

A reafirmação de princípios

Chegamos á décima edição da carta trimestral do SUNO AÇÕES FIC FIA, um momento oportuno para resgatar parte do que afirmamos na primeira carta, para reforçar nosso compromisso com as estratégias perenes de investimento em valor, que defendemos desde o marco zero de nossa instituição. O primeiro ponto a rememorar é referente aos parâmetros de composição de nossa carteira, conforme publicado em abril de 2022:

“Em linhas gerais, o SUNO AÇÕES FIC FIA combina quatro estratégias na formulação de sua carteira de investimentos, com aproximadamente 30% do capital alocado em ações de empresas de valor, quer seja: companhias de ótimos fundamentos que estejam negociando a preços descontados; outros 30% do capital direcionados para ações de empresas com histórico de distribuição de dividendos, os quais são reinvestidos automaticamente, contribuindo para o aumento patrimonial do fundo, que passa a ser beneficiado pela força dos juros compostos; além de 20% do capital investido em ações de empresas consideradas Small Caps que, embora ainda sejam de menor porte, guardam grande potencial de crescimento; e outros 20% em ações de empresas estrangeiras, dissociadas da moeda nacional e das variações cambiais que interferem no desempenho de parte das companhias brasileiras.”

Destacamos que 30% do capital do fundo são direcionados para ações de empresas com histórico de distribuição de dividendos, pois abordaremos, mais adiante, uma forma alternativa pela qual as empresas podem beneficiar seus acionistas.

Também de nossa primeira carta, resgatamos os conceitos que norteiam nosso time de análise para eleger as companhias que integrarão nosso portfólio:

“Nosso método de análise de empresas tem como ponto de partida a observação do histórico de lucros de cada companhia. Os melhores negócios são aqueles que ostentam anos consecutivos de resultados positivos, com receitas recorrentes. Se os resultados forem crescentes, mesmo que de forma paulatina, tanto melhor. Além da verificação dos lucros, nos atentamos para as margens bruta, líquida e EBITDA (...). O indicador da margem EBITDA permite melhor comparação entre as empresas, sem que haja um padrão válido para todas, dado que cada segmento de atuação possui suas idiossincrasias.

Damos muito valor ao capital empregado pelos nossos cotistas. Por isso, priorizamos alocações em empresas que ostentem elevadas porcentagens de retorno sobre o patrimônio líquido, sempre considerando cada setor de atividade (...). Entretanto, independente do ramo de operações, as empresas precisam apresentar balanços sólidos, que contemplem dívidas controladas. Neste sentido, analisamos o caixa de cada companhia em relação às suas dívidas de curto prazo, bem como verificamos como suas dívidas de longo prazo estão equacionadas.

(...)

Por mais que determinada empresa tenha receitas recorrentes, notórias vantagens competitivas em cenários favoráveis de crescimento, elevada rentabilidade, dívida controlada, além da gestão eficaz e comprometida com as boas práticas; se a companhia estiver sendo negociada com múltiplos muito elevados, ela deixa de ser um investimento promissor.”

Reproduzimos estas passagens de nossa primeira carta, pois não alteramos uma vírgula no teor delas. As empresas foram criadas com o cristalino objetivo de serem lucrativas e parte dos lucros deve ser repassada para o conjunto de investidores que aportam recursos nestes negócios. A justificativa para isso não ocorrer de forma recorrente, é que o capital seja alocado em medidas que também entreguem valor para os acionistas, desde a quitação de dívidas, passando por projetos inovadores e chegando à recompra de ações, por exemplo.

A recompra de ações pode beneficiar quem as conserva

Assim como a distribuição de proventos para os investidores, uma das formas mais eficazes pelas quais as empresas podem remunerar seus acionistas se dá pela implantação de um programa de recompra de ações, que ocorre quando uma empresa compra suas próprias ações em circulação no mercado, podendo mantê-las em tesouraria ou cancelá-las.

Normalmente, essa operação acontece quando a companhia acredita que suas ações estão subvalorizadas. Essa percepção pode ser resultado de uma queda irracional do mercado ou de uma avaliação incorreta do valor real da empresa. Ao anunciar um programa de recompra, a empresa pode estar em posição de aproveitar uma oportunidade de mercado para utilizar seu capital de forma estratégica.

Desse modo, a intenção de recomprar ações pode ser interpretada como um sinal de confiança da empresa em seu próprio potencial. Se as ações recompradas são canceladas, o número total de ações diminui, aumentando a participação dos acionistas restantes. Por outro lado, se mantidas em tesouraria, a empresa pode vendê-las posteriormente a um preço maior, gerando um lucro que, por sua vez, também poderá ser parcialmente repassado para os acionistas remanescentes.

Logo, para os acionistas, a recompra pode ser benéfica. Com a redução do número de ações em circulação, os investidores da companhia passam a ter uma participação maior na empresa, aumentando seu patrimônio.

