

ryo  
asset



## Carta Ryo Asset

Maio | 2022

## O Barco Incapotável

O navegador brasileiro Amyr Klink realizou a travessia do Oceano Atlântico sozinho em seu barco a remo em 1984. A escolha da rota foi parte essencial para seu êxito e foi feita de forma minuciosa levando em consideração a direção das correntes marítimas e os ventos. Assim, ele definiu como ponto de partida a cidade de Luderitz, na Namíbia e a chegada em Salvador, na Bahia, apesar de não ser o caminho mais curto para o percurso. No planejamento da embarcação e preocupado com os casos de navegadores que haviam desaparecido tentando atravessar o Oceano Atlântico anteriormente, Amyr ficou obcecado com a ideia de construir um barco a remo “incapotável”. Após várias tentativas frustradas junto com engenheiros e projetistas que apontavam a impossibilidade da tarefa e o chamavam de louco, um engenheiro o ajudou com a solução. Mas para isso tiveram que pensar de forma diferente. Se os ventos e correntes marítimas do percurso poderiam ser fortes o bastante para derrubar qualquer barco a remo, a solução jamais estaria num barco “incapotável”, mas exatamente no seu oposto. A solução seria projetar e construir um barco capaz de capotar e descapotar de forma contínua. Através de um sistema de lastros líquidos que ficavam embaixo do barco, tornou seu barco em uma espécie de joão-teimoso de madeira, capotando e descapotando da África ao Brasil<sup>1</sup>.

No extraordinário livro *Criatividade S.A.*, o autor e co-fundador da Pixar Ed Catmull cita um diretor do estúdio que usava uma analogia náutica para expor a necessidade de aceitar as características e dificuldades inerentes a um projeto criativo: “Se você está velejando pelo oceano e sua meta é evitar mau tempo e ondas, então por que está navegando?”, diz ele. “Você precisa aceitar que velejar significa que não pode controlar os elementos e que haverá dias bons e ruins, e você terá que lidar com o que vier, porque sua meta é chegar ao outro lado. Você não poderá controlar exatamente como irá fazê-lo. Esse é o jogo que decidiu participar. Se sua meta é tornar a travessia mais fácil e simples, não entre no barco.”

Essas duas passagens ligadas ao campo da navegação servem como uma referência importante sobre como enxergamos a atividade de gestão de recursos e preparamos a nossa embarcação. O mercado com seus diferentes ciclos possui diversos elementos fora do nosso controle. Estudamos e nos dedicamos a entender a fundo as empresas e ajustamos nossos processos com a experiência assim como Amyr Klink define sua rota para aumentar sua chance de sucesso e evitar trajetos mais perigosos. Mas sabemos que em uma viagem longa, tormentas e ondas fortes existirão em alguns momentos. Se o objetivo for garantir a calma a todo instante, não faz sentido realizar a travessia na busca de retornos excedentes no mercado de ações. Da mesma forma, não devemos nos estruturar como gestora na esperança de não sofrer algumas turbulências, e sim em como garantir que teremos os elementos que vão nos dar sustentação para seguir em frente mesmo nos ciclos adversos – assim como na constatação de Amyr Klink que não conseguiria ter um barco incapotável, o importante é nunca afundar, retomando o rumo de forma rápida e avançando na trajetória.

Com isso em mente, ao concebermos a Ryo Asset nos dedicamos a desenhar os fundamentos adequados para criar a resiliência necessária para uma longa história de composição de retornos.

---

<sup>1</sup> Amyr Klink conta em detalhes sobre essa travessia e os seus preparativos nos livros “Cem dias entre céu e mar” e “Não há tempo a perder”.

***“It is far easier to figure out if something is fragile than to predict the occurrence of an event that may harm it.” – Nassim Taleb***

No desenho ideal, se cria uma base de investidores que está alinhada e conhece bem os seus processos e filosofia de investimentos. No entanto, se isso já é uma grande conquista para uma gestora com diversos anos de história, para uma nova gestora esse desafio é ainda maior. Sabemos que esses relacionamentos vão se estreitando com o tempo, e à medida que a gestora for entregando retornos consistentes, esse vínculo vai sendo reforçado e tornando a aderência e confiança da base de investidores cada vez maior, o que vai se tornar no futuro um pilar essencial para a empresa.

