

Em 2022, a cota do Vista FIA acumulou variação de -12,1% comparada à variação de -6,0% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de -8,3%, comparada à variação de 5,4% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 179,7%, comparada à variação de 97,1% do IBOV no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 33,7% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 21,1% do CDI no mesmo período.

* * *

Na carta anterior, abordamos o tema de geração de valor através de desinvestimentos, quando uma empresa libera capital humano e financeiro para usos mais eficientes através da venda de ativos. Nessa carta, comentaremos o principal motor na geração de valor para o acionista: a alocação de capital.

*

Ao analisar uma companhia, o investidor compara o valor presente da geração de caixa futura com o preço atual do negócio. Muitas vezes, por simplificação, assume em suas projeções que todo caixa gerado será devolvido para o acionista. Na prática, a maior parte desse capital será reinvestido¹, e aqui reside parte importante da complexidade do investimento em

ações: além de entender a capacidade de geração de caixa dos ativos existentes, o investidor precisa estar atento à capacidade dos seus gestores de reinvestirem o caixa gerado.

De forma ampla, uma companhia possui três grandes destinos para o capital:

- i. alocação em investimentos orgânicos, seja em ativos fixos, P&D ou aumento do capital de giro;
- ii. alocação em fusões e aquisições de outros ativos ou empresas (M&A);
- iii. devolução do capital ao acionista, via recompra de ações ou pagamento de dividendos.

*

Decisões certas e erradas tem efeito cascata sobre o futuro da companhia. Aquele que conhece a melhor alternativa marginal para o uso do dinheiro acaba criando uma vantagem importante: utilizar os retornos extraordinários das decisões passadas para financiar as necessidades de capital dos ciclos futuros, minimizando assim a dependência das fontes externas de dinheiro.

Para possibilitar a constante busca por geração de valor é essencial que os efetivos donos do negócio coloquem incentivos corretos para os gestores e que tenham uma relação simbiótica para orientá-los nessa jornada diretamente ou através do conselho de administração. Incentivos inadequados tendem a privilegiar a geração de valor no curto prazo em detrimento do longo prazo do negócio. Metas atreladas apenas ao resultado sem

¹Apenas como curiosidade, um estudo publicado por Michael Mauboussin em 2015 sobre alocação de capital mostrou que os

investimentos feitos por empresas americanas entre o pós-Segunda Guerra Mundial e 2014 foram 80% financiados com própria geração de caixa das companhias.

considerar a quantidade capital investido, por exemplo, fazem com que recursos finitos sejam alocados sem análise de retornos e custo de oportunidade.

Acreditamos que a forma mais adequada de ganhar conforto com a capacidade de alocação de uma companhia é investigando a fundo a tomada de decisão dos mesmos gestores em investimentos passados.

“Prediction is very difficult, especially about the future”²

Nessa etapa olhamos em retrospecto o caminho trilhado pela companhia até aqui, buscando entender: qual foi o racional estratégico das decisões de investimento; como e por quem foram aprovadas; o tipo de financiamento utilizado; a taxa mínima de retorno exigida para a aprovação; e as adições de risco ou distrações trazidas.

Para entender a geração de valor nas fusões e aquisições, o investidor precisa se certificar que o prêmio³ pago pela adquirida não supera os benefícios gerados na junção dos negócios. Os benefícios podem ser de caráter operacional como em casos de sinergias de vendas, melhorias em produtividade de despesas e fiscais; ou também ter perfil defensivo, em que o comprador retira do mercado um competidor ou fator de risco, que por sua vez poderia destruir valor no futuro.

Estar posicionado na indústria certa - com crescimento e disciplina competitiva - já é grande vantagem, mas não

é suficiente. A empresa precisa ter as competências e apetite para ocupar esses espaços de forma eficiente em capital e risco.

Muitas vezes nos deparamos com gestores que conseguem ao longo do tempo criar diferenciais competitivos importantes, mesmo em indústrias que *ex ante* não pareciam apresentar oportunidades óbvias de geração de valor. São empresas que constroem vantagens ganhando eficiência operacional em cada ponto crítico do negócio, construindo uma barreira de entrada difícil de ser replicada por não estar presente em um único fator. Por isso, não excluímos do nosso portfólio o investimento em indústrias historicamente mais competitivas.

*

Eneva

A Eneva (originalmente MPX) iniciou as atividades em 2001, dedicada à gestão de usinas termelétricas à carvão. A predominância do gás como fonte energética e o principal modelo de negócios atual – o *Reservoir to Wire (R2W)*⁴ totalmente verticalizado – surgiram apenas em 2009, com o direito à exploração dos blocos na Bacia do Parnaíba.

