



PUC

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**VALUE & GROWTH:
Investimentos no Século XXI**

Por

Eduardo Teixeira Ramalho

ORIENTADOR: Rafael Guthmann

2021.1

BRASIL

RIO DE JANEIRO

2021

**Value & Growth:
Investimentos no Século XXI**

Por

Eduardo Teixeira Ramalho

Orientador: Rafael Guthmann

2021.1

Dedico o presente trabalho ao meu querido falecido padrasto, Marco Antônio, por escolher preencher uma importante lacuna na minha vida e ser um exemplo incrível de pai e amigo. Minha gratidão e carinho por você são eternos

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a minha mãe, Mônica, aos meus padrinhos, Eduardo e Silvia, ao meu primo, Rafael e ao meu padrasto, Marco Antônio por sempre estarem presentes em importantes fases da minha vida e pelo apoio ao longo de toda a minha carreira acadêmica, profissional e pessoal.

Em segundo lugar, a minha namorada, Julia, pelo apoio emocional nessa fase tão corrida da vida.

Ainda, a todos os mestres que perpassaram pela minha trajetória acadêmica e profissional.

Finalmente, aos meus amigos, sejam da faculdade, colégio ou trabalho, por sempre estarem por perto, cada um em seu tempo, e também por contribuírem para a minha formação como pessoa.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO 1 – Valor, <i>Business Cycles</i> e Preços	9
1.1. <i>O que é valor?</i>	9
1.2 <i>Business Cycles e Preços</i>	10
CAPÍTULO 2 – EMH e <i>Behavioral Finance</i>	13
2.1 <i>Hipótese de Mercados Eficientes</i>	13
2.1.1 <i>CAPM e EMH</i>	14
2.2. <i>Behavioral Finance</i>	15
2.3 <i>Bolhas no Mercado Acionário</i>	17
2.4 <i>Arbitragem</i>	18
CAPÍTULO 3 – <i>Value</i> e <i>Growth Investing</i>	20
3.1 <i>A evolução do Value Investing</i>	20
3.2 <i>Growth Investing: Histórico e Pilares</i>	21
CAPÍTULO 4 – Novas forças do mercado acionário	24
4.1 <i>Um Novo Mercado Acionário</i>	24
4.1.1 <i>Modelos de Gestão de Investimentos</i>	26
4.2 <i>Ambiente Competitivo do Século XXI</i>	29
CAPÍTULO 5 – Conclusão	32
Bibliografia	34

OBJETIVO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar os principais pontos da discussão acerca do *value* e *growth investing*. Assim, será feita a apresentação da evolução das principais características de cada abordagem, bem como as hipóteses e implicações atreladas aos métodos.

Diante disso, faz-se necessário o entendimento sobre o comportamento dos agentes de mercado, que por muitos momentos ao longo da história do mercado se mostrou aparentemente irracional. No trabalho, serão analisadas literaturas que contemplam evidências sobre essa teoria, assim como autores que divergem dessa percepção, pois entendem o mercado sob uma ótica de relativa eficiência.

Por fim, serão feitas duas principais análises. A primeira sobre como a maior disponibilidade e velocidade de transmissão de informações influenciam os preços dos ativos. Em segundo lugar, como o ambiente competitivo das empresas do século XXI mudou consideravelmente a forma como as empresas alocam recursos, o que tem um efeito diretamente ligado à forma como devem ser avaliadas.

INTRODUÇÃO

Quando pensamos em investimentos, invariavelmente estamos discutindo acerca da relação entre preço e valor de determinado ativo. O ponto inicial de qualquer investimento é o preço que se paga, pois este será um dos principais fatores determinantes para que o investimento seja considerado bom ou ruim.

A análise sobre o preço contempla o estudo sobre o valor intrínseco daquele ativo, o que se traduz na capacidade de gerar fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente. Nessa semântica, investimentos ruins normalmente são aqueles em que se paga um preço maior que seu valor intrínseco, ajustado ao risco do investimento. Quanto a principal hipótese dessa técnica de investimento, espera-se que o preço de determinado ativo irá convergir para seu valor real no longo prazo.

