maior de capital, margens menores e dificuldades em relação à integração de *omnicanalidade*. Além disso o múltiplo implícito nas ações da Linx não era baixo vis-à-vis aos riscos inerentes, assim sendo optamos por desinvestir em maio de 2019 mesmo imaginando que ela poderia ser alvo de uma eventual aquisição onde a Stone despontava como forte candidata.

Essa percepção de que a Linx poderia ser adquirida ainda estava tão presente em nossa tese que, ao saber que os resultados do segundo trimestre de 2020 tinham sido postergados, decidimos comprar ações da empresa. Adiamentos sem a devida

1- Tradução livre: “Talvez a coisa mais importante seja sacudir essa ideia errada de que a vida está ali e você vai apenas viver nela, em vez de abraçá-la, mudá-la, melhorá-la, deixar sua marca.” <https://www.youtube.com/watch?v=kYfNvmF0Bqw>

comunicação não são comuns, ainda mais em empresas sem histórico de atraso e com balanços relativamente simples, diferente das estatais, *holdings*, empresas sob investigação ou recuperação judicial. Ao longo da tarde do dia 11 de agosto de 2020 a Linx veio a público “informar aos seus acionistas e ao mercado em geral que está em tratativas finais visando uma possível combinação de negócios com a StoneCo Ltd., por intermédio da sua controlada brasileira STNE Participações S.A.” e, posteriormente, detalhou a proposta de combinação, que consistia numa oferta 90% em dinheiro e o restante em ações da Stone, oferecendo um ágio de 26% em relação ao fechamento do dia anterior. Na manhã que antecedeu os Fatos Relevantes não conseguimos comprar muito, mas capturamos um ganho intradiário e raro de 20% para os nossos investidores.

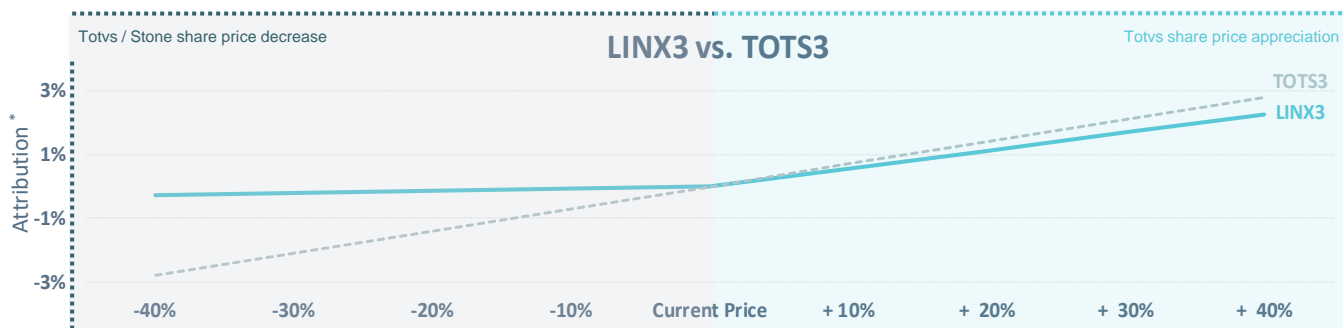
Como de costume, nos debruçamos sobre as 78 páginas dos termos da transação proposta para entender os detalhes e, de cara, encontramos alguns pontos que chamaram nossa atenção em relação à governança corporativa, um dos nossos pilares na construção de uma tese. Em mensagens trocadas no mesmo dia, discutimos sobre (i) os valores a serem pagos para a maioria dos conselheiros por meio de um acordo de não-competição; (ii) a multa elevada em caso de quebra do acordo que indicava a existência de potenciais interessados e seria aplicada mesmo se a Assembleia Geral de acionistas declinasse a proposta e (iii) uma estrutura de incorporação que se assemelhava a uma Oferta Pública de Ações, mas sem os contratempos desse tipo de operação. Coincidentemente, gestoras renomadas vieram a público e demonstraram preocupações semelhantes, somando-se o fato que a Linx é listada no Novo Mercado, um conjunto de regras da B3 que visa garantir tratamento isonômico a todos os acionistas.