A exploração de gás no Parnaíba começou por meio de uma *joint venture* com a OGX, que era responsável por oferecer suprimento às usinas termelétricas da MPX, situadas no mesmo local. A partir de 2013, a

² Niels Bohr, químico

³ O que a contabilidade não consegue reclassificar em ativos fixos e intangíveis ou no capital de giro, fica registrado como ágio no balanço da compradora como forma de refletir a expectativa futura de geração de caixa advinda da aquisição.

⁴ Reservoir to Wire (R2W) é tipo de geração termelétrica onde o gás utilizado pela usina é produzido nas adjacências do próprio empreendimento

deterioração do grupo EBX travou novos investimentos exploratórios e a ausência da descoberta de novas reservas de gás passou a ameaçar a geração de energia elétrica. Nesse mesmo período, a MPX sofria com o pagamento de penalidades por indisponibilidade não programada nas usinas à carvão e atrasos na conclusão de alguns projetos.

A deterioração operacional e financeira rapidamente se acentuou e culminou na recuperação judicial iniciada no final de 2014. Durante o processo, os antigos credores Cambuhy e BTG assumiram o controle societário e empossaram um novo time de administradores com a missão de arrumar a casa.

A verticalização das atividades de exploração e produção de gás, geração termelétrica e comercialização de energia criaria alguns dos diferenciais competitivos da companhia – acesso barato a molécula de gás, redução da exposição ao preço global, flexibilidade de geração –, que após um início conturbado permitiriam uma sequência de investimentos bem-sucedidos.

No primeiro ano da nova gestão, o custo de operação das usinas caiu 16% e a disponibilidade subiu 68% para 96%, entre o segundo semestre de 2016 e o segundo semestre de 2017. A correção de ineficiências operacionais e a recuperação de rentabilidade nas operações existentes possibilitaram a retomada do crescimento.

A companhia, que a essa altura já respondia por Eneva, reconheceu a atratividade econômica do gás *onshore* se comparado ao *offshore*, dado o menor esforço tecnológico e monetário, e se viu bem posicionada

durante uma transição na matriz eletroenergética brasileira.

Na última década, a acelerada adoção das fontes eólica e solar introduziu no sistema novas formas de geração não controláveis e intermitentes, que já alcançam 12% da capacidade de geração do país. No mesmo período, a agenda ambiental impediu a construção de novas hidrelétricas com reservatórios de armazenagem, as quais foram historicamente utilizadas para neutralizar o risco da geração de fontes cujas disponibilidades são incertas e não armazenáveis.

Na falta dos reservatórios, o planejamento de longo prazo do setor elétrico passou a prever uma maior penetração da geração termelétrica no sistema, trazendo a previsibilidade necessária para que a Eneva desenvolvesse seu plano de investimento.

A empresa acelerou a exploração e o desenvolvimento dos campos no Parnaíba, aumentando as reservas provadas em mais de 65%, o que viabilizou projetos termoeletrônicos com retornos estimados em 20% em termos reais sem alavancagem.

Já em dezembro de 2017, obtive o direito à exploração do Campo de Azulão, que se provaria um de seus melhores investimentos. Localizado na Bacia do Amazonas, Azulão é uma das últimas fronteiras prolíficas em gás *onshore* do país. A operação significa a possibilidade de explorar o modelo *R2W* em uma nova localidade e impedir que um competidor se estabelecesse na região. O projeto ficou ainda melhor quando o sistema isolado de Roraima, que comprava energia da Venezuela, enfrentou dificuldades para importar energia e o governo precisou realizar um leilão

para o atendimento elétrico da região. Como o estado fica a mais de mil quilômetros de distância do campo de Azulão e apresenta desafios logísticos intrínsecos à região de floresta, a utilização do gás da Eneva dependia de uma solução até então inédita no Brasil: levar o gás na forma liquefeita (GNL) em carretas do campo de Azulão até Boa Vista. A companhia venceu o leilão e viabilizou alocação de R\$ 2,0bi a um retorno projetado por nós de mais de 20% em termos reais.

O potencial do projeto de Azulão não se esgotaria nesse leilão. O novo campo e o novo modelo fizeram com que a Eneva se tornasse o maior produtor de GNL do Brasil, desenvolvendo competências que viriam a destravar a possibilidade de fornecer GNL diretamente para clientes industriais, como mostrado pelo recente e inédito contrato de suprimento com a Suzano e Vale. Além disso, no primeiro momento, as reservas do campo eram apenas suficientes para honrar o contrato de 130 MW da usina de Jaguatirica, mas após o desenvolvimento bem-sucedido do ativo a Eneva poderá viabilizar cerca de 1.000 MW em novos projetos termoelétricos a serem habilitados em futuros leilões.