Ao longo dos anos, discute-se no mercado acerca de estratégias de *value investing* descrita anteriormente, comparativamente a estratégias de *growth investing*. A última possui uma aproximação diferente, pois está relacionada a investimentos em companhias que apresentam uma rápida expectativa de crescimento de receitas e participação no mercado. Além disso, vale ressaltar que os fluxos de caixa esperados dessas companhias concentram-se em um futuro mais distante, logo são mais descontados.

Dentro do contexto da precificação, fatores psicológicos podem afetar o comportamento dos agentes de mercado e, logo, terem influências no comportamento dos preços dos ativos. A teoria da racionalidade limitada também é abordada por autores do estudo de *behavioral economics*. Este campo de estudo entendeu que fatores psicológicos distorcem o comportamento dos agentes. Portanto, defendem que sejam incorporados aspectos psicológicos aos modelos de comportamento dos agentes econômicos, a fim de que a teoria se aproxime mais da realidade empírica.

Em paralelo, uma outra teoria que se faz presente nas análises de comportamento de preços do mercado é a Teoria dos Mercados Eficientes (“EMH”). Em suma, essa teoria entende que o preço de mercado reflete toda a informação disponível do mercado, ou seja, reflete o valor real do ativo, o que vai no sentido contrário da hipótese de que os mercados sofrem com exageros na precificação.

Finalmente, independentemente da abordagem de investimento escolhida, o investidor precisa estar atento ao comportamento do mercado e, principalmente, aos riscos. Especificamente, ciclos de mercado, a psicologia do investidor e o processo de precificação irão influenciar de forma significativa a percepção de risco e o retorno esperado do investimento.

CAPÍTULO 1 – Valor, *Business Cycles* e Preços

1.1. O que é valor?

A compra de uma ação de uma empresa reflete a compra de direitos de propriedade de uma empresa real. Essa noção deve ser ressaltada, pois ao refletir um negócio tangível, entende-se que o ativo deve refletir o valor fundamental daquela companhia.

Segundo o professor Aswath Damodaran, o valor de uma companhia reflete a capacidade de geração de lucro e fluxos de caixa futuros ao detentor dos direitos de propriedade. Ainda, a análise desse fundamento implica também no reconhecimento de que fábricas, patentes e potencial de crescimento, por exemplo, influenciam na geração de lucros, por isso também devem ser levadas em consideração no valor da companhia.

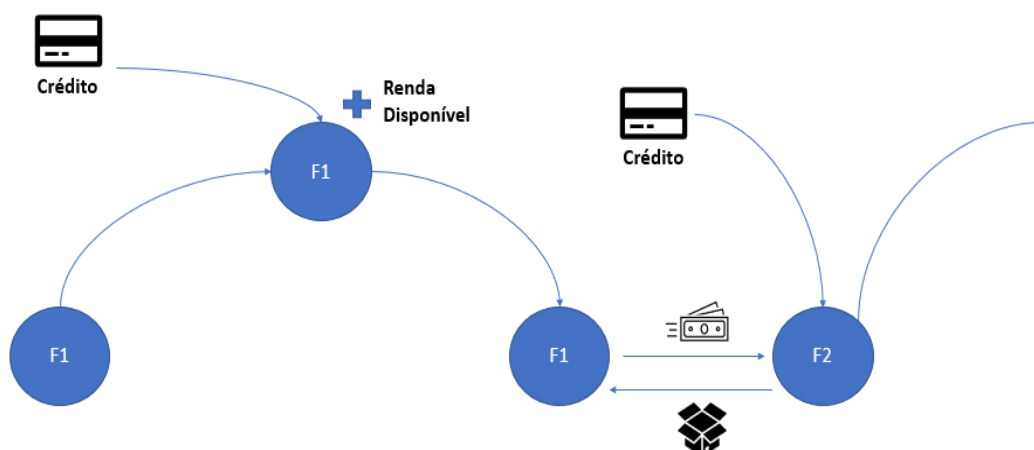
Ademais, tanto ativos tangíveis, quanto intangíveis devem ser levados em consideração ao tentar avaliar o real valor de um negócio. O peso atribuído a cada um dos fundamentos vai depender exclusivamente da abordagem de quem está buscando avaliar a companhia.