Mas é importante ter a clareza do tempo de maturação para a solidez desse elo e não se deixar passar despercebido o maior fator de sustentação de uma nova asset que é o próprio time. Se esse time encara o projeto apenas como uma opcionalidade que justifique seu custo de oportunidade em determinado momento, o cronômetro começa a contar cedo. Dá-se início a uma busca insaciável por volumes financeiros sob gestão para maximizar a remuneração nos primeiros anos, decisões são tomadas buscando atender as demandas imediatas da equipe e o projeto fica cada vez mais suscetível a trajetórias de curto-prazo. Por outro lado, se o grupo tem confiança na capacidade de gerar resultado em conjunto e se sente parte importante do que veio construir, os objetivos se alinham, os tempos se alongam e a empresa passa a ter no seu time o seu principal investidor. Essa equipe que vai dedicar parte importante do seu tempo querendo montar algo relevante, aceitando passar por momentos desafiadores, com pouco ou muito volume de recursos sob gestão, tendo a paciência para a maturação do projeto. Assim, esse acaba sendo o verdadeiro lastro embaixo da embarcação que garante a continuidade do trajeto em mares calmos ou tempestuosos. E essa estabilidade acaba sendo o pilar fundamental para tomada de decisões com horizontes adequados seja no nível do portfólio ou no nível da gestora, o que vai ajudar tanto na composição de retornos como na formação de um passivo alinhado.

Mas como garantir esse time comprometido? Entendemos que o perfil das pessoas e a confiança mútua do grupo é essencial. Para isso, ter um grupo que já trabalha junto há muitos anos faz muita diferença. E essa permanência e retenção das pessoas vai ocorrer através do recrutamento dos perfis aderentes à cultura da empresa, assim como um ambiente que saiba incentivar e reconhecer os comportamentos adequados, mantendo a equipe motivada e alinhada. A Ryo Asset é fruto de um time experiente que já atua junto há mais de uma década fazendo a gestão de estratégias de ações long-only e long-biased que contavam com patrimônios relevantes durante todo esse tempo.

***“Play Long Term Games With Long Term People” – Naval Ravikant***  
***“All the returns in life, whether in wealth, relationships or knowledge comes from compound interest.”***

O negócio de gestão de recursos é mais do que um business de pessoas, é especialmente um business de time. Não basta ter pessoas que sejam individualmente excelentes, é importante elas saberem jogar junto e terem um alinhamento de valores. E um ponto fundamental em uma equipe é quando se consegue construir uma rede de confiança e admiração entre os membros e que eles compartilhem um objetivo comum.

Como Naval Ravikant nos lembra, temos uma situação de retornos compostos inclusive nessas relações e no funcionamento do time. Podemos listar a troca de conhecimento, o entrosamento, o entendimento das diversas características dos integrantes com seus vieses e seus pontos fortes e fracos, além da adaptação de cada um aos processos da empresa. Todos esses elementos vão se reforçando, e pequenas vantagens se acumulam até se tornarem um conjunto poderoso. Em um prazo longo, essa evolução contínua, tanto individual como do grupo é substancial. E dado o valor desse horizonte longo, importante que seja um ambiente leve com pessoas que tornam a experiência ainda melhor e duradoura.

Além desse pilar estruturante alicerçado na resiliência da equipe e visão de longo-prazo da empresa, também é fundamental o desenho dos processos de pesquisa, das decisões de investimento e da montagem de portfólio levando em conta a natureza dos ciclos, assim como os acertos e erros inerentes à atividade. Teses de investimento que enfrentam percalços e questionamentos são parte intrínseca ao processo de investimento – seremos testados em vários momentos. Mais do que simplesmente testados, descobriremos diversas vezes que algumas teses estarão erradas ou pelo menos com alguns “pontos cegos” na análise.

