

“Trust, but verify”¹

Ronald Reagan, 40º Presidente dos EUA.

A importância da governança corporativa no processo de investimento

Na última carta discorremos sobre os princípios que orientam a gestão do Radix. No texto atual, gostaríamos de dar continuidade a esse debate conceitual, aprofundando-nos em um item importante do processo de investimento: o estudo da governança corporativa. Julgamos esse tema muito relevante, pois a falha em analisar as práticas de governança pode colocar a tese de investimento em risco, implicando em potencial perda de capital aos investidores.

Primeiramente, é necessário determinar o que é a governança corporativa. O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) assim a define: *“(...) é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente.”²*

Traduzindo em outras palavras, a governança corporativa, por meio da responsabilização da diretoria e do conselho, tem por objetivo proteger os interesses dos stakeholders de uma companhia. Nessa carta, focaremos nos elementos relacionados aos acionistas minoritários, pois esse é nosso papel enquanto investidores de empresas listadas.

Por mais diligente, profunda e responsável que a análise possa ser, é impossível ao analista conhecer todas as decisões operacionais de uma empresa, bem como as motivações por trás dessas, afinal, ele não é onipresente ou telepata. Nesse sentido, a boa avaliação do sistema de governança corporativa, algo ao alcance do analista, pode ser um bom indicativo das intenções do controlador, executivos e membros do conselho de administração, reduzindo o risco daquilo que não se conhece. Assim, torna-se obrigatória a análise da governança em um bom processo de investimento, pois este tende a ser um preciso indicativo do alinhamento de interesses entre controladores e minoritários e, por consequência, da proteção do patrimônio destes.

Como pode-se perceber, a governança corporativa é uma matéria ampla, profunda e complexa, que exige diligência e experiência daqueles que a analisam. Conforme explanado na carta anterior, o processo de análise é composto de uma etapa quantitativa, que consiste no exame das demonstrações financeiras da companhia e a projeção de seus resultados futuros. Na fase qualitativa, o objetivo é a construção de uma

¹ A tradução livre seria “Confie, mas certifique-se”. Trata-se de um provérbio russo que Reagan utilizava no contexto da negociação do desarmamento nuclear com a URSS. <https://lbmjournal.com/trust-but-verify-is-sound-leadership-advice/>

² <https://www.ibgc.org.br/conhecimento>

tese de investimento, momento em que a governança corporativa deve ser analisada. No entanto, recorrentemente a análise qualitativa acaba se concentrando na avaliação dos atributos microeconômicos e mercadológicos da tese, deixando em segundo plano a pesquisa sobre a governança corporativa³, equívoco que pode se revelar muito custoso no futuro. Muitos analistas acabam por se apegar unicamente ao segmento de listagem da companhia na B3 como indicativo de boas práticas de governança, algo muito aquém do que um bom processo de análise demanda.

Objetivando contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a B3 mantém quatro segmentos para a listagem de empresas: Básico, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O que os distingue são gradativos incrementos (na ordem apresentada) nas regras de governança corporativa. No segmento mais exigente, o Novo Mercado, valem ser destacadas: a imposição que a empresa emita apenas ações ON (em linha com a regra “one-share-one-vote”⁴, que confere direito de votos igualitários para todos os acionistas da companhia); a vedação de que uma mesma pessoa acumule os cargos de presidente do conselho e de CEO; a determinação de que 20% dos membros do conselho sejam independentes (não ligados ao controlador ou que ocupem cargos executivos na companhia); a existência do direito de tag along, que obriga uma eventual oferta pela aquisição da empresa a ser estendida aos minoritários em condições idênticas àquelas apresentadas ao controlador. O segmento Nível 2 determina regras idênticas ao Novo Mercado, com exceção da permissão da existência de duas classes de ações (ON e PN). Todas essas regras (além de outras determinadas pela B3 para esses dois segmentos, mas não mencionadas anteriormente) são muito bem-vindas. No entanto, como veremos a seguir, não são suficientes para determinar a boa governança de uma empresa.

