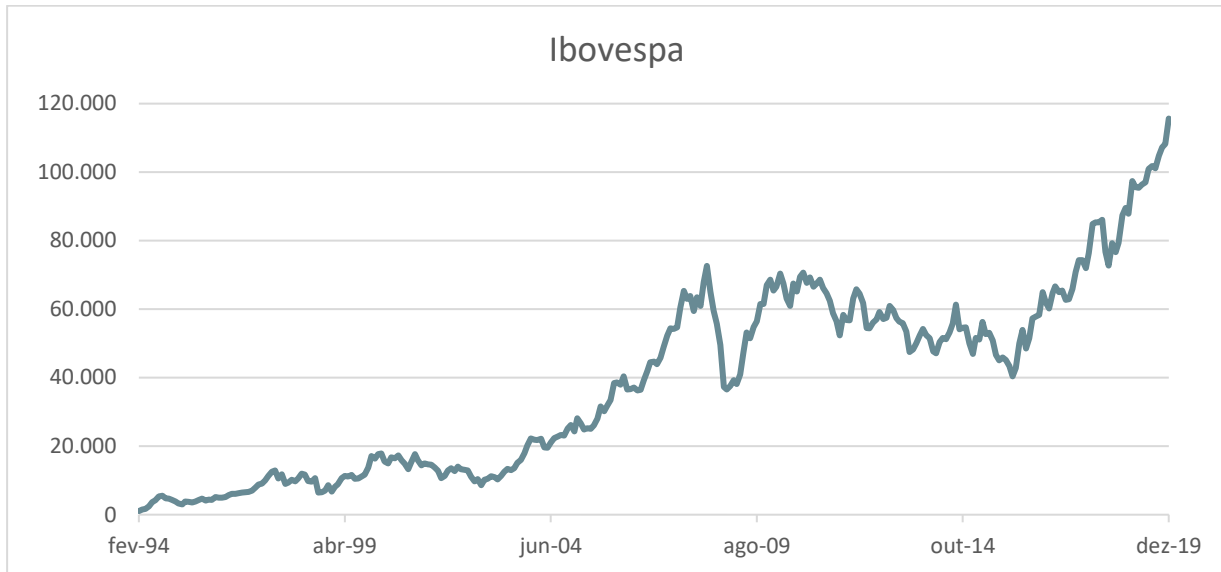


A close-up photograph of a sailboat's rigging and mast against a backdrop of blue water and a clear sky. The focus is on the white sail with a zig-zag pattern, the metal pulley system, and the wooden boom. The text is overlaid on a semi-transparent dark blue banner at the bottom left.

**CEANA**  
investimentos

Carta de Gestão 2019



Vimos, nos últimos 4 anos, um importante ciclo de alta da bolsa brasileira. Desde janeiro de 2016, o Ibovespa acumula alta de aproximadamente 170%, R\$ 100 mil investidos naquele mês teriam se tornado R\$ 270 mil no final de 2019. Ao se estudar a história, percebemos que longos ciclos de alta não são incomuns em bolsas no mundo inteiro. Os fatores que geram a apreciação dos ativos naturalmente variam muito de país para país, mas algumas das dinâmicas presentes nesses ciclos são comuns a todos os casos, em especial no que tange ao comportamento dos investidores e à percepção de riscos durante os ciclos. Algumas lições valiosas sobre gestão de riscos podem ser aprendidas ao se estudar esses ciclos e o comportamento dos investidores, e decidimos abordar esse tema nesta carta. Acreditamos serem reflexões importantes para qualquer investidor.

Antes disso, uma palavra de cautela: apesar do foco desta carta ser em riscos, de forma alguma queremos trazer uma visão pessimista sobre o ambiente de oportunidade que vemos hoje na bolsa brasileira. Apesar de já notarmos alguns ativos negociando a preços que consideramos altos demais, inadequados para o investimento, vemos um número razoável de empresas que têm suas ações negociando a preços interessantes, oferecendo ainda oportunidades com suficiente margem de segurança. É um ambiente de investimento já observado no passado, com ativos caros convivendo com ativos com preços interessantes. Nada muito diferente do que vemos normalmente na bolsa brasileira, com seus exageros pontuais em ativos que estão "na moda" e seus descontos excessivos em ativos "fora de moda".