Nesse contexto, aprendemos ao longo de nossas carreiras que três aspectos são essenciais para tornar esse processo mais robusto: estudo e monitoramento; abertura a diferentes opiniões; e o tamanho das posições.

**Estudo e monitoramento:** O fator inicial que vai ser crucial para não só montarmos posições que busquem retornos excedentes como também conseguir sustentar essa posição mesmo em trajetórias negativas é o trabalho de análise e pesquisa sobre a empresa. Seguimos uma análise fundamentalista, no estilo “bottom-up”. Ou seja, buscamos estar bem próximos da empresa e sua cadeia de valor, conhecer os tomadores de decisões e compreender seus incentivos e motivações, avaliar o histórico de governança da empresa e sua execução, identificar as suas diferenças versus os concorrentes, entender a estrutura competitiva do setor, assim como diversos outros pontos que analisamos. Mas é importante ter claro que as teses construídas em cima dessas análises não são estáticas. As dinâmicas das empresas e setores em contínua evolução não possibilitam que fiquemos inertes mesmo quando julgamos ter uma visão assertiva sobre o futuro de determinada empresa. É importante ficarmos sempre vigilantes e monitorarmos se a tese continua avançando como esperado, e à medida que nos deparemos com novos fatos e aprendizados, ou os inevitáveis desvios ocorram, que consigamos adaptar nossa perspectiva de médio e longo-prazo para as empresas. Não basta ter uma visão da direção e caminho a ser percorrido por uma empresa, mas garantir que o veículo esteja conseguindo executar as curvas ao longo do trajeto, mesmo nos cenários mais nebulosos, e caso o percurso se altere, procurar entender quais podem ser os novos destinos da companhia.

**Abertura para diferentes opiniões:** nossa atividade ocorre na fronteira de dois aspectos que de certa forma são antagônicos. Através de estudos e análises aprofundadas, buscamos investir em ações que julgamos não estarem bem precificadas pelo mercado. Logo, o que suporta essas teses de investimentos são algumas visões divergentes do consenso do mercado e geralmente essas oportunidades só vão estar presentes porque existirão diversas dúvidas e questionamentos sobre essas teses. Em contrapartida, sabendo do grande dinamismo dessas avaliações e as diversas incertezas e erros que existem no processo de investimento, temos que garantir que temos a mente aberta para enxergar pontos de vista contrários e nos questionarmos a todo momento.



Devemos tomar cuidado para não nos enraizarmos em opiniões pré-estabelecidas. As nossas teses e opiniões divergentes são frutos não de uma visão estática pré-concebida, mas sim decorrentes da última versão de um processo de discussão e estudo contínuo aonde argumentos e contra-argumentos são expostos para contestação.

**Tamanho de posição:** Os dois primeiros pontos podem parecer requisitos suficientes para uma boa decisão de investimento, mesmo em um cenário de incerteza. Estudar muito, tentar buscar visão diferenciada, monitorar e se questionar se a tese está indo no sentido correto. Mas tão importante quanto o entendimento sobre a empresa investida, é o entendimento sobre si próprio e a psicologia envolvida no processo de investimento. Se por um lado, é necessário expressar suas melhores ideias em tamanhos grandes o suficiente para rentabilizar bem o portfólio, por outro é imprescindível calibrar as posições para que consiga manter os investimentos em momentos difíceis e compor capital ao longo dos ciclos. E as chances de sucesso nessa composição de retornos aumentam quando se evita situações de fragilidade. Assim, um mantra que temos aqui na Ryo Asset é “não se colocar em corner”. Ao se colocar em corner, a capacidade de atuar em diferentes direções fica limitada. Quando uma ação está passando por uma trajetória negativa, vão surgindo vários argumentos e hipóteses que implicariam em um cenário ainda pior para a empresa. Em alguns casos, esses momentos servem como importantes alertas sobre possíveis erros na tese de investimento, mas em vários outros casos, são ruídos que vão sendo intensificados no pior momento. Caso a posição em uma determinada ação seja grande demais, além da perda ocorrida no fundo já ser maior até aquele determinado momento, a posição remanescente também continua sendo grande e esses riscos adicionais que vão sendo temidos começam a parecer destinados a fazer o fundo sofrer ainda mais. Em momentos de estresse, os horizontes encurtam, e aumenta a chance de não conseguir absorver mais os fundamentos da empresa de forma racional. Por isso, acreditamos que as decisões que se tomam durante uma crise (seja ela macro ou advinda de cases de ações específicos) dependem muito do tamanho assumido deste risco logo antes da crise. Dessa forma, julgamos fundamental saber calibrar as posições para não se colocar em situações fragilizadas caso o mercado vá contra alguma tese de investimento que temos.