Nos Estados Unidos, um motivo para as empresas manterem programas de recompras de ações, ao invés de efetuar distribuição de dividendos, recai sobre a menor carga tributária associada à recompra, pois a taxa de dividendos naquele país é relativamente alta. Grandes empresas de tecnologia, como as FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google), frequentemente utilizam esse mecanismo devido aos seus robustos fluxos de caixa.

Por outro lado, a recompra também reduz o "*free float*" — a quantidade de ações disponíveis para negociação no mercado —, o que pode diminuir a liquidez dos ativos, em alguns casos. Além do mais, a recompra nem sempre indica que as ações estão baratas. Algumas empresas realizam recompra para suportar programas de *stock options* sem

emitir novas ações, evitando a diluição dos atuais acionistas. Em outros casos, pode ser uma forma de utilizar o caixa excedente da empresa, sugerindo falta de oportunidades de investimento ou crescimento, o que pode ser interpretado negativamente.

Buffett sobre a recompra de ações

Warren Buffett é a nossa grande referência em *Value Investing* e *Buy and Hold*, práticas que o SUNO AÇÕES FIC FIA adota abertamente. Em sua carta anual de 2023, dirigida aos acionistas da Berkshire Hathaway, o “Oráculo de Omaha” vê com bons olhos os programas de recompras de ações efetuados por empresas que integram a carteira da *holding* que comanda e que, por sua vez, também recorre a essa medida.

De acordo com Buffett, em 2022 houve um pequeno aumento no valor intrínseco por ação da Berkshire Hathaway devido ao programa de recompra de ações, algo também realizado pela Apple e pela American Express, empresas nas quais a Berkshire mantém elevadas posições.

O veterano investidor alega que, quando o número de ações em circulação diminui, a participação de cada acionista nos negócios da empresa aumenta, uma atitude positiva se as recompras forem realizadas a preços que aumentem o valor da empresa. Por outro lado, se uma empresa paga demais por suas recompras, os acionistas que permanecem posicionados acabam perdendo, enquanto os ganhos favorecem apenas os acionistas vendedores e os agentes que recomendaram a recompra desvantajosa.

Conhecido por suas frases de efeito, Buffett encerra sua argumentação no tema com mais uma de suas pérolas:

“Quando lhe dizem que todas as recompras são prejudiciais aos acionistas ou ao país, ou particularmente benéficas para os CEOs, você está ouvindo um analfabeto econômico ou um demagogo de língua de prata (personagens que não são mutuamente exclusivos).”

A visão de Damodaran sobre a recompra de ações

Considerado o “Papa do *Valuation*”, o professor de finanças da Stern School of Business, na Universidade de New York, Aswath Damodaran, possui uma avaliação pragmática a respeito dos programas de recompras de ações. Para ele, quando ocorre uma alta dos preços das ações, surgem preocupações sobre eventuais bolhas e sobre o crescimento econômico real, levando alguns observadores do mercado a relacionar o aumento dos preços das ações com as recompras. Assim, é preciso evitar a visão simplista sobre as recompras, dado que são vistas de forma distorcida tanto por seus defensores quanto por seus críticos mais radicais.

Damodaran esclarece que as recompras de ações podem ser financiadas com dinheiro em caixa, dívida ou ambos, gerando diferentes efeitos:

Neutro: sem impacto no valor da empresa, financiada inteiramente com dinheiro disponível, sem alterar investimentos.

Positivo: pode ocorrer se eliminar descontos no valor do caixa, aumentar alavancagem financeira de forma benéfica ou redirecionar dinheiro de investimentos ruins.

Negativo: pode acontecer se aumentar perigosamente a dívida ou desviar recursos de investimentos rentáveis.

Além disso, as recompras podem influenciar preços se o mercado estiver errado sobre o valor das ações, se forem vistas como um sinal positivo pelos gestores ou se afetarem a liquidez do mercado.

Ainda de acordo com o teórico, críticos afirmam que recompras aumentam a alavancagem das empresas e reduzem investimentos produtivos. Contudo, dados mostram que empresas que recompram ações não necessariamente reduzem investimentos. A análise sugere que o dinheiro das recompras é reinvestido em outros setores da economia, promovendo um ciclo saudável de "destruição criativa".

Assim, Damodaran conclui que as recompras são uma forma de devolver dinheiro aos acionistas e não devem ser vistas nem como um remédio milagroso para as empresas, nem como algo ruim para o mercado. Elas podem criar ou transferir valor dependendo das circunstâncias e da gestão corporativa, embora problemas como compensação de executivos e governança corporativa inadequada sejam questões subjacentes que precisam ser abordadas separadamente.

