

CARTA AO INVESTIDOR
3º TRIMESTRE DE 2026

CARTA AO INVESTIDOR

"Time is the friend of the wonderful business, the enemy of the mediocre."

Warren Buffett

Alocação de capital é a mais importante e mais esquecida qualidade de negócios. Muitos investidores são atraídos pela rentabilidade, endividamento e geração de caixa, buscando ali justificativas para potencial de crescimento e de valorização. No entanto, as decisões e oportunidades de alocação de capital são os verdadeiros determinantes de valor futuro, definindo tanto o potencial de valorização como o potencial de destruição e armadilhas de valor.

Querer ser sócio de boas empresas – financeiramente saudáveis, bem administradas e com boas perspectivas – é uma obviedade. Óbvio também é querer pagar barato por elas. Comprar excelentes empresas por preços muito abaixo do valor justo é o investimento ideal.

O investimento ideal, no entanto, só existe no mundo das ideias. No mundo real, os preços de mercado se ajustam às qualidades e riscos de cada empresa. Negócios com muita rentabilidade e crescimento são negociados a múltiplos mais elevados, enquanto negócios com menor crescimento ou maior risco negociam a múltiplos mais baixos.

É habitual dizer que múltiplos altos são “caros”, enquanto múltiplos baixos são “baratos”. Nesse sentido, caro e barato não significam uma comparação com o valor justo, mas sim uma simplificação do preço como proporção de alguma métrica de resultado, como lucro, geração de caixa ou lucro operacional.

Quando dizemos que uma empresa está “cara”, referimo-nos, por exemplo, ao seu valor de mercado como proporção do lucro corrente: uma empresa que vale 10 vezes o lucro anual é mais “cara” que outra que vale 5 vezes. Investir em empresas “caras” com múltiplos altos não significa maus investimentos, mas significa que há nelas uma expectativa implícita de maior crescimento sobre o lucro do que em uma companhia “barata” negociada a múltiplos mais baixos.

Nesse sentido, é possível encontrar bons investimentos tanto em empresas “caras” quanto “baratas”. A chave é avaliar a alocação de capital de cada uma. Vejamos o seguinte exemplo.

Imagine duas companhias que hoje lucram os mesmos R\$ 100 milhões por ano. A Companhia A é um negócio excelente: cada real reinvestido rende 20% ao ano e seu mercado ainda comporta mais investimento, então ela retém R\$ 70 milhões e distribui R\$ 30 milhões. A Companhia B é mediana, em um mercado maduro: cada real reinvestido rende 10% e ela faz o inverso, distribui R\$ 70 milhões e retém R\$ 30 milhões.

Pelo fato de reinvestir R\$ 70 milhões a uma taxa de 20%, o lucro da primeira cresce R\$ 14 milhões, ou 14% ao ano. O lucro da segunda, no entanto, cresce 3%. Para um investidor que exige 17% de retorno ao ano é indiferente pagar 10 vezes o lucro pela Companhia A ou 5 vezes pela Companhia B, a metade do preço pela metade do retorno.

CARTA AO INVESTIDOR

Compradas a esses preços, o retorno esperado nas duas é o mesmo: 17% ao ano, o que muda é o caminho até ele. O acionista da Companhia A é remunerado pelo crescimento do lucro ao longo do tempo; o da B, por dividendos maiores desde o primeiro ano. Nenhuma está cara ou barata. A diferença de múltiplo não é oportunidade nem alerta nesse caso, apenas a tradução de dois negócios distintos. É como comparar o preço por hectare de uma terra fértil com o de uma terra árida: pagar mais pela primeira é óbvio.