Um bom alocador de capital também deve saber recuar frente a oportunidades aparentemente atrativas quando reconhecer usos melhores para o dinheiro. Durante o ano de 2021, existia uma grande expectativa sobre a compra pela Eneva do polo produtor de óleo e gás de Urucu⁵. Comprar o polo significava entrar na última grande fronteira de gás *onshore* no norte do

Brasil. Durante o processo de negociação dos contratos, a Petrobras elevou o preço exigido pelo ativo em função da alta do petróleo e a Eneva resolveu não seguir com a aquisição.

Mesmo com a grande geração de valor observada nos últimos anos, o futuro da Eneva ainda nos parece promissor. Fora do setor elétrico, o mercado de gás ainda dá seus primeiros passos. A *Lei do Gás*, arcabouço legal que organiza o setor e cria incentivos à competição, é super recente, tendo sido promulgada apenas em 2021. Historicamente toda molécula de gás consumida no Brasil passava pela Petrobras, que era monopolista em todos os elos da cadeia. Após a lei, a adoção de compromissos anticoncorrenciais e os desinvestimentos por parte da estatal, hoje vemos um mercado mais maduro com participantes independentes gerindo suas infraestruturas próprias e seus portfólios de gás natural.

No seu mais recente movimento Eneva adquiriu a CELSE, maior térmica do Brasil localizado no estado de Sergipe. Se tratando de uma aquisição de ativo de baixo risco, a princípio o retorno esperado é menor. No entanto, entendemos que a aquisição não só afasta a possibilidade de que um competidor se estabeleça na região, mas coloca nas mãos da Eneva um dos poucos terminais de regaseificação privados no país, capaz de fornecer gás para a malha interligada de gás. O investimento possibilita que futuramente a Eneva atue como um importante supridor de gás para

⁵ Urucu é o maior campo produtor de gás natural *onshore* e com as maiores reservas provadas localizado em uma região remota do estado da Amazônia.

distribuidoras locais e clientes do ainda incipiente mercado livre de gás.

Buscando diversificação ao gás, a Eneva executou a aquisição da Focus. Antes de ser adquirida, a Focus enfrentava um problema de solvência grave: após grande estouro de orçamento no seu projeto e sem possibilidade de adicionar alavancagem, a empresa não tinha recursos para dar sequência no projeto. A Eneva se aproveitou dessa condição de mercado e estruturou rapidamente uma operação onde injetou recursos na companhia e assumiu o controle da Focus. A leitura oportunista lhe concedeu entrada em renováveis a um retorno estimado da ordem de 16% real, bem alto quando comparado a outras transações semelhantes⁶.

Nos últimos anos, a Eneva negociou com prêmio em relação aos seus *peers* quando consideramos só os seus projetos já contratados. Até hoje tal prêmio se justificou à medida que a companhia foi capaz de identificar novas oportunidades de alocação de capital a retornos elevados. Acreditamos que os investimentos realizados pela gestão atual na construção de vantagens competitivas e o desenvolvimento de novas plataformas de crescimento permitirão à companhia continuar alocando grande volume de capital no longo prazo com retornos substancialmente acima de seu custo de capital.

⁶ Com baixa barreira e de fácil operação, as aquisições no setor de geração renovável tem retornos tipicamente baixos.

⁷ Itaú é um nome que vem de uma aquisição de 1963, 20 anos após a fundação do Banco Central de Crédito por Alfredo Egydio de Souza Aranha. E Unibanco vem literalmente de União Brasileira de Bancos, nome adotado pelo Banco Moreira Salles após a compra do Banco Agrícola Mercantil em 1967.

Itaú

Um de nossos investimentos nos fundos de ações é o Itaú-Unibanco⁷, nome justamente derivado da fusão ocorrida em 2008 entre dois concorrentes que criou o maior banco privado do país. A história de ambas as instituições é calcada em inúmeras aquisições que consolidaram o setor bancário nacional, fazendo o conglomerado entrar em negócios adjacentes e criando uma empresa verticalizada em diversos segmentos do setor financeiro.

Ainda que novos entrantes estejam atacando segmentos individuais, ao trazer propostas de valor aos clientes mais adequadas à atualidade, durante décadas a verticalização resultante do processo de aquisições gerou muito retorno para o banco. De 1995 até a fusão com o Unibanco em 2008, o Itaú fez pelo menos uma aquisição relevante por ano e o capital empregado nelas por ano representou 35% do lucro acumulado no período⁸. Nesse período, o banco compôs seu patrimônio⁹ à taxa de 28% ao ano.