Em primeiro lugar, ao contrário do que acontece em mercados desenvolvidos, grande parte das empresas listadas no Brasil possui um controlador. Isso confere uma dinâmica própria à gestão, pois esse acionista majoritário tem a capacidade de escolher a totalidade do corpo diretivo, apontar a maioria dos conselheiros e ditar a estratégia a ser adotada. Enfim, para essa categoria de empresa, a governança corporativa depende das intenções do controlador. Como bem disse Francisco Petros⁵, advogado, economista, com passagens por entidades do mercado financeiro, como Apimec, e atual conselheiro representante dos minoritários na Petrobras: “não existe governança que resista ao poder de controle”.

Temos uma opinião diversa da corrente majoritária do mercado, que considera a presença de controle prejudicial à governança corporativa. Preferimos ser minoritários em uma empresa cujo controlador seja diligente, de boa índole e com um longo histórico de geração de valor para o acionista, do que investidores em uma empresa com controle pulverizado cujos resultados pretéritos sejam questionáveis — o que, na maioria das vezes, tem sido a tônica para esse tipo de empresa no Brasil.

Além disso, o fato de a empresa ser aderente ao Novo Mercado ou Nível 2 da B3 não garante a boa prática de governança corporativa. Muitas vezes há equívocos na escolha dos membros do conselho de administração, o que pode colocar em risco o interesse do minoritário: eleição de conselheiros sem experiência para o cargo; conselheiros escolhidos pelos executivos ou acionistas da empresa pelo simples

³ A negligência atinge não apenas o mercado de forma mais ampla, como também a nós, o que motivou a escrever esse texto. Em carta futura abordaremos os equívocos cometidos no passado e quanto esses nos custaram.

⁴ <https://www.nasdaq.com/glossary/o/one-share-one-vote-rule>

⁵ <https://br.linkedin.com/in/franciscopetros>

fato de estarem sob sua esfera de influência. Enfim, a escolha dos membros do conselho de administração deve ser baseada na meritocracia, levar em consideração a ética no trabalho e não fatores como conexões pessoais, influência política ou outros critérios não relacionados ao desempenho e à capacidade profissional.

Os membros do conselho de administração devem representar, no seu conjunto, uma pluralidade de competências, caso contrário os resultados corporativos podem ser prejudicados. Por exemplo, um conselho que contenha de forma desproporcional profissionais com conhecimento em finanças pode apresentar deficiências em outras áreas, o que poderia levar a decisões equivocadas nos temas relacionados à operação e à estratégia da companhia.

É função do conselho de administração a escolha dos profissionais que ocuparão os principais cargos executivos de uma empresa, bem como fiscalizar suas ações. Infelizmente, com frequência o conselho falha nessa tarefa. Já nos deparamos com empresas cujos ativos eram utilizados para o benefício particular do controlador ou de executivos, sem proporcionar qualquer benefício aos minoritários. Coibir esse tipo de abuso é uma função essencial de um conselheiro.

Outra anomalia recorrente é a desproporcional influência e representatividade de acionistas em empresas sem controle definido, conhecidas no Brasil como *corporations*. Já testemunhamos casos em que o maior acionista detinha apenas 10% do capital, mas ainda assim conseguiu escolher os profissionais que ocupavam os cargos de CEO e CFO, além de outras posições executivas-chave, e indicar 20% dos membros do conselho de administração. Consideramos essa situação preocupante, pois permite que o acionista dite os rumos da empresa sem um comprometimento proporcional ao risco corrido, o que constitui uma usurpação dos direitos econômicos dos acionistas minoritários.

Dada a complexidade do tema, a governança corporativa é um dos pontos mais delicados de uma tese de investimentos. Quando negligenciada, sem dúvida, é a principal responsável pelo insucesso da alocação de capital, implicando em perda para o investidor.