Enquanto estudávamos a operação fomos positivamente surpreendidos no dia 14 de agosto de 2020 quando soubemos, através de um Fato Relevante, que a Totvs havia entrado na disputa. Éramos (e somos) investidores de Totvs desde o início do fundo e, de maneira sincera, não vislumbrávamos que ela poderia ser uma das interessadas pelos ativos da Linx. Para nós, os candidatos naturais seriam Stone, Itaú, Cielo ou algum grande *marketplace* (nessa ordem). A proposta feita pela Totvs consistia em uma parcela em ações,

equivalente a 83% do valor, e o restante em dinheiro. Num primeiro momento, esta oferta concorrente não parecia ser superior à feita pela Stone, no entanto, como grande parte do pagamento seria feito com ações, o montante final poderia se tornar bem mais competitivo caso o preço das ações da Totvs subisse. Por outro lado, 90% da proposta da Stone seria paga em dinheiro, num valor previamente fixado e aceito pelo conselho. Além disso, tanto Stone quanto Totvs poderiam elevar suas propostas a qualquer momento e não descartávamos que, eventualmente, outras empresas poderiam entrar na disputa.

No dia em que as companhias anunciaram a incorporação, o valor de mercado da Stone aumentou em R\$7,5 bilhões, ou seja, os investidores acreditavam que a combinação dos negócios geraria um NPV (*Net Present Value*) acima do *market cap* da própria Linx (em torno de R\$6,5 bilhões). Adicionalmente, o valor de mercado da adquirente era 14 vezes maior do que a da adquirida e ficamos com a impressão de que a Stone estaria disposta a brigar para garantir o ativo (e a valorização que se deu após o anúncio) se um terceiro entrasse na disputa ou caso a proposta da Totvs se tornasse mais atrativa (tanto pela valorização da ação como por uma melhora dos termos). Nesse momento, nos vimos diante de uma situação muito assimétrica, que consistia na troca de toda nossa posição por Linx. Ao fazer isso, continuaríamos expostos aos fundamentos da Totvs, nossa tese inicial, pois se esta continuasse se valorizando (foi de R\$12 para R\$28 desde que investimos), sua proposta automaticamente ficaria mais vantajosa e capturaríamos uma valorização em LINX3 semelhante à dos investidores de Totvs. Além disso, caso as ações da Totvs caíssem por qualquer motivo (resultados, mercado externo, ruídos políticos, eleição norte-americana, pandemia ou por uma agressividade desmedida em uma nova proposta) teríamos um colchão bem razoável – a proposta da Stone –, que mexeria muito pouco em uma queda dos mercados por ser 90% em dinheiro. Para finalizar, seríamos beneficiados na hipótese de Stone, Totvs ou alguma outra empresa que ainda não havia se manifestado optasse por uma franca guerra de preços (*bidding war*), semelhante aos casos de GVT e Eletropaulo. Parecia uma relação entre risco e retorno muito favorável, em que continuaríamos expostos aos fundamentos de Totvs, com menos risco (piso da proposta da

Stone) somado à opcionalidade do *bidding war*. No entanto, para podermos fazer uma alteração dessa magnitude no portfólio, já que Totvs era uma posição importante, tínhamos que esmiuçar ainda mais os detalhes das duas propostas para entender os riscos. E foi justamente aí que as coisas ficaram interessantes.



* assuming a 7% exposure

Nossa estranheza inicial relacionada às boas práticas de governança foi se confirmando à medida que nos aprofundávamos nas análises. No arquivo anexo, listamos o vasto material construído ao longo dessa jornada que se iniciou com uma simples tese de investimento, mas que acabou se tornando uma cruzada que envolveu *ESG*, renomados escritórios de advocacia, pareceres jurídicos, mais de 100 horas de *calls*, múltiplos reveses e outros detalhes que explicaremos a seguir.

Parte II

No dia 14 de agosto, 3 dias após trazer a público o Fato Relevante sobre a proposta de incorporação pela Stone, a Linx protocolou na CVM uma sutil alteração em seu Formulário de Referência, trocando o termo “Controladores” para “Fundadores” ao se referir aos três maiores acionistas e conselheiros² da empresa. A mudança que passou despercebida pela maioria dos investidores chamou nossa atenção, pois parte das críticas dos minoritários era justamente sobre o acordo de não competição, pelo qual esses conselheiros receberiam o montante de R\$225 milhões. Como tais membros do conselho foram cruciais na aceitação da proposta, era difícil não vislumbrar que esse acordo se assemelhava a algum tipo de prêmio de controle. Se desde a criação do Acordo de Acionistas, datado de dezembro de 2012 (informação que passou a constar no Formulário de Referência da Companhia junto à CVM desde maio de 2016) este grupo de executivos se autointitulava “Controladores”, por que justamente agora o termo havia sido alterado?