O exemplo fica realmente interessante quando a administração de cada companhia toma decisões inadequadas. Suponha que a diretoria da Companhia A, por pressão externa por dividendos, conservadorismo ou falta de ambição, inverta a política e passe a distribuir 70% do lucro. Nada muda na operação: as mesmas margens, os mesmos clientes, o mesmo retorno sobre o capital existente. Mas o crescimento cai de 14% para 6% ao ano e o múltiplo justo, de 10 para 6,4 vezes o lucro. O acionista perde 36% sem que uma única linha do negócio tenha piorado. A razão é simples: por conta do retorno, cada real pago em dividendos poderia valer mais dentro da companhia.

Agora o inverso. A diretoria da Companhia B decide reter 70% do lucro, seja por expansão, por aquisições ou por novos projetos que rendem os mesmos 10% do negócio atual. O lucro passa a crescer 7% ao ano, mais que o dobro de antes, e a notícia provavelmente seria celebrada pela administração. Entretanto, por conta do baixo retorno, o múltiplo justo cai de 5 para 3 vezes e o acionista perde 40%. A companhia está retendo capital para investir a 10% quando o acionista exige 17% e obteria mais, com menos risco, no CDI.

Nem crescimento nem dividendos determinam, isoladamente, a criação de valor. O que determina é a relação entre o retorno do capital investido e o retorno que o acionista exige: quando o primeiro supera o segundo e há espaço para reinvestir, reter é o caminho; quando não supera, o capital deve ser devolvido. O múltiplo, alto ou baixo, apenas reflete o que cada companhia é. O potencial de destruição de valor existe quando há desvios na alocação de capital, a empresa de múltiplo elevado que deixa de reinvestir ou passa a investir de maneira menos eficiente e a empresa de múltiplo baixo que decide crescer.

A decisão de “alocar o capital” significa a decisão sobre o uso da geração de caixa do negócio. A administração da empresa está sempre diante de uma ampla gama de possibilidades sobre o que fazer com o lucro.

Ao buscar crescimento, a administração pode escolher investir em novos projetos, seja para expansão de unidades existentes, criação de novas linhas de negócios ou mesmo na internacionalização, por exemplo. Também pode escolher seguir um caminho de crescimento via aquisições de outras empresas.

Ao buscar ganhos de eficiência, a administração pode escolher investir em pesquisa, desenvolvimento e capacitação de funcionários. Além disso, pode alocar recursos no próprio capital de giro, tanto antecipando pagamentos a fornecedores quanto dando maior prazo aos clientes, como estratégia para aumentar margens ou reter clientes.

CARTA AO INVESTIDOR

Uma terceira alternativa clara é a de ajuste de estrutura de capital, usando recursos para reduzir o tamanho da dívida ou manter maiores reservas de caixa, o que significaria melhores resultados financeiros e menos risco por alavancagem.

A escolha entre esses possíveis usos de recursos deve levar em consideração estimativas complexas de retorno esperado. Enquanto uma redução de endividamento pode ter um impacto direto e previsível sobre o lucro futuro da companhia, uma decisão de expansão carrega consigo inúmeras incertezas e riscos.

O caminho da retenção só deve ser perseguido quando as melhores estimativas de retorno superam o custo de capital dos sócios. Todo gestor gostaria de alocar boa parte dos recursos em projetos de alto retorno. O ponto é que a existência de oportunidades de alocação que sejam realmente significativas depende muito do ambiente em que a companhia está inserida.

No nível da companhia, o retorno consolidado reflete o setor em que ela está inserida e a posição que ocupa dentro dele. Imagine uma varejista de vestuário multimarcas que possui 100 lojas, uma operação relativamente pequena que vende um produto sem diferencial. O retorno desse negócio tende a ser baixo, pois nada impede que um concorrente monte a mesma operação nas mesmas praças, minando as chances de obter retornos excepcionais.

O que sustenta retornos acima do custo de capital são as barreiras que impedem que os concorrentes repliquem facilmente a operação, seja seu custo estruturalmente menor, nível de fidelidade dos clientes ou escala dentro do mercado em que a empresa compete.