Uma governança corporativa eficaz proporciona transparência nas decisões do conselho de administração e do corpo diretivo de uma companhia, além de mitigar riscos corporativos. Essa abordagem cria condições para uma melhor eficiência operacional, possibilitando que a empresa tenha acesso a capital de menor custo, o que impacta positivamente seus resultados. Portanto, boas práticas de governança não são apenas uma retórica para agradar críticos ou alinhar a empresa com tendências do mercado, mas uma forma objetiva de gerar valor para o acionista.

O mercado no 1º semestre de 2024

O ambiente externo foi marcado pela mudança de percepção em relação à redução dos juros pelo Fed. No início de 2024 a expectativa dos investidores era que a autoridade monetária americana implementaria reduções dos *Fed Funds* ao longo do ano. No entanto, a inflação e o emprego em níveis mais elevados do que os projetados acabaram por postergar o alívio dos juros.

No Brasil havia também a mesma expectativa em relação à Selic, e por motivo semelhante as projeções se modificaram. Em sua última reunião, o Copom manteve inalterada a taxa básica de juros, encerrando o ciclo

de cortes em patamar superior ao esperado no início do ano. Além disso, a conjuntura americana descrita acima acaba por limitar a capacidade do Banco Central de reduzir a Selic.

Como agravante, a situação fiscal brasileira demanda cuidado. Apesar de muito recente, o novo arcabouço fiscal está sendo colocado à prova e os últimos resultados apresentados pelo governo indicam que há grande possibilidade de que a meta de resultado primário não seja cumprida. O mandatário brasileiro não demonstrou sensibilidade à questão, trazendo grande estresse ao mercado, o que implicou na depreciação significativa da taxa de câmbio, aumento dos juros longos e, conseqüentemente, desvalorização do preço das ações.

Tendo em vista a conjuntura apresentada, é provável que o leitor se pergunte como um cenário mais desafiador impacta a carteira do 3R Radix FIA. Com o objetivo de responder essa questão, descrevemos brevemente a atividade de cada empresa do nosso portfólio:

Frasle Mobility: Empresa fabricante de autopeças, cujas vendas para o mercado de reposição representam mais de 85% do total. Além disso, 35% da receita se dá em moeda forte. No final de junho, a companhia anunciou a compra de uma empresa mexicana de autopeças, que aumentará o EBITDA da Frasle em 40%, elevará o mercado de reposição para 95% das vendas e a receita em moeda forte para 55% do total.

Vamos: a companhia atua na terceirização de frotas de máquinas e caminhões. Apesar de ser líder no setor, possui menos de 2% da frota brasileira. A terceirização é vantajosa para seus clientes tanto do ponto de vista operacional, como tributário. Assim, há um grande potencial de crescimento para a Vamos apenas pelo aumento da penetração do serviço oferecido pela empresa, o que a deixa menos dependente do incremento do mercado como um todo.

Hidrovias do Brasil: atua no transporte fluvial em dois mercados, o corredor Sul (Rio Paraguai), onde movimenta, sobretudo, minério de ferro, e o corredor Norte, movimentando grãos entre Miritituba-PA até o porto de Barcarena-PA. O corredor Norte é a rota que mais cresce em transporte de grãos no estado do MT.

3Tentos Agroindustrial: por meio de uma ímpar rede de relacionamento com pequenos e médios produtores rurais nos estados do RS e do MT, a companhia origina grãos, que são destinados para *trading* e beneficiamento em 3 fábricas próprias, nas quais produz farelo de soja, óleo de soja e biodiesel. Como forma de fortalecer o relacionamento com a rede de produtores rurais, a 3tentos possui dezenas de lojas para a venda de insumos agrícolas, bem como uma instituição financeira própria para fornecer créditos para esses produtores.

Neoenergia: atua nos três segmentos do setor elétrico, sendo que a maior parte do resultado provém da distribuição de energia. A receita, o resultado operacional e a geração de caixa da companhia são resilientes e previsíveis. A partir de 2025 os investimentos a serem realizados pela companhia serão reduzidos, incrementando a geração de caixa, diminuindo a alavancagem, aumentando a possibilidade de pagamento de dividendos. Possui uma TIR real muito atrativa, cuja apuração depende exclusivamente da capacidade de execução da empresa, sem depender de fatores externos.