## O que é risco

Uma simplificação conceitual iniciada na academia na década de 1950 (Markowitz) e refinada na década de 1960 com o desenvolvimento do CAPM (Sharpe, Linter), adotou a volatilidade de um ativo ou portfólio como sendo a sua melhor métrica de risco. Segundo essa simplificação, quanto maior a volatilidade de um ativo ou portfólio, maior o seu risco. Os acadêmicos precisavam de uma medida de risco objetiva que coubesse em seus modelos e que pudesse tanto ser medida historicamente quanto ser projetada para o futuro. A volatilidade se mostrou a candidata ideal, dado que outras métricas de risco não apresentavam essas características.

Seguindo o movimento iniciado na academia, a maior parte dos investidores nas décadas seguintes passou a aceitar a definição de risco como sendo a volatilidade de ativos ou de portfólios. Era simples, cômodo e elegante, e trazia conforto psicológico para seus proponentes e utilizadores. Se algo desse errado, ao menos alguns prêmios Nobel davam respaldo técnico a essa abordagem.

Na Oceana, nós temos uma visão bastante diferente sobre a natureza dos riscos de um investimento. Existem diferentes tipos de riscos em um ativo, e a volatilidade é um dos menos importantes deles. Em nossa prática diária, é comum nos recusarmos a realizar um investimento por diferentes motivos, mas nunca porque o preço do ativo poderá oscilar muito no futuro.

Um exemplo aqui pode ser útil. Imaginemos que as ações de uma empresa de determinado setor econômico caíam 50% por conta de uma crise naquele setor em outra parte do mundo. Só que, por aqui, o setor vai muito bem, em outra fase de seu ciclo. Mais que isso, vemos que a capacidade daquela empresa de gerar retornos não foi afetada, apesar da grande queda no preço de suas ações. Se utilizarmos a volatilidade das ações como métrica de risco, concluiremos que, após a queda de 50% no preço de suas ações, o risco aumentou muito em comparação ao risco que existia anteriormente. Isso faz sentido? Pode-se agora comprar a mesma empresa por metade do valor que se teria pagado anteriormente. Como pode fazer sentido ser mais arriscado pagar a metade do valor do que o valor cheio para o mesmo ativo com as mesmas perspectivas de geração de retornos?

A nossa tendência, na verdade, é ver a volatilidade de um ativo como sendo uma fonte potencial de oportunidades para o investimento. Todo dia o mercado cota um preço para determinada companhia. Podemos ignorar a cotação do mercado ou agir sobre ela, comprando ou vendendo. Se o ativo for mais volátil, veremos mais exageros para cima e para baixo nas cotações, tendo assim, mais oportunidades de atuar sobre os preços quando acreditarmos estarem fora do razoável. Em um ativo pouco volátil, esse tipo de oportunidade, por definição, será mais rara. Ou seja, a volatilidade alta em um ativo, além de não ser igual a risco, é uma aliada do investidor com a abordagem de investimento orientada por valor.

Dado que não acreditamos que a volatilidade de um ativo é a única medida de seu risco, como vemos risco na Oceana? Risco, para nós, é principalmente a possibilidade de perda permanente de capital. Quando nos recusamos a investir em um ativo, fazemos isso fundamentalmente porque vemos uma chance relevante de se perder dinheiro, de forma permanente, no investimento.

A possibilidade de perda permanente de capital em ações não vem necessariamente de fundamentos ruins em uma empresa. Se compradas a preços descontados, até mesmo ações de empresa com fundamentos mais frágeis podem ter suficiente margem de segurança e se provarem excelentes investimentos.

A possibilidade de perda permanente também não está necessariamente associada à ocorrência de crises. Na verdade, essa possibilidade surge de forma mais acentuada em momentos de euforia do mercado, quando os preços dos ativos se tornam altos demais. Nesses momentos, os investidores tendem a ser otimistas demais, histórias de crescimento expressivo ganham projeção – em especial sobre aquelas empresas que vêm tendo melhor desempenho recente – e a margem de segurança para um investimento prudente costuma desaparecer. Com os preços das ações inflados, qualquer coisa que der errado, seja na empresa, na economia, ou na percepção de risco dos investidores, pode trazer perdas expressivas.