Companhias protegidas por barreiras relacionadas à escala, por exemplo, devem ser estimuladas a investir para reforçá-las, já que o retorno do maior participante é estruturalmente superior ao dos menores. Cada real que a Ambev investiu em capilaridade de distribuição, por exemplo, melhorava o custo unitário de cada entrega, de forma que os concorrentes menores não conseguiram igualar. Não à toa, o retorno sobre o capital investido desta companhia é de 18% em média nos últimos 10 anos.

Segmentos fragmentados e pouco maduros também costumam ser vistos como oportunos à alocação de capital. Companhias nesse ambiente se entusiasmam com o crescimento que a consolidação e desenvolvimento do setor podem proporcionar. O foco, porém, não deve estar em quanto a empresa pode crescer, mas em se o consolidador alcançará vantagens difíceis de serem replicadas. No nosso exemplo hipotético da varejista, não há nada que contribua para melhorar a rentabilidade da companhia ao decidir investir na 101ª loja que as 100 anteriores já não entregavam.

Há momentos, no entanto, em que nenhuma das características que sustentam altos retornos ou que motivam crescimento estão presentes, momentos nos quais a melhor alternativa é simplesmente devolver o capital aos acionistas da empresa na forma de dividendos. Há também momentos em que recomprar as próprias ações é a alocação de capital mais eficiente.

CARTA AO INVESTIDOR

Esse cenário, de devolver capital ao acionista, depende não apenas das estimativas de retorno sobre as alternativas disponíveis de reinvestimento, mas também do custo de oportunidade dos acionistas e do nível de preços em que as ações da companhia são negociadas. Quando esse custo de oportunidade é elevado - também chamado de custo de capital próprio - acionistas podem preferir retirar o excesso de capital da companhia e investi-lo em alternativas mais rentáveis ou seguras.

Essa retirada, no entanto, costuma sinalizar aos executivos que o crescimento da companhia é pouco atrativo, o que carrega em si implicações importantes: principalmente que o crescimento do trabalho e da remuneração dos executivos também está em xeque. Aqui temos um potencial conflito. Ao devolver recursos aos acionistas e reduzir o ritmo de expansão dos negócios, o executivo pode estar agindo contra seu próprio interesse.

Para o CEO, ganhar mercado, eficiência e aumentar o lucro justificam maiores remunerações, prestígio e bônus. Para o acionista, no entanto, o mesmo aumento de lucro pode não ser tão atrativo quanto um novo investimento em outras oportunidades, ou até quanto a possibilidade de receber dividendos para comprar mais ações quando estas são negociadas baratas no mercado.

Além da boa capacidade técnica e executiva, o alinhamento de interesses é fundamental para que as decisões de alocação de capital da companhia sejam adequadas. Algumas características dos negócios são cruciais para determinar o melhor caminho.

Consideramos que a análise de pessoas e incentivos tem o mesmo peso que a análise do negócio. Ter clareza de que os motivos que levam os executivos a escolher sobre como investir ou distribuir estão alinhados ao interesse dos acionistas é essencial para evitar situações que subtraem o valor do capital dos sócios.

Remuneração costuma ser o caminho mais direto para tal alinhamento entre executivos e investidores. Um bom plano de remuneração faz com que os executivos se sintam motivados a tomar as melhores decisões em prol dos acionistas. De forma prática, o plano deve ser desenhado partindo de um objetivo único: gerar valor para o acionista.

Cabe ao Conselho de Administração definir que a remuneração da administração, principalmente a parcela variável, seja dependente de indicadores que incorporam a criação de valor para os acionistas. Margens, capital empregado, ROIC e ROE cumprem bem este papel.

Metas definidas com base em valores nominais, como receita, EBITDA, lucro líquido e crescimento são ineficientes para medir se os executivos geraram valor de fato, pois escondem quanto dinheiro foi gasto para atingir tais indicadores. Afinal, como visto anteriormente, qualquer companhia pode crescer seu lucro de forma relevante se alocar recursos suficientes para tal. O impacto no valor do capital dos sócios, porém, depende de outros fatores, conforme já discorremos.

