

Carta do Gestor de Renda Variável

EFICIÊNCIA, VERDADE E GOVERNANÇA NA GERAÇÃO DE VALOR

MARÇO 2026



AZQUEST

EFICIÊNCIA, VERDADE E GOVERNANÇA NA GERAÇÃO DE VALOR

À primeira vista, pode parecer improvável que referências tão distintas, como a trajetória das empresas de Elon Musk, a série de anime Naruto e o livro Revolução dos Bichos, tenham relação com o processo de investimento em renda variável. No entanto, ao longo desta carta, exploramos como essas diferentes perspectivas ajudam a ilustrar três pilares fundamentais na geração de valor: eficiência, verdade e governança.

Elon Musk é reconhecido como um dos principais empreendedores da atualidade, liderando diversas empresas das mais valiosas e em segmentos diferentes, à frente de potências como **Tesla**, **SpaceX** e a rede social **X** (antigo Twitter). Ao longo de sua trajetória, desenvolveu alguns conceitos importantes que ajudam a entender sua forma de pensar e de gerir negócios.

O Índice Idiota (*idiot index*)



Fonte: [An Oxford case study explains why SpaceX is more efficient than NASA](#)

Quando Musk avaliava a possibilidade de entrar na indústria aeroespacial, uma de suas primeiras iniciativas foi buscar a compra de foguetes usados da Rússia. O preço, no entanto, mostrou-se extremamente elevado, o que o levou a questionar algumas premissas básicas daquela indústria.

Primeiro, não havia evidência de que a Rússia fosse líder em tecnologia ou custo - bastava observar outros setores industriais, como o automobilístico, com produtos pouco sofisticados. Segundo, ao analisar a estrutura de custos, ficou evidente que o valor das matérias-primas representava uma fração muito pequena do preço final do foguete, sugerindo a existência de margens elevadas ao longo da cadeia. Por fim, o custo por lançamento era estruturalmente alto, uma vez que não havia reutilização - era como se, em cada voo comercial, o avião fosse descartado após o pouso.



Essa análise levou à formulação de um conceito conhecido como **Idiot Index**, que mede a **relação entre o custo de um produto final e o custo dos materiais necessários para produzi-lo**. A lógica é direta: quando essa relação é excessivamente alta, há indícios de ineficiência - seja por complexidade desnecessária no design, escolhas inadequadas de materiais ou captura de valor excessiva por intermediários.

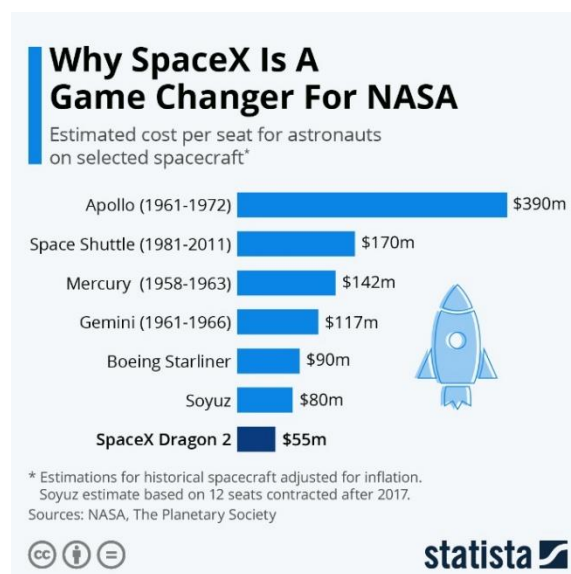
No caso de seu cálculo inicial de foguetes, os custos representavam aproximadamente 3%, ou seja, havia muita ineficiência e potencial para ele disruptar essa indústria.

Musk aplica esse conceito na SpaceX e na Tesla para forçar as equipes a repensarem o design do zero. Quando um componente tem um índice alto, ele geralmente toma um destes três caminhos:

- 1. Simplificar o design:** se o custo está na usinagem complexa, mude o desenho para que ele seja mais fácil de fazer.
- 2. Mudar o material:** substituir componentes de "grau aeroespacial" (caros) por materiais comuns de prateleira que entreguem o mesmo resultado.
- 3. Fabricação Vertical:** se um fornecedor cobra \$1.000 por uma peça cujos materiais custam \$10, a empresa passa a fabricar a peça internamente para cortar o intermediário.

No caso da indústria aeroespacial, esse raciocínio revelou um ambiente com elevado potencial de disrupção. De forma geral, setores com margens excessivas ou estruturas de custo pouco eficientes tendem a atrair novos entrantes ou soluções mais eficientes ao longo do tempo.