Após a fusão com o Unibanco, o Banco Central e o CADE passaram a ser mais restritivos com as aquisições feitas pela companhia, além de impor diversas agendas microeconômicas de incentivo à competição. Ainda assim, de lá para cá o banco conseguiu compor seu capital a 19% ao ano.

⁸ Outros 25% dos lucros acumulados no período foram pagos em dividendos aos acionistas e 40% retidos para o crescimento orgânico.

⁹ ROE médio do período. Aproximadamente também o número verificado na taxa de crescimento do valor patrimonial por ação adicionados os dividendos pagos aos acionistas.

Aquisições no setor bancário por muito tempo tiveram alavancas muito claras de ganhos. Uma instituição com maior escala e exposição ao varejo tinha acesso a melhor *funding*, possibilitando a compra de instituições menores para torná-la mais competitivas. Outra importante sinergia de custo veio da integração de *backoffices* e maior escala no processamento. Bancos também ganharam em capilaridade e escala ao adicionarem redes de agências e carteiras de clientes das adquiridas, o que aumentou o poder de preço em segmentos ou regiões específicas. As aquisições de bancos estaduais na época das privatizações trouxeram aceleração na expansão regional¹⁰, assim como boas bases de clientes.

O Itaú também muitas vezes utilizou aquisições para fortalecer competências e segmentos onde não era tão dominante:

- i. Segmento de alta renda: aquisição do Banco Francês Brasileiro em 1996, que trouxe a marca *Personnalité*, e da carteira de varejo do Citi Bank Brasil em 2016;
- ii. Segmento de atacado e Private Banking: aquisição do BBA em 2002;
- iii. Mercado de veículos: aquisição do Banco Fiat também em 2002;
- iv. Vida e previdência: aquisição da carteira da AGF Brasil Seguros em 2003; e
- v. Cartões: aquisição da Credicard em 2013.

As fusões e aquisições também foram parte da expansão internacional, com as aquisições do Banco Del

Buen Ayre em 1998, BankBoston em 2006 e Corpbanca em 2014. Aqui, no entanto, julgamos que não foram boas alocações de capital, pois o banco não foi capaz de atingir posições de dominância nos principais mercados que entrou, certamente frustrando os planos de diversificação de riscos para fora do Brasil.

O banco também foi excepcionalmente hábil ao longo do tempo em manter as pessoas-chaves em suas principais aquisições, utilizando-as para fortalecer seus quadros. Essa capacidade de agregar culturas diferentes é essencial para o sucesso em uma fusão ou aquisição. Na sua principal aquisição, o Itaú conseguiu conciliar culturas e acionistas diferentes ao se juntar com Unibanco, criando um conselho conjunto e inclusive alterando seu próprio nome para acomodar seus novos sócios, ainda que tivesse quase duas vezes o tamanho do novo parceiro.

Um bom alocador de capital também tem que ser capaz de fazer movimentos ousados em momentos de incerteza. Quando fecharam a fusão com o Unibanco, o mundo se encontrava no meio da maior crise global desde a grande depressão de 1929. No turbulento período do final dos anos 90 e início dos anos 2000, o banco fez grandes aquisições.

Uma aquisição recente e importante foi a participação na XP. Em 2017, enquanto buscava abrir seu capital na bolsa, a plataforma de investimentos acabou aceitando uma oferta do Itaú para comprar 49,9% de seu capital¹¹ por R\$6.3 bilhões e adiar seu IPO. O plano original era tomar o controle da XP e fazer dela sua plataforma de

¹⁰ Entre 1997 e 2000 o Itaú comprou o Banerj, Bemge, Banestado e BEG.

¹¹ O plano original era adquirir o controle da XP, mas o BCB restringiu essa parte da operação.

investimentos, no entanto o BCB vetou a operação, criando a estranha posição de maior investidor, não controlador e concorrente. Por mais que seus planos tenham sido frustrados, ao considerarmos o retorno do investimento inicial apenas sob a ótica do investidor de Itaú, passando pela venda de 5% de sua posição no follow-on em Dezembro de 2020, até a cisão da participação com distribuição para seus acionistas, o banco multiplicou por 9x seu capital em pouco mais de quatro anos¹².