Nosso parecer sobre os programas de recompras

No SUNO AÇÕES FIC FIA vemos com bons olhos os programas de recompras de ações conduzidos pelas empresas brasileiras, uma prática que vem crescendo no país há alguns anos. De acordo com Tiago Reis, fundador do GRUPO SUNO, “*No Brasil as empresas são ainda mais assertivas que as empresas norte-americanas, pois as companhias daqui usam programas taticamente em momentos oportunos, ao passo que nos Estados Unidos os programas, muitas vezes, são permanentes*”.

Em nosso portfólio, temos duas posições relevantes em empresas que vem conduzindo eficientes programas de compra de ações, criando valor para os acionistas remanescentes: Vale (VALE3) e BB Seguridade (BBSE3). As duas empresas possuem bom histórico recente de distribuição de dividendos, operam com múltiplos de *Valuation* sob o critério da margem de segurança, contam com elevadas margens de lucro e entregam ótimos retornos sobre o patrimônio líquido – dentro de suas particularidades – e ostentam baixo e nenhum nível de endividamento, respectivamente.

Vale

A Vale está entre as maiores mineradoras do mundo e, a despeito de atuar num ramo relacionado às *commodities*, a companhia tem baixo custo de produção, o que lhe permite operar mesmo em ciclos de baixa do minério de ferro, ao passo que poucas concorrentes conseguem ser rentáveis nestes casos.

Como as ações da Vale não guardam correlação direta com a economia brasileira, elas conferem ao portfólio do SUNO AÇÕES FIC FIA maior exposição aos mercados estrangeiros, considerando que a economia da China é a maior

consumidora da produção da mineradora fundada no Brasil. Com relação a este fato, temos expectativas sobre a manutenção da demanda pelas *commodities* ofertadas pela Vale nos próximos anos.

Cabe registrar que, se a companhia tenha ganho os noticiários internacionais em função de grandes tragédias ambientais relacionadas com suas barragens em Minas Gerais, também é preciso pontuar que os projetos de descomissionamentos destas barragens trazem medidas para reduzir o risco de novos acidentes.

Fora esse compromisso, se atentarmos que a empresa não está pressionada para fazer grandes investimentos no curto e médio prazo, se beneficiando de baixo endividamento em comparação com sua geração de caixa, vamos compreender que a Vale tende a manter sua política de distribuir boa parte dos lucros aos seus acionistas, na forma de dividendos, além de conduzir recorrentes programas de recompras de ações.

A propósito, em outubro de 2023, a Vale anunciou um programa que contempla a compra de até 150 milhões de ações ordinárias e seus respectivos ADRs, o que representa aproximadamente 3,5% do total de ações em circulação, de acordo com a posição acionária daquela ocasião. O novo programa de recompra de ações da Vale terá um prazo de 18 meses.

Conforme o comunicado da empresa, o *“programa de recompra está em conformidade com a regulação do mercado de capitais brasileiro e será implementado nas bolsas de valores a preços de mercado. Informações adicionais podem ser obtidas no Anexo G da Resolução CVM nº 80/2022, disponível na Comissão de Valores Mobiliários”*.

BB Seguridade

A BB Seguridade explora o balcão do Banco do Brasil (BBSA3) e, por isso, tornou-se uma das grandes seguradoras do país, comercializando produtos como capitalização, planos de assistência odontológica, previdência privada e seguros.

Atuando como uma *holding* de participações tocada por empresas europeias como Mapfre e Principal, a BB Seguridade ostenta exclusividade na exploração dos canais de distribuição do Banco do Brasil até 2033, mas o contrato provavelmente será revalidado.

Por utilizar a estrutura física do banco para a distribuição e comercialização de seus produtos, o modelo de negócios da BB Seguridade é altamente rentável, o que pode ser demonstrado pelo seu excepcional retorno sobre o capital investido, abrindo a possibilidade de manter generosa distribuição de proventos para seus acionistas.

O atual programa de recompra de ações da BB Seguridade foi anunciado em agosto de 2023, no qual a empresa pretende adquirir até a 9,56% do total de ações em circulação. Na ocasião, a BB Seguridade possuía mais de 674,98 milhões de ações em circulação, enquanto as ações mantidas em tesouraria somavam mais de 3,249 milhões.

O prazo máximo para a compra das ações é de 18 meses e, portanto, se encerrará em fevereiro de 2025. A recompra de ações ocorrerá através da Bolsa de Valores, a preços de mercado. Contudo, caberá à administração da BB Seguridade determinar o momento e as quantidades das aquisições, respeitando os limites estabelecidos no programa.

A compra das ações será financiada com recursos disponíveis da empresa, incluindo reservas de lucros e de capital, além dos resultados obtidos no exercício social em curso.

Conclusão

No decorrer dos programas de recompras de ações da Vale e da BB Seguridade, aqueles que preservarem suas posições nestas companhias, verão suas participações nestes negócios aumentarem sem a necessidade de efetuar novos aportes de capital. De forma indireta, isto se configura em geração de valor para o cotista do SUNO AÇÕES FIC FIA – o que, fim do dia, se configura em nosso principal objetivo.