### O benefício “invisível” de se gerenciar riscos em um ciclo de alta

Na Oceana, ao longo dos últimos 11 anos, utilizamos rigorosamente a mesma filosofia de investimento: investimos em ações tendo como foco a margem de segurança de cada investimento. Observamos o retorno potencial de cada ativo em diferentes cenários, com atenção maior aos cenários menos otimistas, em especial para entender qual seria o valor daquela empresa e sua geração de caixa em um ambiente mais adverso. Em ambientes desafiadores, a empresa segue gerando caixa? Ela tem capacidade de amortizar suas dívidas em meio a uma crise potencial?

Uma boa capacidade de se gerir riscos não se destaca em tempos otimistas. Não vemos gestores sendo premiados por terem evitado riscos que não se materializaram. O risco é um fator invisível, percebido e entendido apenas quando eventos negativos se materializam. O que é observável é apenas a perda, não a possibilidade da perda, por mais provável ou assimétrica para o lado negativo que essa seja. Tal é a natureza do risco, portanto, é um dos fatores mais difíceis de serem avaliados corretamente pelos investidores. A ausência de perdas não é evidência de que um portfólio foi construído de maneira correta e prudente, é apenas evidência de que as perdas possíveis não se materializaram.

Como o risco de perda permanente de capital é difícil de ser medido a posteriori – vemos com clareza somente o que aconteceu e não o que poderia ter acontecido – em ciclos de muito otimismo, bons gestores de riscos podem ser taxados de “caretas”, ultrapassados, ou com pouca compreensão sobre as oportunidades do momento. É fundamental o entendimento de que, mesmo não tendo se materializado, o risco esteve presente em maior ou menor grau. Tempos difíceis inevitavelmente virão, euforias darão lugar a depressões, e ações de empresas negociando a preços não razoáveis sofrerão correções.

Dessa forma, um bom controle de riscos pode estar presente em momentos de euforia, mas só será adequadamente valorizado quando o ciclo de alta terminar. Peguemos emprestado um exemplo do excelente livro do Howard Marks, “*The Most Important Thing*”, que inspirou parte dos conceitos descritos nesta carta. Uma casa pode ser bem construída, resistente a terremotos. Pode ser também mal construída, e neste caso certamente colapsará no caso de um terremoto, mesmo que não muito grande. Mas ela só colapsará se houver um terremoto. Somente teremos a informação sobre a qualidade da casa quando um terremoto ocorrer.

## Ambiente atual de mercado

No ciclo de alta mais recente, foi possível observar padrões que se repetem com certa frequência em mercados altistas. Eles se repetem por motivos bastante compreensíveis, dentre os quais destacamos:

### i. O exagero na precificação de ativos com bom “momentum” de resultados.

A perspectiva de melhora na atividade, assim como a queda nas despesas financeiras, gera uma perspectiva de melhora de resultados para empresas em diversos setores da economia. Se soma a isso um ambiente de *funding* favorável a movimentos de fusões e aquisições, e um fluxo recorde para a bolsa motivado pela queda da taxa de juros. Está criada uma conjuntura bastante favorável à valorização dos ativos no mercado acionário brasileiro.

Apesar do movimento de apreciação ser perfeitamente racional e compreensível, ele pode estar exagerado na intensidade em alguns casos. Em especial para setores que atravessam um momento de clara melhora de resultados, juntamente com potencial de geração de valor via M&A, os exageros nos parecem mais presentes. É um momento de mercado onde o foco do investidor está muito mais na perspectiva de crescimento de lucro das empresas do que no valor efetivamente pago por esse crescimento.