Por outro lado, o raciocínio também se aplica no sentido oposto: Elon Musk nunca entraria em negócios estruturalmente complexos e de margens reduzidas, especialmente quando exigem alto nível de execução sem compensação adequada em retorno, como por exemplo a tentativa de produção industrializada de casas de baixa renda que possuem até margem negativa.



Fonte: [Why SpaceX Is A Game Changer For NASA | Statista](#)



Verdade, narrativas e princípios básicos

Outro aspecto central na forma de pensar de Musk é a distinção entre diferentes “espectros da verdade”.

De um lado, há a política - entendida aqui como o campo das narrativas, percepções e crenças, em que histórias bem construídas podem prevalecer no curto prazo. De outro, estão as leis da física, que não admitem subjetividade: erros levam a consequências imediatas e incontornáveis.

Essa distinção se conecta diretamente ao conceito de **first principles thinking** (raciocínio por princípios básicos). Em vez de raciocinar por analogia, isto é, assumir que algo deve ser feito de determinada forma porque sempre foi assim, essa abordagem propõe a decomposição dos problemas até seus elementos fundamentais.

O que são First Principles?

A técnica, que remonta a Aristóteles, consiste em separar os fatos das suposições. A maioria das pessoas raciocina por analogia: "Fazemos assim porque sempre foi feito assim" ou "Isso é parecido com aquilo, então o custo deve ser o mesmo".

Musk descarta a analogia, pois o ser humano está suscetível a tomar decisões socialmente aceitas e isso acaba levando a vieses. Ele foca no que é fisicamente possível, não no que é comercialmente aceito no momento.

Quando o Model 3 foi lançado, o interior minimalista (quase sem botões) chocou a indústria.



Fonte: [Tesla Model 3 Test Drive: Car Has Bite and Simple Interior - WSJ](#)

Pela analogia: "Motoristas precisam de botões físicos para o ar-condicionado, volume e luzes para que possam senti-los sem tirar os olhos da estrada."

Pelos Primeiros Princípios: "Qual é o objetivo final de um carro no futuro? Ser autônomo. Em um mundo autônomo, o carro é uma sala de estar ou um escritório móvel. Se o software controla tudo e o carro dirige sozinho, os botões tornam-se redundantes e limitam a evolução da interface."

A conclusão: ao colocar tudo em uma tela central, o carro pode ser "reconfigurado" via software. Um botão físico nunca muda de função; um botão virtual pode se tornar um jogo, um controle de streaming ou uma nova configuração de direção após uma atualização.

Essa forma de pensar também se aplica diretamente aos mercados financeiros. Como colocado por Benjamin Graham, no curto prazo o mercado funciona como uma máquina de votos, mas, no longo prazo, como uma balança.

Ou seja, no curto prazo, o preço de um ativo pode ser fortemente influenciado por narrativas e percepções. No entanto, ao longo do tempo, tende a refletir fundamentos - especialmente a capacidade de geração de caixa e a qualidade das decisões de investimento.

Se uma empresa do setor de *real estate* negocia com desconto por um período prolongado a realidade se impõe, independentemente da narrativa... Isso tende a refletir uma realidade subjacente: decisões de alocação de capital ineficientes ou geração de caixa inferior à de seus pares.

Naruto e Governança Corporativa



Fonte: [imagem ilustrativa Naruto](#)

Para ilustrar esse ponto, vale recorrer a uma analogia fora do universo tradicional de negócios. Naruto, uma das séries de anime mais populares do mundo, retrata a trajetória de um personagem que, no início, era um *outsider* - alguém marginalizado por uma estrutura institucional rígida e que, ao longo do tempo, ascende ao topo dessa mesma estrutura.

No início de sua trajetória, Naruto enfrenta um sistema burocrático e conservador. As lideranças da vila o tratam mais como um problema a ser administrado do que como um

indivíduo a ser desenvolvido. Sua reação é o confronto: quebra de regras, comportamento disruptivo e rejeição às normas estabelecidas.

Ao longo do tempo, no entanto, sua posição muda. Ele passa a enfrentar estruturas semelhantes em outras organizações e, gradualmente, assume um papel central na coordenação e estabilidade do sistema.

No estágio final de sua trajetória, já como líder máximo (Hokage), Naruto se torna parte da própria estrutura institucional. Seu dia a dia deixa de ser marcado por ação e passa a envolver decisões administrativas, gestão de recursos e manutenção de equilíbrio entre diferentes interesses. Ele não passa o dia treinando ou em missões épicas. O brilho nos olhos deu lugar a olheiras profundas.