CARTA AO INVESTIDOR

Há ainda métodos do efetivo pagamento da remuneração que são superiores quando tratamos de alinhamento de interesses. Remuneração baseada em ações, opções de ações com períodos de vesting e lock-up mais alongados são exemplos de práticas que colocam os executivos como beneficiários diretos do bom uso do capital da companhia, seja na geração de valor através de investimentos ou na distribuição de dividendos quando não houver alternativas melhores.

Só a remuneração, entretanto, não é suficiente para compreendermos se o ambiente em que determinada companhia está é favorável à geração de valor para seus sócios. Há aspectos qualitativos que devem ser observados como grupo de controle, composição do conselho de administração, participação dos executivos no quadro acionário, histórico e até rotatividade de funcionários.

Um grupo controlador, por exemplo, pode ser uma alavanca de risco tanto quanto pode ser uma fortaleza, principalmente para os acionistas minoritários. Ao compreender a situação do controlador, bem como sua relação histórica com determinada companhia, é possível observar situações que motivariam uma alocação de capital inadequada. Um controlador que depende de dividendos, por exemplo, tem potencial para extrair recursos da companhia para honrar as suas próprias obrigações mesmo quando o negócio pede retenção.

Ao analisar o histórico das companhias podemos nos deparar com sinais de uma cultura de disciplina, capaz de dizer não a projetos que fariam o lucro crescer, porém falhariam em atender o critério de remuneração do capital dos sócios. Isso somente acontece em companhias que possuem um sistema de alinhamento de interesses que cumpre bem o seu papel: gerar valor para o acionista.

Ao longo dos anos, acumulamos exemplos de como essa equação se traduz, na prática, em retorno para o acionista. Temos casos de companhias que geraram retornos expressivos por se manterem fiéis ao princípio de reinvestir enquanto o negócio e as oportunidades à sua frente o permitiam, e de passar a devolver capital quando essas oportunidades se tornaram escassas, sem apego ao tamanho nem vaidade de crescimento. Aprendemos, também, que reinvestir além do que o negócio comporta, seja por excesso de otimismo, por pressão do mercado ou por incentivos desalinhados, costuma custar caro, mesmo para boas franquias.

Talvez o exemplo mais eloquente de coerência entre negócio e alocação de capital no mercado brasileiro seja também um dos menos glamorosos, ou, como o mercado gosta de chamar, “boring”. O Itaú opera uma franquia cuja rentabilidade poucos bancos no mundo conseguem igualar, construída com base em vantagens competitivas claras, boa execução e ótima governança na alocação de capital. Mas é uma franquia que cresce, no limite, ao ritmo do crédito em uma economia madura. Diante disso, o banco fez o que o negócio pedia: reinvestiu o suficiente para manter suas barreiras de entrada e seu posicionamento nos principais profit pools, direcionou capital para modernizar o próprio banco e, quando o cenário permitia, distribuiu a maior parte do lucro aos acionistas.

CARTA AO INVESTIDOR

O histórico de alocação reforça essa leitura. A aquisição do BBA deu origem a uma das principais franquias de atacado do país; o Personnalité consolidou a posição do banco na alta renda; a associação com a Porto e o investimento na XP, que geraram grande valor aos acionistas, mostram disciplina para buscar retorno também fora do balanço tradicional. Quando a operação argentina se mostrou incapaz de remunerar o capital nela empregado, vendeu-a. E quando o capital acumulado passou a exceder o que o balanço exigia, distribuiu o excedente. Todas essas decisões, somadas, explicam por que um banco grande e maduro continua sendo capaz de compor valor para quem o detém.