## ***“You can’t predict. You can prepare” – Howard Marks***

A diferença do tamanho “adequado” para “exagerado” vai depender de cada gestor e a forma como reage nesses momentos. Nesse processo de calibragem de posição, a experiência é uma valiosa aliada no entendimento das próprias reações e desses limites. Dessa forma, algumas características dos investimentos foram se mostrando mais úteis na decisão de dimensionar seus tamanhos para resolver o dilema de alocar de forma relevante nas melhores teses e ao mesmo tempo manter a capacidade de sustentar essas posições ao longo dos ciclos. Não nos basta olhar o retorno esperado de cada investimento. Avaliar as assimetrias do investimento aos diferentes cenários, pensar na perda possível em cenários adversos e a sensibilidade do valor da empresa a variáveis chave também é indispensável, mas ainda não suficiente no nosso processo. Com o tempo, se mostrou valioso também entender a natureza dos riscos principais da tese (risco de execução, regulatório, político, macro, commodities) assim como nossa capacidade de monitoramento desse tipo de risco ao longo do investimento. Essa junção de fatores que vai nos ajudar nos momentos de maiores questionamentos das teses a minimizar as influências emocionais do processo, nos aprofundarmos nas discussões desses riscos e tomarmos as decisões de manter, aumentar ou reduzir as

posições – e com isso buscamos atingir a composição de retornos excedentes ao longo do tempo.

## Resultados

Apesar de termos estruturado a empresa para enfrentarmos ciclos difíceis sabendo que eles ocorreriam em algum momento inevitavelmente, não imaginávamos que isso fosse ocorrer logo em nosso primeiro ano.

Para ilustrar a dificuldade do ano que passou, fizemos uma análise da performance de uma cesta ampla de 198 ações de empresas brasileiras durante o período do início dos fundos (11/maio/2021) até o final de abril de 2022. Agrupamos as ações dentro de seus respectivos setores e calculamos as variações de cada setor ponderando de forma simples (mesmo peso para cada ação dentro de um setor). Os resultados estão na tabela abaixo:

Retornos Setoriais: 11/maio/2021 - 29/abril/2022			
Commodities	10,8%	Índice SmallCap	-21,7%
Utilidades Públicas	3,0%	Telecom & Tecnologia	-21,8%
Índice Ibovespa	-12,3%	Financeiro	-24,9%
Industriais	-14,1%	Consumo & Varejo	-30,5%
Saúde	-14,5%	Imobiliário & Shoppings	-33,1%
Outros	-21,5%	Educação	-46,1%

Não é difícil notar que foi um ano terrível para as ações brasileiras de forma bem espalhada nos diversos setores. O índice Ibovespa que apesar de ter tido também um resultado ruim (queda de 12,3%), foi melhor do que a grande maioria dos setores, ficando atrás apenas dos setores de commodities e utilidades públicas. Além disso, a performance do Ibovespa divergiu bastante da performance do índice SmallCap no período, que apresentou queda de -21,7%. Dois fatores principais explicam essa grande diferença de performance entre os dois índices. O primeiro deles é o maior desconto que passou a ser exigido em ações com menor liquidez, o que fica claro pela tabela abaixo:

Volume Diário Médio Negociado da Ação	Retorno
Menor que R\$ 10 MM	-27,6%
Entre R\$ 10 MM e 50 MM	-16,7%
Entre R\$ 50 MM e 300 MM	-13,9%
Acima de R\$ 300 MM	-8,6%

O segundo fator importante foi a boa performance do setor de commodities que tem um peso expressivo no Ibovespa (acima de 30%). Apenas para efeito de comparação, se olhássemos o retorno do índice Ibovespa excluindo o setor de commodities, o resultado seria uma queda próxima de 20%.