Petrobras: dispensa grandes apresentações. A troca de governo não trouxe mudanças significativas na gestão da companhia, que continua sendo uma grande geradora de caixa e pagadora de dividendos. A nossa expectativa é de um *dividend yield*⁶ próximo do custo de oportunidade, o que dá um grande colchão de prevenção à riscos não previamente vislumbrados.

Eletrobras: maior empresa do setor elétrico brasileiro, atuando na transmissão e geração de energia. Se não bastasse a conjuntura descrita acima, uma recente disputa judicial iniciada pelo governo brasileiro afetou significativamente o desempenho do preço da ação recentemente. No entanto, as notícias divulgadas pela imprensa⁷ indicam que um acordo com o governo se aproxima, o qual seria vantajoso para Eletrobras. Negociada com uma TIR real em torno de 14%, consideramos um caso de investimento muito atraente.

Multiplan: uma das maiores empresas proprietárias de shopping centers no Brasil. Consideramos que a Multiplan possui o melhor portfólio do segmento, possuindo ativos irreplicáveis, como o Morumbi Shopping (em SP, capital) e Barra Shopping (na cidade do RJ). Historicamente, os shoppings da companhia apresentam resiliência em vendas, mesmo em cenários desfavoráveis.

Sabesp: terceira maior empresa de saneamento do mundo. No mês de julho acontecerá a privatização da companhia, processo que trará um investidor de referência, cuja responsabilidade será a universalização do serviço de saneamento na área de atuação da companhia até o ano de 2029. Acreditamos que a Sabesp representa uma oportunidade de TIR atraente sobre um ativo que apresentará significativo crescimento no período em questão, implicando em importante geração de valor para o acionista.

Carrefour: possui a maior operação de atacarejo do Brasil por meio da bandeira Atacadão. Dois anos atrás adquiriu o Big, cuja integração traz mais desafios do que o inicialmente imaginado. No entanto, acreditamos que o pior ficou para trás, uma vez que foram implementadas iniciativas de otimização operacional. Assim, nossa expectativa é de incremento de lucro, mesmo que não ocorra uma grande evolução de receita.