Em suma, no mercado, todo o preço é uma estimativa de valor intrínseco do negócio. Diferentes agentes de mercado estão em negociação todos os dias com fluxos de informação e modelos de precificação diferentes uns dos outros. Assim, informações insuficientes ou incorretas, erros de processamento de informação e as diferentes expectativas entre agentes podem fazer com que o preço possa se divergir do valor.

1.2 *Business Cycles e Preços*

Um conceito fundamental para o estudo de mercados é o conceito de *business cycles*. Burns & Mitchell (1946) definem como “ (...) um tipo de flutuação encontrada na atividade econômica agregada das nações (...) os ciclos consistem de expansões que ocorrem ao mesmo tempo em diversas atividades economicas, seguidas, analogamente, a recessões generalizadas (...) essa sequência de mudanças são recorrentes mas não periódicas”. Ray Dalio, fundador da Bridgewater Associates, em sua aula “How The Economic Machine Works”¹ argumenta que o principal fator para criação de ciclos na economia é o crédito.

O crédito, por definição, é uma forma do tomador antecipar seu consumo futuro por um aumento na sua renda disponível hoje. Tomando como exemplo uma firma representativa (F1) tomadora de crédito, o aumento no gasto com máquinas e equipamentos, por exemplo, no melhor dos casos, implica em um crescimento na produtividade da firma e geração de renda. A firma que vendeu as máquinas e equipamentos (F2), com a venda, consegue captar novos recursos via dívida e, em seguida, investir em sua produtividade da mesma maneira que a “F1”, logo criam-se diversos pequenos ciclos de transações a partir do crédito. Vale ressaltar que toda a transação implica que o gasto do agente comprador representa a receita do agente vendedor.



Esquema elaborado pelo autor com base na aula “How the Economic Machine Works” de Ray Dalio.

¹ Disponível para acesso em: <https://www.youtube.com/watch?v=PHe0bXAluk0>

Por fim, a economia é definida como a soma de todas as transações realizadas entre os agentes em todos os mercados, por isso o crédito é uma forma de alavancar esse ciclo virtuoso de expansão da economia.

Assim como toda a transação implica em um gasto e receita, toda operação de crédito implica em um crédito e dívida. Por isso, da mesma forma que o tomador de crédito antecipa seus gastos, ele há de honrar com seus compromissos no futuro, o que implica em uma diminuição de seu consumo em um período posterior.

O ciclo de expansão da economia, influenciado positivamente pelo aumento de crédito na economia, quando não é acompanhado de um aumento na produtividade, ou seja, na maior produção de bens e serviços, provoca um aumento geral de preços, a inflação. Do mesmo modo, quando os agentes precisam liquidar suas dívidas, caso o consumo diminua até o ponto em que o gasto agregado é menor que o valor dos bens produzidos na economia, os preços, em geral, diminuem, logo há um quadro de deflação e retração econômica.

O principal motor para a disponibilidade ou retração no nível de crédito na economia é a taxa de juros estipulada pelo Banco Central². A taxa de juros influencia o retorno esperado ou o valor a ser pago de uma operação de crédito, dependendo da ótica da transação. Pensando sobre retorno esperado, as operações de crédito também refletem o sentimento dos agentes perante a economia, uma vez que credores só irão disponibilizar seus recursos, quando esperam receber seu pagamento no futuro. Dessa maneira, o ciclo de crédito também é diretamente influenciado pelas expectativas dos agentes.

² A taxa SELIC, no Brasil, é o instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central Brasileiro para controle de inflação, segundo as metas predefinidas para a variável macroeconômica.