Nesse contexto, nossos fundos também tiveram performance negativa, com resultado de -15,9% para o Ryo Selection e de -9,7% para o Ryo Long Biased. As principais contribuições negativas no período vieram de Hapvida/Intermédica, XP Inc e Natura. E as principais contribuições positivas vieram de Petrobras, Petroreconcavo e Arcos Dorados. Apesar da performance absoluta negativa, ambos os fundos ficaram no 2º quintil de performance da indústria em suas categorias, o que reforça a dificuldade que o ano apresentou para toda a indústria de gestão. Claramente estamos frustrados com a performance absoluta nessa janela, e mesmo em períodos ruins de mercado, esperamos usualmente gerar uma outperformance que não ocorreu dessa vez no Ryo Selection e foi menor do que a esperada no Ryo Long Biased. Além de erros em teses específicas, acreditamos que os fatores listados acima para diferença do Índice SmallCap versus Ibovespa também nos prejudicaram na comparação com esse último. Ainda que tenhamos gerado resultado com algumas histórias do setor de commodities, nossa carteira não tinha um peso tão grande nesse segmento quanto o Ibovespa, pois entendemos que de forma geral, os riscos inerentes ao setor não justificam posições muito concentradas. Além disso, dada a formação do Índice Ibovespa a partir dos papéis mais líquidos, é natural que nosso portfólio em geral tenha uma maior participação em ativos com liquidez intermediária quando comparado com o índice.

Ao mesmo tempo que tem um gosto amargo em um ano difícil como esse, sabemos que teremos diversos ciclos de mercado, e que se mantivermos a consistência nos bons e maus momentos, os resultados em prazos maiores serão excelentes. Se nos situarmos consistentemente nos primeiros quintis de performance em relação à indústria em prazos curtos como o que passou, estaremos entre os melhores retornos da indústria em prazos mais longos.

## Perspectivas

Os últimos doze meses foram marcados por diversos acontecimentos importantes como a extensão da pandemia com novas variantes do vírus, a deflagração de uma nova guerra na Europa entre Rússia e Ucrânia, a continuação do ciclo de alta de commodities e a elevação da inflação global, com as economias desenvolvidas mostrando seus maiores níveis de inflação em várias décadas. No lado brasileiro, também sofremos com uma inflação alta e uma elevação expressiva dos juros, além do início da flexibilização do arcabouço fiscal através da mudança no teto de gastos. Alguns desses eventos continuam a gerar incertezas e sua evolução será importante para os preços dos ativos.

Do ponto de vista global, o banco central americano após insistir no caráter transitório da inflação, passou a reconhecer sua componente mais permanente, tendo em vista um mercado de trabalho bastante apertado, e assim adotou recentemente um tom mais hawkish na sua comunicação. Essa mudança de postura vem impondo uma piora importante nas condições financeiras e tem se elevado as preocupações de que o aperto monetário necessário para controlar a inflação possa levar a uma recessão global, dada a complexidade do quadro atual.