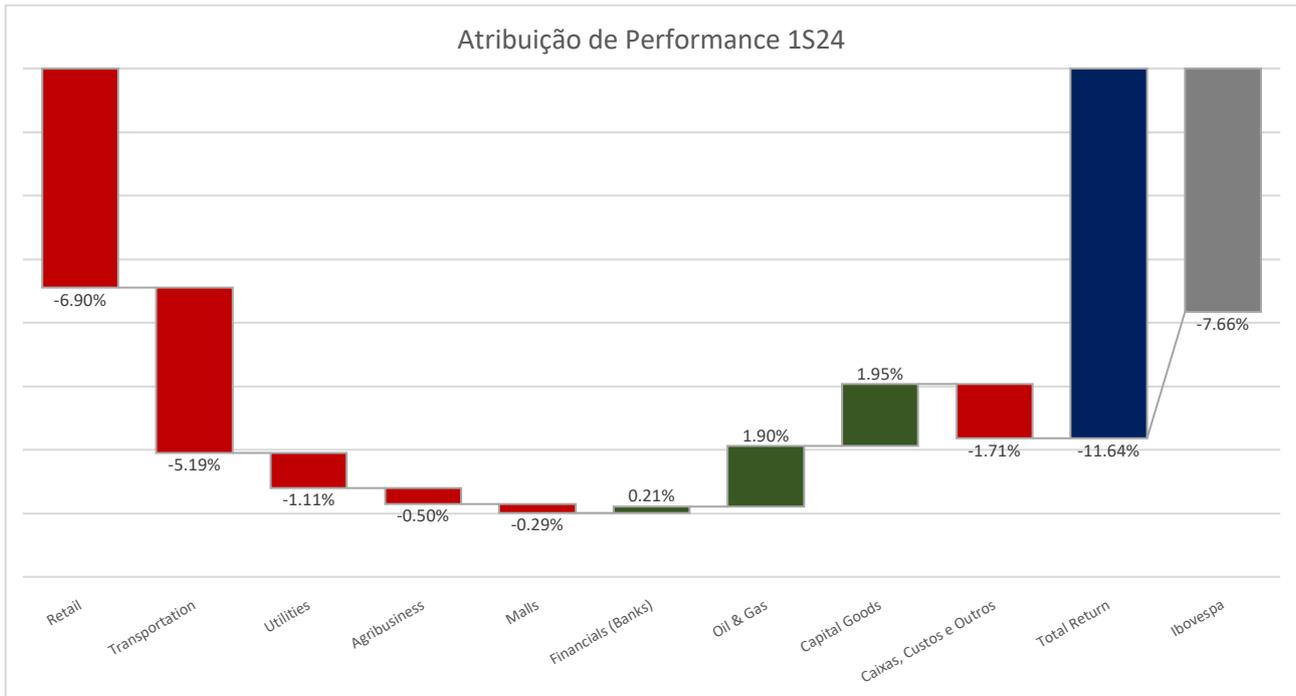
Itaú: maior banco do Brasil, cujos resultados são uma referência para o setor. Ao longo de décadas de história, o Itaú apresentou resiliência no lucro e capacidade de entregar valor ao acionista mesmo em cenários muito desafiadores. Acreditamos que essas qualidades se repetirão nos próximos anos.

Consideramos que as empresas acima possuem boas margens de segurança, além de serem bons casos de investimentos. Nos deprimidos preços pelos quais são negociadas, acreditamos que também representam uma boa oportunidade para o investidor que busca obter retorno no longo prazo.

⁶ *Dividend yield* = dividendo / preço da ação. Na nossa opinião, uma das métricas mais objetivas para se medir a capacidade de geração de valor por uma empresa.

⁷ <https://fij.com.br/empresas/eletrobras-perto-de-acordo-com-governo-em-acao-no-stf-sobre-privatizacao-dizem-fontes/>