Pensando no mercado acionário, os preços dos ativos seguem uma lógica semelhante aos ciclos da economia. Especificamente, quando o crédito está facilitado, ou seja, há muita liquidez no mercado acionário, os agentes tem maior disponibilidade para investir, o que pode inflar o preço dos ativos. Analogamente, quando há uma retração no crédito, os agentes tendem a ter menos recursos para investir e os preços tendem a cair. Somado a isso, o nível da taxa de juros da economia também influencia na precificação de ativos de renda variável, pois reflete um custo de oportunidade³ de se investir em um ativo arriscado em comparação a um ativo de renda fixa com menos risco.

No mercado acionário americano, pode-se utilizar a liquidez do mercado como uma boa *proxy* para estimativas futuras do *business cycle* (Randi Næs et al 2011). Ainda, a variação na liquidez do mercado de *equities*, ao longo do tempo, ocorre especialmente para as firmas menores, assim a participação nessas companhias piora quando a economia e liquidez do mercado, em geral, pioram. Essa evidência é consistente com o efeito de “*flight to quality*” - o efeito consiste em uma busca dos investidores por ativos considerados de melhor qualidade, ou seja, maior participação no mercado, *pricing power*, melhores métricas de governança, etc.

Assim, entende-se como os preços do mercado acionário estão expostos aos *business cycles* que provocam divergências em relação ao valor intrínseco dos ativos.

³ O custo de oportunidade refere-se ao benefício potencial, no caso o retorno ajustado ao risco, perdido pelo investidor quando este escolhe outra alternativa de investimento.

CAPÍTULO 2 – EMH e *Behavioral Finance*

2.1 Hipótese de Mercados Eficientes

Uma das principais teorias sobre comportamento de preços dos ativos no mercado é a Hipótese dos Mercados Eficientes (Eugene F. Fama 1970). O ponto chave da teoria é que os preços dos ativos refletem toda a informação disponível do mercado. Nesse sentido, poderiam refletir precisamente o valor fundamental do ativo.

Além disso, a teoria dos Mercados Eficientes é subdividida em três principais hipóteses, sendo a fraca, moderada e forte. A primeira entende que o preço de uma ação reflete apenas as informações públicas relevantes. Já a hipótese moderada diz que os preços se ajustam quando novas informações, antes privadas, tornam-se públicas. Por fim, a forte refere-se à ideia de que não há distinção entre informações públicas ou privadas na precificação do ativo, ou seja, o preço da ação incorpora todas as informações de caráter relevante.

Quanto o comportamento dos preços de ativos, a literatura acerca da EMH, adota a noção de passeio aleatório, ou seja, os preços no mercado acionário não são previsíveis com base em informações passadas. Assim, os agentes não teriam incentivo para troca de informações, uma vez que isso geraria ineficiências de mercado, pois os preços incorporariam toda a informação disponível.

Dito isso, considerando que há troca de informações entre os agentes de mercado, a tomada de decisão de investimento destes podem não ser consideradas racionais. Portanto, a teoria dos Mercados Eficientes entende que os mercados não são completamente eficientes.

2.1.1 CAPM e EMH

Dentre os modelos de finanças que derivaram da Hipótese de Mercados Eficientes, o CAPM⁴ (Sharpe 1964) é um de grande destaque pela sua aplicação nos modelos de risco e retorno de ações.

A priori, algumas suposições do modelo são semelhantes à EMH, especificamente o acesso à informação e incorporação delas nos preços. Além disso, o CAPM também pressupõe que não existem custos de negociação, que todos os ativos são negociados no mercado e que os investimentos podem ser infinitamente divisíveis (Damodaran 2004).

Ademais, no modelo proposto por Sharpe, os investidores montam a sua carteira de investimentos com basicamente duas classes de ativos: o ativo livre de risco e ativos arriscados de mercado. Ainda, pela teoria, o ativo livre de risco tem retornos esperados conhecidos e investidores podem tomar empréstimos na taxa livre de risco para distribuírem os ativos na carteira.