A política de tolerância zero com a Covid na China e os recorrentes lockdowns em cidades e portos globalmente relevantes, têm sido ainda um fator inflacionário na medida em que desorganizam as cadeias de suprimento e logística em nível global. O

elevado custo econômico da abordagem Asiática tem produzido sucessivas revisões para baixo na expectativa de crescimento da economia Chinesa, com efeito colateral negativo sobre as commodities no curto prazo, neutralizando parcialmente a pressão altista gerada pela guerra entre Rússia e Ucrânia. Como evento geopolítico mais importante das últimas décadas, o conflito entre ambos os países escalou para uma abordagem do Ocidente vs Oriente ou Democracia vs Autocracia. Nesse contexto, as relações comerciais e a exposição a fornecedores e fases da cadeia global de valor têm sido revisitadas pelos blocos de países geopoliticamente antagônicos, decisão que busca garantir maior segurança de insumos e produtos de parte a parte. Essa reversão do processo de globalização e interrupção da terceirização das etapas de produção para países mais competitivos e com maiores vantagens comparativas tem como consequência uma menor eficiência econômica em nível global e uma pressão sobre a inflação nos próximos anos. Soma-se a isso a transição energética sincronizada entre os países, com a busca pela convergência para uma economia de baixo carbono.

No Brasil, assim como em outros países, a inflação mais destacada de energia e alimentos tem reduzido o poder de compra das famílias, principalmente as mais vulneráveis, ampliando a pressão política para maiores transferências de renda. Às vésperas de uma eleição presidencial, esse tema ganha ainda mais força. A complexidade, no entanto, é que os elevados déficit fiscal e dívida pública limitam a capacidade de resposta sustentável da política fiscal nestas condições. Do ponto de vista eleitoral, os dois candidatos mais bem posicionados nas pesquisas têm apontado para agendas econômicas que à primeira vista parecem antagônicas, mas que guardam algumas similaridades, a exemplo da flexibilização do arcabouço fiscal. A diferença, neste ponto, parece existir quanto ao tamanho da flexibilização, maior em uma candidatura que em outra, perspectiva importante dado que para evitar uma deterioração aguda do déficit e dívida pública, haverá compensação e elevação da carga tributária. A maior carga fiscal, por sua vez, quando mal executada, retira PIB potencial e afasta a atração de investimentos, resgatando assim o círculo vicioso negativo sobre as expectativas fiscais. Além da agenda macro, será importante acompanhar as propostas quanto à pauta microeconômica, bem como o potencial ruído político-institucional dessas candidaturas.

### ***“A vida só pode ser compreendida olhando para trás, mas só pode ser vivida olhando para frente.” – Soren Kierkegaard***

Gostaríamos de compartilhar um estudo que fizemos sobre os retornos do Ibovespa nas três últimas décadas que achamos interessante. No estudo, analisamos os retornos anuais do índice Ibovespa desde 1995 (primeiro ano após o Plano Real) até o fim do ano de 2021. Nesse período o retorno anualizado do índice foi de 12,5% ao ano. Tendo em vista esse retorno anual composto durante os 27 anos do estudo, uma pergunta interessante que se pode fazer é:

Em quantas vezes o índice ficou com um retorno dentro da faixa de 5% a 20% (ou seja, retorno médio do período com uma margem de 7,5% para cima ou para baixo)?

E em quantas vezes o retorno anual, ficou dentro da faixa de 0% a 25% (ou seja, retorno médio do período com uma margem de 12,5% para cima ou para baixo)?



As repostas dessas perguntas nos surpreenderam. A verdade é que nos 27 anos da série, o Ibovespa ficou entre 5% e 20% em apenas 3 anos, ou seja, o retorno do índice ficou fora desse intervalo em 89% das vezes. E quando aumentamos mais a faixa, o retorno anual ficou entre 0% e 25% somente 5 vezes nesse período, ou seja, o retorno ainda ficou fora desse intervalo mais de 80% das vezes! Para conseguir estabelecer uma faixa de retorno partindo do valor médio que incluísse metade dos anos, essa faixa deveria ser de -12% a + 37%, ou seja, uma incrível margem de variação de 24,5pp acima ou abaixo do retorno médio nesse período.