Por trás disso existe uma régua explícita de que todo real deve ser alocado apenas quando cria valor para o acionista, ou seja, quando o retorno esperado supera o custo de capital da instituição. Isso importa porque é essa diferença, e não o tamanho do lucro, que determina se o crescimento enriquece quem é dono do negócio: um real retido que rende menos do que o custo de capital vale menos de um real nas mãos do acionista. A mesma régua orienta os bônus dos executivos, ligados ao sucesso dessas alocações, e explica por que, quando não há onde aplicar o capital acima desse custo, ele volta para o acionista. O alinhamento está desenhado na remuneração: uma parcela relevante da remuneração variável dos administradores é paga em ações, diferida por três anos. O Programa de Sócios incentiva os executivos selecionados a investir o próprio bônus em ações do banco. O resultado é a combinação de uma franquia com poder de mercado, crescimento sustentado pelo reinvestimento consciente a boas taxas e um ótimo carregamento.

Por outro lado, também convivemos com o caminho inverso: companhias que distribuíram dividendos em momentos que pediam retenção. É um tipo de erro menos comentado, porque a distribuição costuma ser lida como sinal de disciplina. Mas um dividendo extraordinário pago às vésperas de um ciclo relevante de investimentos, em um cenário de juros em alta e com a alavancagem subindo, destrói valor. O mercado costuma perceber isso rapidamente, mesmo quando nada mudou na operação. Isso ilustra um ponto que costuma passar despercebido: devolver capital ao acionista não é, por si só, uma decisão prudente, assim como reinvestir não é, por si só, uma decisão ousada. O que cria ou destrói valor é a coerência entre a decisão e aquilo que o negócio, e o momento, pedem.

O mercado brasileiro oferece exemplos dessa coerência nas duas direções. Companhias como BTG Pactual, Rede D'Or e Fras-le reinvestiram muito, a taxas elevadas e por longos períodos, e se tornaram verdadeiras compounders. Outras, com a mesma lucidez, reconheceram os limites do próprio crescimento e passaram a devolver mais capital aos acionistas. E há aquelas que confundiram crescimento com criação de valor, ou distribuição com disciplina. Não pretendemos percorrer cada uma dessas histórias. O propósito é mostrar, de forma prática, o quanto a alocação de capital é complexa e o quanto pesa sobre o desempenho futuro de uma companhia, e por isso ela é um dos pilares do nosso processo de análise.

CARTA AO **INVESTIDOR**

Cabe a nós pensar de forma prospectiva sobre as decisões de alocação de capital, e não apenas constatá-las depois que se refletem nos resultados. Voltamos, assim, ao ponto de partida. Um múltiplo alto ou baixo, por si só, diz pouco sobre a qualidade de um investimento. O que ele diz é o que o mercado espera que a companhia faça com o capital que gera. O nosso trabalho é julgar se essa expectativa é razoável, entendendo o que o negócio permite, quem decide e com quais incentivos. É nessa combinação que acreditamos estar a diferença entre pagar caro por um bom negócio e pagar barato por uma armadilha.

DTVM

4UM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
CNPJ: 76.621.457/0001-85
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

GESTÃO

4UM Gestão de Recursos Ltda.
CNPJ: 03.983.856/0001-12
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como "Informativo Mensal" antes de investir, os quais podem ser obtidos no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em www.4um.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Principais fatores de risco: Risco de Crédito, caracterizado pela possibilidade de que os emissores de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO ou as contrapartes do FUNDO nas operações realizadas com seus títulos e valores mobiliários não cumpram suas obrigações; Risco de Mercado, caracterizado pela possibilidade de variação do preço ou rendimento dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO, em função de alterações nos fatores de mercado que os determinam; Risco de Liquidez, caracterizado pela possibilidade de haver pouca ou nenhuma demanda pelos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO nos mercados em que são negociados, devido a condições específicas desses títulos e valores mobiliários ou dos mercados em que são negociados. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

Signatory of:



4um.com.br



4um-investimentos