Além desta mudança, que julgamos no mínimo estranha, listamos abaixo outros pontos críticos da nossa tese:

Falta de isonomia

De acordo com o Anexo I da Ata da Reunião do Conselho de Administração da Linx realizada em 10 de agosto de 2020 às 14h, enquanto já estava em curso a Reunião Ordinária, foi convocada nova reunião para discutir e deliberar a respeito de uma proposta da STNE Participações S.A. recebida pelo CEO Alberto Menache. O documento também ressalta que a proposta, cujos termos finais foram definidos em 10 de agosto, deveria ser aceita pela Companhia antes da divulgação dos resultados do 2º trimestre, razão pela qual se fazia necessária a deliberação urgente do tema, sob pena de ser retirada pelo proponente.

Os dois conselheiros independentes da Linx tiveram somente três horas para avaliar a proposta da Stone. Adicionalmente, o Sr. Menache não mencionou aos conselheiros

2- Fonte CVM - <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>

que outro concorrente teria a intenção de apresentar uma proposta. No dia 21 de setembro de 2020, por meio de comunicado ao mercado, a Totvs anunciou que os conselheiros independentes informaram que não iriam firmar o protocolo e justificção da Operação Totvs por entenderem “que a assinatura do referido Protocolo, mera proposta e recomendação dos administradores signatários a ser submetida aos acionistas das respectivas companhias, feriria o acordo de associação celebrado entre a Linx e Stone.”

Non-Compete

Nesse curto período de três horas, os conselheiros independentes aceitaram um generoso acordo de não competição para os acionistas fundadores (controladores?), cuja remuneração era bastante expressiva se comparada ao valor da operação e, se considerada em conjunto com o montante recebido pelas ações de sua titularidade, representava um prêmio médio de aproximadamente 25% em relação ao que fora ofertado aos demais acionistas não controladores. Observamos que este montante representa um prêmio similar ao observado em outras transações ou em empresas do Nível 1 de governança da B3, que dão aos acionistas minoritários 80% de *tag along* em relação ao preço pago aos controladores, enquanto a Linx, por estar listada no Novo Mercado, deveria cumprir a exigência de concessão de *tag along* de 100%.

Multa

Mesmo estando em curso interações com um segundo interessado (Totvs), os administradores pactuaram uma multa que nos pareceu elevada, originalmente no valor integral de R\$605 milhões (ou 5 vezes a geração de caixa da companhia³), posteriormente reduzido para cerca de R\$454 milhões. Na proposta original, havia também um outro tipo de penalização de caráter coercitivo caso a Assembleia de Acionistas simplesmente reprovasse a operação (atitude publicamente criticada pela B3 e posteriormente retirada pela Stone). Registre-se também que a multa compensatória, individualmente considerada, é instrumento amplamente utilizado em operações de fusões de aquisições, especialmente

3- Baseado no fluxo de caixa gerado pelas atividades operacionais para 9 meses de 2020 anualizado

quando envolve companhias abertas. Analisada a operação como um todo, a real finalidade da referida multa (tendo sido aprovada em apenas três horas) parecia ser a de constranger os acionistas a aprovar a operação com a Stone e impedir ou desincentivar o recebimento e análise de propostas concorrentes.

Incorporação

O modelo escolhido assemelha-se, em nossa opinião, mais a uma OPA (Oferta Pública de Ações) do que propriamente a uma incorporação padrão, pelos simples fatos de (i) oferecerem 90% em dinheiro e 10% em ações (uma OPA seria 100% em dinheiro), (ii) sendo que essa parcela menor não seria quitada por meio de emissão de novas ações da Stone, mas sim com ações emitidas anteriormente. Em outras palavras, caso a ofertante optasse por pagar 99,9% em dinheiro e 0,1% em ações quaisquer compradas em mercado secundário, esta poderia se eximir da realização da OPA e seguir nesse modelo de “incorporação”. Se a Stone optasse por uma OPA, ela não só deveria fazer o desembolso de caixa antes da aprovação dos reguladores, como também, e principalmente, iria incorrer no risco de uma proposta concorrente, dado que o leilão de OPA é aberto a interferências.

Vale contudo frisar a essência da nossa crítica: acreditamos que os moldes da operação privaram o minoritário de uma oferta concorrente ao mesmo tempo em que garantiam aos fundadores (controladores?) um generoso prêmio de controle, chamado de “Acordo de Não-competição” inextensível aos demais.