Retornos Anuais do Ibovespa								
1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
-1,3%	63,8%	44,8%	-33,5%	151,9%	-10,7%	-11,0%	-17,0%	97,3%
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
17,8%	27,7%	32,9%	43,6%	-41,2%	82,7%	1,0%	-18,1%	7,4%
2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,6%	2,9%	-11,9%

Esse estudo, além de chamar atenção pela baixa frequência de retornos dentro de faixas intermediárias largas, ajuda a ilustrar alguns pontos:

- A intensidade dos ciclos ao longo do tempo. Como Howard Marks costuma dizer – apesar de um pêndulo em movimento ficar em média no seu ponto central, ele fica na verdade muito pouco tempo naquele ponto médio. A mesma coisa ocorre com a performance de mercado.
- Com essa grande dispersão de retornos ano após ano, temos que ter muita cautela ao analisar resultados de curto-prazo que podem ser excepcionais ou ruins. Não se deve perder o foco do retorno composto ao longo de prazos maiores.
- Em ambientes de maior volatilidade e ciclos mais intensos, é fundamental controlar o downside, para conseguir compor bem capital em prazos mais longos.

Por um lado, esse estudo ajuda a reforçar um tema que tratamos na primeira parte dessa carta – é imprescindível conseguir entender bem os riscos não apenas do cenário, mas também das empresas estudadas, para evitar uma destruição de capital que penalize as composições de retornos em prazo mais longo. Da mesma forma, é adequado tentar diversificar os tipos de teses e diferentes fatores de risco dentro do portfólio.

Por outro lado, as performances de mercado variam de forma não linear, passando de exageros de um lado para o outro. Em momentos de euforia, quando as coisas estão indo bem, riscos são ignorados, tendências favoráveis são extrapoladas para diversos anos, premissas agressivas são adotadas, e opcionalidades passam a ser normais nas projeções (como a entrada em novos segmentos ou novas aquisições). Os múltiplos mais altos das empresas que estejam sendo bem-sucedidas viram referência para comparações relativas e o capital flui para essas outras companhias ajudando a financiar projetos de expansão mais agressivos. Nesses momentos, onde o histórico recente fica repleto de casos de ações com valorizações importantes, a pressão em cima do investidor passa a ser não deixar passar as novas oportunidades de investimento. Parece se inverter o ônus da prova: ao invés da decisão de investimento

ter que passar por um rigoroso filtro na avaliação de todos os riscos para conseguir se justificar a compra de determinado ativo – a ótica parece migrar para se buscar os cenários em que existam upsides interessantes para aquela ação. Os riscos acabam sendo negligenciados e apenas ganham destaque quando estão iminentes ou são extremamente relevantes para a tese. Não é coincidência que esses períodos costumam ter uma janela de IPOs bastante encorpada. Quando o momento positivo se dissipa, a ressaca faz os ativos passarem rapidamente pelo ponto central do pêndulo (de valuations normalizados), e o momento do ciclo em geral leva para uma mentalidade oposta. Os horizontes encurtam, busca-se evitar os erros recém-cometidos, retirar os exageros e opcionalidades das contas, e passa-se a projetar números bem mais conservadores que se justifiquem mesmo que o ambiente de negócios continue deteriorando.

Em sua busca por conforto mental após um período intenso de notícias desfavoráveis, o investidor demanda margens de segurança excessivas, exigindo um retorno mais alto para o ativo assim como em geral, acaba perpetuando os efeitos negativos de menor crescimento e/ou rentabilidade do cenário recente.

Após a grande correção desse último ano, achamos que as ações brasileiras estão se aproximando desses momentos mais exagerados de desânimo do ciclo de investimento. Os eventos recentes que tratamos no cenário macro trouxeram diversos choques para a economia e para as empresas.

As empresas de forma geral têm sofrido uma grande pressão de custos que associada a um baixo crescimento da economia e a um cenário de aperto de juros, tem gerado dificuldade na velocidade de repasse de preços para os clientes. Como consequência, muitas empresas têm reportado uma combinação de receitas mais fracas (em termos reais) e/ou margens mais apertadas, implicando em resultados razoavelmente abaixo do que seria esperado há um ano. Essa revisão baixista dos números vai sendo incorporada nos modelos e reduz o valor estimado para os ativos. No entanto, há de se tomar cuidado que muitas vezes essas desacelerações conjunturais acabam levando também a uma revisão do ritmo de crescimento esperado para os diversos anos seguintes. Além disso, pressões de margens acabam sendo perpetuadas em alguma magnitude para o futuro.