Este não é um fenômeno observado apenas no mercado brasileiro. Outros *value investors* globais vêm observando esta mesma característica em diferentes mercados, como pode-se observar no trecho abaixo da última carta de Bill Nygren, gestor do Oakmark:

*"Although the formula  $P=P/E \times EPS$  highlights that estimating future  $P/E$  is just as important as forecasting  $EPS$ , investors typically alternate being obsessed with one factor and then the other. The collapse of the tech bubble in 2000 was a time when investors stopped paying higher and higher prices for the fastest growers and quickly pivoted to low  $P/E$  stocks. And today, just like*

*during the height of the tech bubble, analysts are focusing much more on a company's earnings than on the company's appropriate P/E multiple. It's not the analysts' fault. After all, their job is to earn commissions from their clients, and today, most of their clients are paying them to focus on earnings predictions."*

Essa é uma característica natural de mercados muito otimistas. Não há preços altos demais para empresas com perspectivas de forte crescimento de lucros. Torna-se cada vez mais comum ouvir investidores justificando um investimento com a argumentação: "o investimento não é atrativo, mas com lucros subindo a ação não tem motivo para cair".

Na nossa visão, alguns setores específicos da bolsa se enquadram nessa situação, valendo citar:

- **Concessões de rodovias.** Concordamos com o mercado no que tange à provável melhora nos indicadores de tráfego com a aceleração do PIB que, combinada a uma menor despesa financeira, tende a gerar resultados crescentes para estas empresas. Também concordamos com a tese de potencial geração de valor nos próximos leilões de concessões. No entanto, talvez o movimento tenha sido exagerado, uma vez que há casos em que, apenas para justificar o atual valor de mercado, é necessária uma geração de valor em futuras aquisições na casa de dezenas de bilhões de reais.

- **Verticalizadas de Saúde.** São empresas de qualidade, com expressivo potencial de crescimento, seja ele orgânico, seja ele via aquisições que geram valor para os acionistas (dado o alto grau de sinergias e ganho de eficiência das adquiridas). Além disso, acreditamos que o modelo verticalizado é um vencedor natural no contexto atual do mercado de saúde brasileiro, com alta capacidade de ganhos de *market share*. No entanto, mais uma vez aqui, talvez o movimento de preços tenha sido exagerado em sua magnitude. Atualmente, o setor negocia a múltiplos próximos a 50x o lucro projetado, e é um setor que demanda capital regulatório. Adicionalmente, esse foi um setor que passou por um processo de consolidação relevante. Desde os seus IPOs, a Hapvida comprou 1,219mm vidas (53% da base no momento do IPO) e a GNDI 1,017mm vidas (48% da base no momento do IPO). As grandes aquisições potenciais já foram realizadas, restando agora somente *players* médios e pequenos. A potencial geração de valor diminui ainda mais quando consideramos o valor de mercado das companhias, com Hapvida valendo próximo de R\$ 50 bi e Intermédica próximo de R\$ 42 bi.

Para justificar os preços atuais de mercado, teríamos que ver a geração de valor em futuras aquisições na casa de dezenas de bilhões de reais.

- **Incorporadoras.** O ambiente de queda de juros é um fantástico propulsor para o setor de construção civil. A expressiva queda nas parcelas de financiamento cria uma enorme demanda potencial de imóveis. Esse efeito não apenas impulsiona o volume de vendas, como também pode levar a um aumento de preço de imóveis. Esse provável aumento de preços de imóveis, combinado com lançamentos sendo realizados em cima de terrenos que já haviam sido comprados a preços mais depreciados (pré-recuperação do setor), tende a gerar ótimos retornos nos próximos 2 anos. No entanto, temos dúvidas sobre a capacidade do setor de manter elevados retornos (algo que hoje é projetado/precificado pelo mercado). É um setor pulverizado, com deseconomias de escala, baixas barreiras de entrada, intensivo em capital e que teve enorme dificuldade em apresentar bons retornos ao longo da última década.

Além disso, a partir do 2S19, os incorporadores, otimistas com as perspectivas para a retomada da economia (e talvez satisfeitos com a precificação dos seus ativos) vieram a mercado captar

recursos para expansão dos seus negócios. Somente em 2019, cerca de R\$ 5,5 bi foram captados, sendo a grande maioria com a mesma destinação: compra de terrenos na cidade de SP. Para 2020, o pipeline de *deals* está bastante aquecido, com previsão de novas rodadas de captação somando mais R\$ 5 bi, sendo os recursos destinados, em sua maioria, e mais uma vez, para a compra de terrenos na cidade de SP. Vemos com bastante preocupação tal movimento. Para nós, é possível que os maiores beneficiários desse movimento sejam os proprietários dos terrenos, e não os incorporadores.