Além disso, usou a experiência da proximidade com a XP para reformular sua área de investimentos e buscar M&As no segmento, que complementem suas competências. Além dos investimentos orgânicos, comprou grandes participações nas corretoras Ideal e Avenue. Estas trazem melhora tecnológica para a corretora do banco, capacidade de oferecer uma plataforma *white label* para escritórios de assessores de investimento, a possibilidade de oferecer investimentos nos EUA para seus clientes, além de equipes com experiência em criar corretoras para o varejo.

Outro aspecto importante da política de alocação de capital do Itaú-Unibanco ao longo do tempo foi ter sempre muita atenção ao custo de capital de seus acionistas. Levaram este em consideração não apenas na hora de determinar o nível de exigência de retorno para investimentos orgânicos ou inorgânicos, mas também para determinar qual será a política de *payout* de dividendos ou recompra de ações. Vemos com bons

olhos a prática, que permite flexibilidade de crescimento, assim como cumpre seu papel de dar alguma previsibilidade ao minoritário de que a empresa não acumulará capital ineficientemente.

Por fim, um último fator determinante para que o Itaú-Unibanco tenha se mantido como um bom alocador de capital ao longo dos anos é a atuação de seu controlador através da Itaúsa, veículo das famílias fundadoras do banco. Através dessa holding a família diversifica seus investimentos em outros setores que não o financeiro, evitando assim que conflito de interesses com os minoritários do banco por diversificação de capital em outros setores.

Olhando para os próximos anos, não esperamos grandes fusões e aquisições relativamente ao tamanho do banco, tanto por questões regulatórias, quanto pela já avançada consolidação do mercado brasileiro e o insucesso internacional, mas acreditamos que o novo CEO perseguirá novas aquisições e associações de empresas que tragam capacidades tecnológicas ao banco. O momento de mercado parece especialmente apropriado para comprar empresas de tecnologia a bons preços.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

12 Em maio de 2017 o Itaú comprou 49,9% da XP por R\$6.3bi, em dezembro de 2020 o Itaú vendeu 5% da XP por R\$5.6bi e em outubro de 2021 o banco distribuiu aos seus acionistas R\$50bi em ações da XP. Em abril de 2022 o banco novamente comprou

11.3% da empresa por R\$7.9bi, dos quais já vendeu 1.3% por R\$0.9bi para fins de enquadramento em Basileia. Junto de Itaúsa, o grupo detém quase um quarto das ações totais da XP.

Histórico de rentabilidade Vista FIC FIA

Ano	Vista FIA	IBOV	IBX
2015	3,2%	-13,3%	-12,4%
2016	53,7%	38,9%	36,7%
2017	26,7%	26,9%	27,5%
2018	24,5%	15,0%	15,4%
2019	46,2%	31,6%	33,4%
2020	9,9%	2,9%	3,5%
2021	-20,8%	-11,9%	-11,2%
2022	-12,1%	-6,0%	-5,7%
jan	3,7%	7,0%	6,9%
fev	-1,0%	0,9%	1,5%
mar	6,7%	6,1%	6,0%
abr	-12,9%	-10,1%	-10,1%
mai	1,4%	3,2%	3,2%
jun	-9,2%	-11,5%	-11,6%
Acum.	179,7%	97,1%	103,8%

Histórico de rentabilidade Vista Long Biased FIC FIM

Ano	Vista LB	CDI
2018	2,9%	1,1%
2019	36,4%	6,0%
2020	21,8%	2,8%
2021	-14,7%	4,4%
2022	-8,3%	5,4%
jan	6,9%	0,7%
fev	-1,1%	0,7%
mar	5,0%	0,9%
abr	-12,1%	0,8%
mai	0,8%	1,0%
jun	-6,8%	1,0%
Acum.	33,7%	21,1%

¹ O fundo teve seu índice de referência alterado de Índice Brasil - IBX para Ibovespa - IBOV em 11/06/2021

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTACAPITAL") é uma sociedade autorizada pela CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A VISTA CAPITAL não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo e não constitui aconselhamento ou recomendação de investimentos, notadamente, atividade de análise e consultoria de valores mobiliários, nem uma oferta de valores mobiliários pela VISTA CAPITAL. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Os recursos aplicados em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, do custodiante, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade apresentada dos fundos de investimento não é líquida de impostos. Caso o índice comparativo de rentabilidade aqui veiculado não seja o benchmark descrito no regulamento do fundo, considere tal índice meramente como referência econômica. Aos investidores é recomendada, antes do investimento, a análise detalhada dos documentos regulatórios dos fundos de investimento, notadamente a seção de fatores de risco. Este material e as informações aqui veiculadas são de propriedade da VISTA CAPITAL. É vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem a devida autorização expressa prévia.