Apesar da relevância dos ciclos para esses fatores transitórios e a predisposição dos investidores em demandar múltiplos mais baixos mesmo com premissas mais conservadoras, devemos manter a diligência para conseguirmos diferenciar o estrutural do cíclico.

Diversos motivos podem explicar o nível de margem estrutural de uma empresa ou setor da economia. Mas um choque de custos comum ao setor que ocorreu há muitos anos não deve ser a explicação para o nível de margem de determinada empresa. Isso porque apesar desses choques disseminados numa indústria afetarem as margens e a dinâmica do negócio durante um período de transição, no médio e longo-prazo a rentabilidade de uma empresa dentro do setor é definida pela estrutura competitiva desse mercado. Sendo assim, temos que estar atentos para não perpetuarmos alguns desses choques para as margens futuras. Nessa dinâmica, cabe a nós sabermos separar também o joio do trigo. Em alguns casos, poderemos ter custos específicos que não sejam comuns a todos participantes da indústria, ou ao menos não na mesma proporção, e isso pode deslocar a competitividade de uma empresa frente aos seus concorrentes. Empresas alavancadas podem não conseguir absorver esse choque no

tempo necessário, não tendo o capital mínimo para suportar os investimentos que mantenham sua competitividade versus concorrentes ou precisando se capitalizar a preços muito baixos.

Outro ponto importante para observarmos é que em momentos de estresse, conseguimos aprimorar nossa leitura da qualidade do negócio ou gestão da empresa. Às vezes, dentro de uma conjuntura favorável, não se consegue perceber fragilidades de um negócio ou falhas na execução da empresa. Em tempos adversos, algumas características da gestão e vantagens competitivas da empresa são testadas de forma mais intensa. Assim, podemos tanto ganhar mais confiança nas perspectivas da empresa quanto assimilar que o seu panorama é menos promissor do que esperávamos anteriormente.

Manteremos a diligência nesses estudos e monitoramento da evolução dessas dinâmicas para as companhias.

No momento atual, em linha com o que escrevemos acima, estamos enxergando oportunidades em várias histórias sólidas em diferentes setores, de empresas com ótimos posicionamentos competitivos que têm sido excessivamente descontadas para esse curto-prazo mais desafiador.

Contribui para esse cenário, a dinâmica de resgates que tem ocorrido na indústria de gestão de ações, que tem feito os fundos desinvestirem mesmo de investimentos que julgam atrativos. Esse movimento também faz com que os investidores encurtem o horizonte e diminuam a taxa de paciência para histórias que não tem resultados bons para serem mostrados no próximo trimestre.

Com a guarda alta, dimensionando as posições de forma adequada e tomando cuidado para não concentrar em histórias com muitos riscos similares, temos aproveitado para aumentar os investimentos em diversas teses. Apesar do cenário de incertezas, o conjunto de oportunidades que se apresenta a nossa frente nos deixa bastante animados.

## Atualização

Gostaríamos de aproveitar essa carta inaugural para compartilhar também uma breve atualização da nossa empresa. Estamos super entusiasmados e confiantes com o time que reunimos e o potencial que enxergamos para frente. A Ryo Asset atualmente conta com uma equipe de 18 pessoas, sendo 14 sócios. Das 18 pessoas, 14 pessoas trabalham diretamente na gestão dos fundos, e 4 são responsáveis pelas áreas de suporte.

No momento, estamos fazendo a gestão de aproximadamente R\$ 1,7 bilhões. Mesmo em um cenário desfavorável, conseguimos construir com calma ao longo desse primeiro ano um passivo de longo prazo e com qualidade, formado por investidores locais e estrangeiros.

Queremos agradecer aos nossos investidores e parceiros por toda confiança e nos colocamos à disposição para esclarecer qualquer dúvida.