## ii. Atenção ao crescimento de receita e pouca atenção à rentabilidade.

Em ambientes de maior otimismo, é natural que o investidor médio se preocupe menos com a rentabilidade e a geração de caixa das empresas e foque cada vez mais no crescimento de receita, ou do número de clientes, ou ainda na possibilidade de criação de “ecossistemas” em um futuro mais distante. Afinal, em um ambiente de maior otimismo, pode-se aguardar mais tempo para o crescimento de receita se transformar em rentabilidade, mesmo que o caminho para a rentabilidade não seja claro. Atualmente, vemos com bastante ceticismo o aumento de rentabilidade projetado pelos investidores em alguns setores, em especial diante dos cenários competitivos que se desenham para frente. Exploraremos abaixo dois exemplos de setores que se enquadram nesse caso.

- **E-commerce.** Em sua maioria são empresas de qualidade, com enorme foco em inovação e que vêm evoluindo de forma impressionante seu nível de serviço, com entregas cada vez mais rápidas, plataformas robustas, maior integração físico/on-line (omnichannel) e maior sortimento de produtos.

São empresas que vêm apresentando níveis elevados de crescimento, em um mercado com muito potencial. Hoje, a penetração do e-commerce no varejo total brasileiro é de 7%, comparada a 14% nos Estados Unidos e 22% na China<sup>1</sup>. Observando toda melhora de serviço que vem ocorrendo, esperamos que o canal continue ganhando relevância no varejo total e siga apresentando ritmos sólidos de expansão.

O enorme desafio deste setor ao redor do mundo tem sido combinar crescimento com rentabilidade. E esse desafio é justamente maior em países onde diversos *players* se tornaram relevantes simultaneamente, como vem sendo o caso brasileiro.

Em mercados concentrados em poucos *players* dominantes, como por exemplo o mercado americano, liderado pela Amazon (cerca de 40% de *market share*<sup>2</sup> versus 6% de participação do 2º maior *player*), ou como o mercado chinês, liderado por Alibaba (com mais de 50% de *market share* e apenas mais 1 *player* relevante – JD), a possibilidade de aumento de rentabilidade parece ser mais razoável, em especial se a tendência de concentração de mercado continuar ocorrendo. A realidade em mercados mais fragmentados parece ser outra.

No Brasil, 3 *players* já se tornaram muito relevantes: Mercado Livre, B2W e Magazine Luiza. Dado o nível de capitalização, escala e alavancagem, muito provavelmente esses *players* devem se manter relevantes pelos próximos muitos anos. Além desses participantes, existe o risco de uma entrada mais contundente da Amazon no Brasil. Até hoje, a Amazon tem atuado de forma mais tímida, mas a empresa já começa a mostrar um aumento de intensidade em sua atuação, com entrada no segmento 1P (estoque de mercadoria própria), aumento contínuo de sortimento e lançamento do Amazon Prime. Outros *players* menores no e-commerce também planejam uma retomada mais agressiva, como por exemplo Via Varejo e Carrefour, mas ainda temos pouca capacidade de avaliar se esses *players* terão sucesso.

Diante desse cenário competitivo, e em busca de um melhor equilíbrio entre crescimento e rentabilidade, as empresas de e-commerce intensificaram suas operações de *marketplace* (3P) – operações a princípio mais rentáveis por serem baseadas em comissões e gerarem opção de venda cruzada de serviços ainda inexistentes. Nos últimos 3 anos, o 3P passou de 25% do e-commerce total para 50%, e a nossa expectativa é que esse percentual continue evoluindo de forma relevante. Vale a reflexão de como evoluirá a rentabilidade no futuro, à medida em que a maioria das empresas caminhe na mesma direção (1P -> 3P), e não haja uma diferenciação significativa entre suas estratégias. Ao mesmo tempo, esse movimento traz novos desafios, uma vez que as companhias cada vez mais precisam migrar do modelo de *single platform*, com foco no cliente, para *two-sided platform*, com foco em oferecer a melhor proposta de valor tanto para clientes quanto para *sellers*.