Atribuição de Performance e Informações de Desempenho Histórico



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

| | | jan | fev | março | abril | maio | junho | julho | ago | set | out | nov | dez | Ano |
|------|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 2013 | 3R Radix FIA | | | | | | | | | | 0.51% | -0.91% | -0.50% | -0.90% |
| | lbovespa | | | | | | | | | | 3.25% | -3.27% | -1.86% | -1.98% |
| 2014 | 3R Radix FIA | -6.16% | 1.25% | 7.35% | 0.86% | 0.49% | 1.74% | 2.42% | 2.82% | -3.45% | -1.52% | 1.54% | -2.63% | 4.13% |
| | lbovespa | -7.51% | -1.14% | 7.05% | 2.40% | -0.75% | 3.76% | 5.01% | 9.78% | -11.70% | 0.95% | 0.17% | -8.62% | -2.91% |
| 2015 | 3R Radix FIA | -1.19% | 3.79% | 1.04% | 3.24% | -2.88% | 2.21% | -2.32% | -5.56% | -2.58% | 5.23% | 0.29% | 0.09% | 0.81% |
| | lbovespa | -6.20% | 9.97% | -0.84% | 9.93% | -6.17% | 0.61% | -4.17% | -8.33% | -3.36% | 1.80% | -1.63% | -3.92% | -13.31% |
| 2016 | 3R Radix FIA | -1.56% | -0.28% | 6.13% | 5.12% | -8.69% | 3.52% | 14.69% | 1.18% | 1.35% | 13.55% | -1.77% | -2.88% | 31.88% |
| | lbovespa | -6.79% | 5.91% | 16.97% | 7.70% | -10.09% | 6.30% | 11.22% | 1.03% | 0.80% | 11.23% | -4.65% | -2.71% | 38.93% |
| 2017 | 3R Radix FIA | 4.97% | 8.30% | -2.54% | 2.33% | -4.19% | 0.20% | 8.56% | 8.03% | 8.77% | -2.04% | -5.68% | 6.68% | 36.85% |
| | lbovespa | 7.38% | 3.08% | -2.52% | 0.65% | -4.12% | 0.30% | 4.80% | 7.46% | 4.88% | 0.02% | -3.15% | 6.16% | 26.86% |
| 2018 | 3R Radix FIA | 9.42% | 0.16% | 1.78% | -2.68% | -10.83% | -6.15% | 7.88% | -4.92% | 0.17% | 15.26% | 1.74% | 1.33% | 10.92% |
| | lbovespa | 11.14% | 0.52% | 0.01% | 0.88% | -10.87% | -5.20% | 8.88% | -3.21% | 3.48% | 10.19% | 2.38% | -1.81% | 15.03% |
| 2019 | 3R Radix FIA | 14.75% | -2.41% | -0.75% | 1.27% | 2.05% | 4.51% | 2.21% | -0.22% | 1.27% | 1.02% | -0.56% | 8.45% | 35.07% |
| | lbovespa | 10.82% | -1.86% | -0.18% | 0.98% | 0.70% | 4.06% | 0.84% | -0.67% | 3.57% | 2.36% | 0.95% | 6.85% | 31.58% |
| 2020 | 3R Radix FIA | 1.24% | -7.66% | -37.09% | 16.13% | 11.51% | 14.42% | 9.38% | 1.84% | -7.47% | -0.69% | 13.57% | 7.34% | 8.74% |
| | lbovespa | -1.63% | -8.43% | -29.90% | 10.25% | 8.57% | 8.76% | 8.27% | -3.44% | -4.80% | -0.69% | 15.90% | 9.30% | 2.92% |
| 2021 | 3R Radix FIA | -1.99% | -1.73% | 7.62% | 3.13% | 7.63% | 1.18% | -3.02% | -2.26% | -4.45% | -8.16% | 0.03% | 3.45% | 0.19% |
| | lbovespa | -3.32% | -4.37% | 6.00% | 1.94% | 6.16% | 0.46% | -3.94% | -2.48% | -6.57% | -6.74% | -1.53% | 2.85% | -11.93% |
| 2022 | 3R Radix FIA | 7.11% | -3.83% | 9.87% | -4.48% | 1.40% | -10.19% | 7.34% | 11.14% | 0.03% | 5.12% | -5.11% | 0.35% | 17.59% |
| | lbovespa | 6.98% | 0.89% | 6.06% | -10.10% | 3.22% | -11.50% | 4.69% | 6.16% | 0.47% | 5.45% | -3.06% | -2.45% | 4.69% |
| 2023 | 3R Radix FIA | 0.19% | -7.99% | -1.38% | 4.63% | 9.06% | 8.08% | 3.73% | -2.26% | 0.43% | -6.65% | 8.18% | 2.38% | 18.02% |
| | lbovespa | 3.37% | -7.49% | -2.91% | 2.50% | 3.74% | 9.00% | 3.27% | -5.09% | 0.71% | -2.94% | 12.54% | 5.38% | 22.28% |
| 2024 | 3R Radix FIA | -7.32% | 3.88% | 3.01% | -5.69% | -4.78% | -0.78% | | | | | | | -11.64% |
| | lbovespa | -4.79% | 0.99% | -0.71% | -1.70% | -3.04% | 1.48% | | | | | | | -7.66% |

O fundo foi transferido para 3R Investimentos em 22/6/2021, mantendo a política de investimento e filosofia de gestão

Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

| Desde Início | |
|--------------|---------|
| 3R Radix FIA | 277.68% |
| lbovespa | 136.86% |

Atenciosamente,

Equipe 3R Investimentos