Além da assimetria do investimento descrito acima, estávamos agora diante de outra situação: em função da convivência e desorganização dos acionistas minoritários (compreensível por se tratar de uma empresa de controle pulverizado), questionávamos se poderíamos liderar um esforço perante outros acionistas com o objetivo de exercer algum tipo de influência no desfecho da operação. Além da possibilidade do ganho financeiro com uma eventual melhora nos termos, tínhamos (e ainda temos) uma enorme preocupação com o precedente que as críticas acima poderiam criar para posteriores aquisições no mercado brasileiro. Desta forma, entendemos que nossa atitude poderia conciliar um aumento na probabilidade de sucesso do nosso investimento a um fortalecimento relevante no ambiente

de fusões e aquisições e de governança corporativa das empresas listadas (essência da letra G da sigla *ESG*, tão em moda nos tempos atuais).

Depois de mapear os riscos e oportunidades, migramos integralmente nossa posição de TOTS3 para LINX3, mas dado o tamanho do nosso fundo, da nossa disciplina de controle de riscos e política de investimentos, acabamos apenas com 2% das ações ordinárias da Linx S.A. Em nosso entendimento, esta quantia sozinha não faria verão e resolvemos contatar o restante da base acionária. A linha de argumentação foi bem aceita em nossos primeiros contatos e imaginamos que a tarefa não seria tão difícil em razão da consistência da tese. Dentre as conversas que tivemos, interagimos com *assets* independentes, gestoras de grandes bancos nacionais e internacionais, investidores europeus e americanos, *hedge funds* globais e locais e alguns fundos latino-americanos. Em todas as conversas, sem qualquer exceção, nossos argumentos foram bem recebidos, não foram refutados e todos demonstraram interesse em dar continuidade às conversas. No entanto, à medida que o tempo foi passando percebemos que a jornada ainda seria longa.

Nosso sentimento na época resumia-se numa mistura de Phil Knight no início da *Blue Ribbon*⁴ e Roy Kroc e as máquinas de *milkshake*⁵: frustrações seguidas de frustrações. As justificativas eram as mais variadas: “Quando tiver mais gente, contem comigo”, “A Stone é grande demais”, “Os pontos são válidos, mas é causa perdida”, “Queria entrar, mas não posso passar a sensação para meu investidor que sou ativista”, “Eu toparia, mas infelizmente meu jurídico não permite”, “Preciso da aprovação da matriz e isso vai demorar”, entre diversas outras. Um dos casos mais emblemáticos foi o de uma renomada gestora nacional e acionista de Linx desde antes do anúncio da operação, que captou dinheiro dizendo observar políticas de *ESG*, mas optou por ficar de fora alegando que “mesmo concordando com os tópicos, não queria aparecer na capa do jornal enfrentando um grupo grande”.

4- KNIGHT, Phil. A Marca da Vitória - A Autobiografia do Criador da Nike. Editora Sextante, 2016 (título original: Shoe Dog, a Memoir by the Creator of Nike)

5- KROC, Ray. Fome De Poder - A Verdadeira História Do Fundador Do Mcdonald's, editora Figurati, 2018 (título original Grinding it out: the making of McDonald's)

Mesmo após contatar boa parte da base acionária da Linx e ainda sem qualquer sinalização firme dos investidores, demos continuidade aos estudos e iniciamos as tratativas com grandes escritórios de advocacia para que nos representassem perante à CVM. Munidos de uma participação de apenas 2% do capital social, estávamos dispostos a seguir adiante, pois queríamos entender os precedentes potencialmente abertos e quais seriam as justificativas formais para os questionamentos que levantamos, além da opcionalidade de qualquer melhoria nos termos.

No mercado financeiro, as coisas geralmente mudam rápido e nesse caso não foi diferente. Depois de 3 longos meses e mais de 50 reuniões em que tudo parecia perdido, fomos de 2% para 13% do capital social da Linx em menos de uma semana, com a adesão de mais 4 gestoras independentes e um renomado banco internacional. Agora de fato tínhamos um bloco com tamanho similar ao dos fundadores e poderíamos mostrar para o órgão regulador que a insatisfação partia de um grupo com participação acionária relevante. Ademais, tivemos outra surpresa quando a área técnica da CVM emitiu um parecer recomendando ao colegiado da autarquia impedir que os três fundadores participassem da assembleia que apreciaria a operação em face dos conflitos de interesse. Outro ponto positivo: uma das principais agências internacionais de governança (ISS)⁶ recomendou que os acionistas de Linx rejeitassem a operação. Essa maré de sorte nos colocava de volta no jogo: bloco de 13% de uma empresa com capital pulverizado, acionistas cujo patrimônio sob gestão somava aproximadamente R\$30 bilhões, fundadores momentaneamente impedidos de votar, parecer da ISS, linha de argumentação refinada e uma estratégia muito bem construída pelos advogados.