*Two sided platform* são ecossistemas intermediários com dois grupos de usuários distintos que se beneficiam de forma mútua, gerando assim o efeito de rede e criando um círculo virtuoso. Em um ambiente competitivo, companhias que optam por esse caminho precisam buscar formas de atrair não só seu público tradicional (*buyer*), como também esse novo público (*seller*). Buscando ganhar essa corrida, as empresas de e-commerce têm optado por usar subsídios para atrair ambos os públicos, como, por exemplo, a ampla oferta de serviços de *fulfillment* e frete grátis subsidiados. Esses subsídios naturalmente tornam o caminho para rentabilidade ainda mais desafiador.

Esse novo ambiente também exige que as plataformas se adaptem para atender às necessidades do *seller*, que variam dependendo do seu perfil. Temos observado ofertas cada vez maiores de serviços de tecnologia, logística e pagamentos, dentre outros. Apesar desses serviços poderem ser formas adicionais de monetização, o ambiente competitivo atual tem levado essas soluções a serem oferecidas gratuitamente como forma de atração do *seller*, trazendo assim despesas incrementais para a plataforma e aumentando o desafio da monetização dessas iniciativas.

Acreditamos que o ritmo de crescimento deva continuar em patamares sólidos, mas é improvável que o mercado se consolide de forma similar ao americano ou chinês. Talvez o cenário mais provável seja um ambiente de 4 *players* relevantes em 5 a 10 anos, e essa fragmentação não é ideal para se obter um alto retorno sobre o capital. Pode ser que o aumento expressivo de rentabilidade projetado pelo mercado para o e-commerce brasileiro se prove mais desafiador do que muitos acreditam.

Como referência, uma suposta entidade combinada de Magazine Luiza, B2W e Mercado Livre, somaria um Valor de Mercado de R\$ 270 bi, e baseado no consenso de lucros da Bloomberg, um múltiplo Preço/Lucro de 580x para 2020E, e 200x 2021E (para 2019 devem reportar prejuízo combinado, logo não é possível fazer a conta para 2019). Estes elevados múltiplos seriam ainda maiores se utilizássemos as projeções de lucro da Oceana, que são significativamente inferiores aos lucros projetados pelo mercado, em especial por conta de práticas contábeis agressivas utilizadas por cias deste grupo. Sabemos que a métrica Preço/Lucro deixou de ser utilizada pelo mercado para este setor, e talvez não seja a ideal para um setor de alto crescimento, mas oferece uma ideia do aumento de rentabilidade necessário para justificar os níveis de preço atuais destes ativos.

- **Fintechs.** As fintechs vêm ampliando de forma impressionante a sua base de clientes, trazendo consigo um enorme risco para os bancos incumbentes, que até hoje operam com elevadíssima rentabilidade se comparada a padrões globais. Essa elevada rentabilidade,

expressa, entre outros, por altas tarifas praticadas pelos incumbentes, criaram um ambiente muito favorável à entrada de novos *players* com propostas de valor claramente diferenciadas.

Pelas nossas estimativas, em pouco tempo a base instalada de aplicativos de fintechs superou os 50 milhões. Em termos de número de usuários, calculamos que os maiores *players* hoje no Brasil são: Nubank, MercadoPago, PicPay, PagBank, Banco Inter, Ame Digital e Neon, todos com mais de 2 milhões de aplicativos instalados.

A evolução impressionante das fintechs, em conjunto com uma postura do BACEN mais agressiva no que tange à promoção da competição e mesmo à intervenção na cadeia de valor do setor, com tabelamento e redução de taxas e tarifas do sistema financeiro, criam um cenário bem menos benigno para os bancos incumbentes. Essa alteração de cenário nos levou a um ajuste importante em nossas alocações, com uma redução da nossa posição estrutural nos grandes bancos privados ao longo de 2019.