A grande ironia dessa história é que acabamos por nos tornar aquilo contra o qual lutamos, afinal de contas os privilégios e injustiças que realmente nos incomodam são aqueles que beneficiam os outros, ou como diria George Orwell, em *Revolução dos Bichos*, de forma brilhante: “todos somos iguais, mas alguns são mais iguais”.



Fonte: [imagem ilustrativa Revolução dos Bichos](#)

No ambiente corporativo, esse fenômeno se manifesta de forma recorrente. Estruturas inicialmente eficientes podem, ao longo do tempo, sofrer com:

- concentração de poder;
- desalinhamento de incentivos;
- decisões de investimento mantidas apesar de resultados insatisfatórios;
- expansão de estruturas sem retorno proporcional (*empire building*).

Assim como em Naruto, onde muitos shinobis veteranos abandonam o campo de batalha e se acomodam nos bastidores, há conselhos que, com o tempo, perdem sua função essencial de guardiões - deixando de questionar, de cobrar e de proteger quem realmente importa: os acionistas. Quando o conselho se aproxima demais do *management*, perde-

se aquilo que deveria ser sua maior virtude: a independência de pensamento. Sem ela, não há *checks and balances* verdadeiros - apenas concordância institucionalizada.

É justamente essa independência que permite identificar quando uma tese de investimento começa a se desviar do seu propósito original. Quando resultados consistentemente abaixo do esperado, acumulando perdas de mais de R\$ 500 milhões ao longo de 5 anos e quando a narrativa que sustenta a decisão vai sendo silenciosamente reformulada - **o que era para se pagar sozinho vira "P&D" e sem prazo NENHUM para acabar**, cabe ao conselho ter a coragem de se perguntar: quando a resposta a questionamentos legítimos de acionistas passa a ser "se não concorda, venda", quem está sendo protegido? O valor da companhia ou a narrativa de quem a conduz?

A governança corporativa não é um fim em si mesma. Ela é o instrumento pelo qual se busca assegurar que o poder corporativo - que implica a alocação de recursos, a distribuição de riqueza e o destino de milhares de *stakeholders*, seja exercido com legitimidade, transparência e *accountability*, visando maximizar a geração de valor aos acionistas como um todo.

Conclusão

Os conceitos explorados ao longo desta carta - eficiência, verdade e governança, não são apenas ideias abstratas, mas pilares fundamentais para a geração consistente de valor no longo prazo.

A eficiência, quando analisada sob a ótica dos primeiros princípios, permite identificar distorções, eliminar complexidades desnecessárias e direcionar capital para onde ele de fato gera retorno. A verdade, por sua vez, nos lembra que, embora narrativas possam influenciar preços no curto prazo, são os fundamentos que prevalecem ao longo do tempo. Já a governança atua como o mecanismo que garante que essas decisões sejam tomadas com disciplina, alinhamento de interesses e responsabilidade.

Nos mercados financeiros, esses três elementos estão profundamente interligados. Empresas eficientes tendem a gerar mais valor. Empresas comprometidas com a verdade tendem a apresentar maior previsibilidade de resultados. E empresas com boa governança tendem a alocar melhor o capital e evitar destruição recorrente de valor.

É a combinação desses fatores que buscamos continuamente em nossos processos de investimento. Mais do que identificar oportunidades pontuais, nosso foco está em entender a qualidade estrutural dos negócios, a racionalidade de suas decisões e a sustentabilidade de sua geração de caixa ao longo do tempo.

Seguiremos, portanto, disciplinados na aplicação desses princípios, conscientes de que, embora o curto prazo possa ser influenciado por ruídos e percepções, é no longo prazo que a eficiência, a verdade e a boa governança se traduzem, de forma inequívoca, em valor para o investidor.



Acompanhe a AZ Quest!

Para mais conteúdos como este, siga os canais oficiais da AZ Quest.

Escaneie ou clique nos QR codes abaixo e tenha todas as novidades da AZ Quest em primeira mão.

WhatsApp**Instagram****YouTube****LinkedIn**

Material de Divulgação. As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ Quest não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela AZ Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Para consultar todas as informações, características e riscos do investimento de cada um dos fundos mencionados neste material, acesse os dados por meio deste link: <https://azquest.com.br/fundos.php>

O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da AZ Quest Investimentos. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse www.azquest.com.br