Nesse momento, a oferta concorrente da Totvs não tinha validade formal, pois a Linx possui também ações listadas na NYSE e qualquer intenção de incorporação de uma empresa negociada em bolsas norte-americanas requer uma aprovação prévia da SEC (*Securities Exchange Commission*, órgão equivalente à CVM). A Totvs já havia entrado com o pedido para a obtenção deste registro (formulário chamado F-4), no entanto o prazo fornecido pelo regulador era extenso e isso serviu de argumento para os conselheiros da Linx: “Vamos

6- <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2020/11/epoca-negocios-consultoria-iss-nao-recomenda-negocio-entre-linx-e-stoneco.html>

apreciar Stone primeiro e caso negado, lidaremos com a proposta da Totvs”. A preferência na apreciação da proposta da Stone nos dava ainda mais indícios que talvez o objetivo do conselho era ter acesso ao polpudo acordo de não competição, visto que a Totvs não viu necessidade de oferecer um pacote semelhante.

Entendemos que o melhor caminho para o minoritário seria deixar as ofertantes em pé de igualdade para que assim Totvs e Stone (ou algum terceiro) pudessem se digladiar pelo ativo. De maneira simplificada, nossa estratégia consistia em entrar com um pedido de interrupção de assembleia na CVM mostrando os pontos aqui levantados. A depender do novo prazo, os documentos da Totvs estariam prontos e, de fato, não haveria argumentação plausível para que ambas as propostas deixassem de ser avaliadas concomitantemente. Como demoramos 3 meses para montar o grupo de acionistas, tínhamos poucos dias para finalizar o pedido de interrupção e atender ao prazo estipulado pela autarquia, mas estávamos confiantes.

Investidores profissionais estão acostumados com imprevistos, mas os fatos que ocorreram no último dia nos surpreenderam. Ainda que a última versão do pedido tivesse ficado pronta na manhã do dia 5 de novembro, teríamos várias horas (prazo seria encerrado às 23h59min do mesmo dia) para coletar as assinaturas dos acionistas. Entretanto, recebemos uma ligação ao meio-dia: “Achamos o tom do pedido um pouco agressivo e não queremos ficar mal com o grupo de acionistas da Stone. Infelizmente não seguiremos adiante”. Tentamos de todas as formas, mas o investidor já estava decidido. Assim, em poucos minutos, o bloco caiu para menos de 10%. Foi um baque, mas ainda tínhamos uma participação relevante e, sem tempo para lamentos, seguimos em frente.

Eram 20h e ainda não havíamos coletado todas as assinaturas necessárias. Sem dúvida o ambiente já estava bastante tenso quando recebemos outro telefonema: “Nosso jurídico não teve tempo de olhar a fundo o pedido e não vamos entrar”. Faltando 4 horas para o prazo final, nosso bloco era novamente reduzido, agora abaixo de 5% e pior, os demais investidores ficaram preocupados com a debandada e estavam prestes a desistir. Com muito diálogo, paciência e convencimento, conseguimos manter uma participação de 4% em

um bloco com 3 gestoras e 1 banco internacional e entregamos o pedido às 21h52min. Era uma situação muito aquém daquela esperada 12 horas antes, mas pelo menos agora teríamos um posicionamento oficial do regulador.

Ao longo da semana seguinte recebemos a informação que uma das maiores gestoras do mundo (com mais de US\$500 bilhões sob gestão), conhecida pelo seu zelo e atenção aos aspectos de ESG, também havia entrado com um pedido de interrupção paralelo ao nosso, algo que poderia ser bem-visto pelos reguladores. Passamos esse período apreensivos, porém com a sensação de que fizemos o que estava em nosso alcance. O prazo limite para a manifestação da CVM seria na sexta-feira (13) e, às 21h desse mesmo dia, descobrimos que não só o nosso pedido havia sido indeferido como o colegiado (3x1) havia revertido a decisão da área técnica, dando novamente poder de voto aos fundadores. Foi um golpe duro porque tínhamos um mapeamento da base e sabíamos que, caso os conselheiros continuassem impedidos, as chances de aprovação seriam mínimas. Com a guerra quase perdida ainda tínhamos uma esperança, pois nosso mapa indicava uma votação apertada. Se 100% do nosso bloco inicial (aquele da manhã do fatídico 5 de novembro) rejeitasse a proposta, teríamos alguma chance.