Essa mudança de visão sobre os bancos incumbentes não significa que acreditamos que as fintechs no Brasil são atualmente um bom investimento. Até o momento, a tarifação mínima ou o oferecimento de incentivos financeiros tem sido capaz de atrair clientes, mas sem resultar em uma rentabilidade adequada. Um possível desfecho para esse novo cenário seria a menor rentabilidade para incumbentes e novos entrantes, com o consumidor saindo como o elo vitorioso na cadeia. Como as fintechs apresentam uma lucratividade baixa ou até negativa, o que resta para o investidor é acreditar nos dados gerenciais não auditados fornecidos pelas próprias empresas, ou em dados de tráfego, número de downloads de aplicativos, ou índices de satisfação de clientes.

Porém, a ausência de rentabilidade não impediu o mercado de capitais de encontrar uma métrica para valorar as fintechs. Rapidamente, a métrica global de US\$ 1.000 por cliente passou a ser amplamente utilizada. Temos dificuldade em aceitar essa métrica, em especial diante do fato de que o mesmo cliente vale US\$ 1.000 para diferentes *players*, dado que o usuário digital típico está conectado a mais de uma fintech.

Além disso, como diversos *players* seguem evoluindo a sua base de clientes digitais com propostas de valor bem semelhantes entre si, acreditamos que o caminho para a rentabilidade pode ser bem mais desafiador que alguns pensam.

### iii. Lemmings descobrindo o caminho para o ouro.

Tipicamente, quando o mercado de capitais apresenta determinado consenso em relação a uma classe de ativos, esta se torna sobrevalorizada, o que geralmente ocasiona uma *underperformance* do ativo no período subsequente.

Na Oceana, após 11 anos de gestão *contrarian*, podemos afirmar que nos sentimos cada vez menos desconfortáveis em nos distanciar do consenso. O desconforto nunca é zero, pois é intrínseco à natureza humana, mas diminui ano após ano, à medida que a aplicação da nossa filosofia de investimentos segue trazendo bons resultados.

Toda vez que nos distanciamos do consenso de forma drástica, como ocorreu em 2018/2019 e acontece novamente de forma importante agora no início de 2020, corremos o risco de sermos avaliados como dinossauros, que não souberam se adaptar à “nova realidade de mercado”. A nova realidade varia no tempo... ela já foi tecnologia no final dos anos 90, já foi investir fora do Brasil, já foi ter um foco maior em análises sobre a política, e agora parece ser



a nova economia e o foco no crescimento, com pouca atenção à geração de caixa das empresas.

Os resultados futuros, como sempre, definirão se seremos vistos como disciplinados ou como dinossauros.

Dito isso, é importante deixar claro que existem momentos em que investir de acordo com o consenso de mercado pode trazer bons resultados por um período significativo. Em momentos em que há um forte *inflow* para a bolsa de valores, como o vivenciado atualmente, os papéis “queridinhos” pelo mercado recebem um fluxo adicional importante. Afinal, o fluxo expressivo para os fundos que detém estes papéis naturalmente gera uma compra quase passiva destes mesmos ativos.

Essa tendência pode perdurar enquanto o forte fluxo para a bolsa se mantiver. É um movimento que deve ser respeitado, mas também deve ser compreendido para não se criar expectativas falsas sobre o que funciona a médio prazo em investimentos em ações.

## Conclusão

Vimos, nos últimos anos, um ambiente de investimentos amplamente positivo, no qual nosso rigor no controle de riscos de perda permanente de capital pareceu ser pouco importante. Entendemos isso, mas seguimos acreditando que o rigor no controle de riscos pode parecer ser “inútil” em alguns momentos, mas é o que garante aos nossos investidores retornos sólidos no longo prazo. Nossa experiência indica que o controle de riscos se torna ainda mais importante nos momentos em que é deixado de lado pelo mercado.

Até o momento, nosso time tem sido bem-sucedido em encontrar boas alternativas de investimento com baixo risco de perda de capital. No entanto, nosso desafio para frente não é pequeno. À medida que a bolsa de valores se aprecia, o desafio cresce, e para superá-lo precisaremos continuar realizando um bom trabalho de seleção de ativos, que só é possível através de um time diferenciado, com baixa rotatividade, uma sólida filosofia de gestão, um trabalho de análise profundo e bem feito, boa cultura interna, processos cada vez mais robustos, e foco em melhorias constantes.

Seguimos otimistas e motivados para continuar a gerar bons rendimentos para nossos clientes.