No final de semana seguinte, nenhuma das empresas se manifestou e o sentimento ao longo desse período era de uma final de um campeonato de pôquer, onde claramente a Stone estava com a maior parte das fichas, além da posição de *dealer*. A assembleia estava marcada para a tarde de terça-feira e, até lá, o silêncio só aumentou. No dia da votação, às 12h40min, as ações da Linx pararam de negociar pela iminência de divulgação de Fato Relevante. Percebemos na hora que haveria alguma mudança de proposta: restava apenas saber se seria alguma postergação ou melhoria de preço. Quando o Fato Relevante foi divulgado, vimos que estávamos diante da jogada final, um *showdown* em que o oponente tinha um par de ases e que toda a história dos últimos 4 meses estava próxima do desfecho: a Stone melhorou a proposta, aumentando a parcela de caixa em R\$1,50 por ação, totalizando um acréscimo de R\$2,00 desde que demos início às conversas com os demais

acionistas⁷. Mesmo ganhando alguns pontos percentuais a mais em uma das nossas maiores posições, naquele momento entendemos que esse era o montante suficiente para convencer o quórum remanescente. Quando a votação da assembleia foi aberta, observamos que os 200 centavos adicionais foram suficientes para converter quase todo nosso bloco inicial e assegurar 97,4 milhões de votos a favor (apenas 10,4 milhões a mais do que necessário). Do total de votos favoráveis, 26 milhões vieram dos fundadores e 20 milhões das gestoras que estavam conosco na manhã do dia 5 de novembro.

Mesmo não contentes com o desfecho, entendemos que, assim como o Apóstolo Paulo, na Segunda Carta a Timóteo, “combatemos o bom combate e terminamos a corrida”. **Fomos muito além do que é esperado, tivemos algumas vitórias (redução da multa e melhora no preço) e tentamos a todo custo mudar o desfecho de uma operação que não estava, em nossa humilde opinião, alinhada às melhores práticas da boa governança corporativa.** Frisa-se aqui que nunca tivemos preferência pela oferta A ou B, estávamos apenas empenhados a ajudar o conselho a criar um ambiente em que os acionistas minoritários pudessem assistir a uma legítima disputa pelo ativo. Acreditamos que, se as ofertas fossem avaliadas de forma simultânea, o preço final do ativo poderia ser ainda maior, aumentando o retorno potencial para nossos investidores.

Por mais que tenhamos discordâncias, respeitamos integralmente a decisão de todos os envolvidos: Stone, CVM, Totvs, minoritários e temos consciência que estavam agindo no melhor interesse de seus *stakeholders*. Obtivemos bons resultados para nossos investidores através de um risco que parecia razoável de se correr, algo que sempre tentamos e tentaremos fazer na Alpha Key: pouco para perder e, às vezes, muito para ganhar. Mesmo com um impacto financeiro positivo, embora aquém do possível, tivemos um grande aprendizado com o processo e toda a dedicação envolvida.

7- Aumentos concedidos pela Stone: 01/09/20 R\$ 1,17; 29/10/20 R\$ 0,50 e 17/11/20 R\$ 1,50

Carta anual

Março 2021



Vale ressaltar também que fomos expostos a uma das célebres frases de Charlie Munger: “*Show Me the Incentive and I’ll Show You the Outcome*”⁸, onde vimos fundos que se dizem adeptos à filosofia *ESG* mas que, a nosso ver, abraçaram a causa pelos incentivos de curto prazo (captação e aumento das receitas de administração e performance) e não pela real crença de geração de valor sustentável ao longo do tempo. Por fim, nos comprometemos a aprofundar a atuação em diretrizes *ESG*, saindo das obviedades e superficialidades, estudando os riscos, evidências, incentivos, agentes e contrapontos com um objetivo único: evoluir como investidores através de análises próprias e bem fundamentadas, buscando sempre a melhor combinação de minimização de riscos e maximização de retornos.

Parte III (Anexos): <https://alphakey.com.br/arquivos/>

Obrigado pelo apoio e confiança de todos.

Atenciosamente,

Alpha Key Capital Management

8- Tradução livre: “Mostre-me o incentivo que eu mostro o resultado”.