Quanto ao risco dos investimentos, no modelo, o risco para um determinado ativo é o risco que o ativo acrescenta à carteira. A principal formulação do modelo é a seguinte:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Onde:

$E(R_i)$ é o retorno esperado em relação a um ativo i .

R_f é a Taxa Livre de Risco

$E(R_m)$ é o retorno esperado sobre a carteira de investimentos de mercado

β_i é o Beta do investimento i .

⁴ *Capital Asset Pricing Model*

O modelo presume uma relação linear entre risco e retorno, assim a única maneira de se obter maiores retornos, seria assumindo mais risco. Apesar disso, mesmo tomando maiores riscos, ainda é impossível, pela teoria, obter retornos anormais no mercado.

2.2. *Behavioral Finance*

Tradicionalmente, a literatura econômica pressupõe que os agentes sempre tomam decisões racionais e consistentes ao longo do tempo. Por essa definição, a literatura da teoria econômica tradicional deixou de lado todo o comportamento humano com base na psicologia, de modo a estudar o indivíduo com, relativamente, maior racionalidade na tomada de decisão.

Dito isso, o estudo de *behavioral economics* surge de maneira a retomar conceitos da psicologia na tomada de decisão dos agentes econômicos. Mullainathan e Thaler (2000) entendem que esse estudo consiste de dois componentes fundamentais: indentificar de que maneira o comportamento do indivíduo se difere do modelo padrão e a importância deste em contextos econômicos.

Ao contrário do que defende a teoria de Mercados Eficientes, o estudo de *Behavioral Finance* entende que os mercados são ineficientes e que é possível explorar essa característica a fim de obter retornos superiores que o mercado (Sharma et al., 2019). Por definição, o investidor do mercado possui uma natureza imperfeitamente racional e sua tomada de decisão é influenciada por vieses e heurísticas. Assim, os preços dos ativos no mercado são diretamente impactados pela tomada de decisão irracional do agente econômico.

Uma das principais contribuições do estudo é a noção de *bounded rationality*. Esse conceito, aplicado a finanças, diz que a maior parte dos investidores não institucionais não têm recursos suficientes para processar de maneira correta o fluxo de informações. Por essa limitação de recursos, a resolução de problemas complexos de maneira ótima é comprometida (Mullainathan e Thaler 2000). Sob outra ótica, os custos, especificamente, tempo e dinheiro são muito superiores para os investidores individuais.

Nessa semântica, pelo custo de processamento da informação ser muito alto, os indivíduos passam a imputar julgamentos com base na sua crença individual em suas escolhas. Quando isso ocorre, noções acerca da racionalidade individual passam a divergir do comportamento efetivo.

Dentre os viesés decorrentes da hipótese, há o *anchoring bias*, que entende que os investidores tendem a definir os preços atuais do mercado como sendo o real preço de equilíbrio do ativo. Entretanto, os agentes não possuem o conhecimento necessário para a última definição.

Além disso, outra heurística também visualizada no mercado acionário é a *overconfidence*. A priori, a EMH entende que a prática de *trading* no mercado acionário não geraria oportunidades para ganhar retornos superiores ao mercado. Entretanto, como é visualizado no mercado, uma fatia relevante dos investidores praticam *trading* com relativa frequência, implicando em altos custos de transação que sacrificam potenciais retornos.

Por fim, De Bondt e Thaler (1985) testaram a *overreaction hypothesis*, encontrando relativa ineficiência no mercado a partir de evidências empíricas. A principal conclusão foi que ações de companhias que performaram mal no passado tendem a ter retornos ajustados pelo risco superiores, comparativamente as que melhor performaram. Isso ocorre, pois os investidores tendem a sobrevalorizar novas informações de maneira a refletir emoção e viesés.

Sobre esse tema, Basu (1977), explora o chamado *price-earnings anomaly*, expondo o maior retorno de companhias com baixos múltiplos *price-earnings* em comparação com companhias de múltiplos mais altos. O autor entende que esse múltiplo é um bom indicativo para analisar vieses do mercado, pois reflete também como a incorporação de informações nos preços sofrem fricções.

Desse modo, os resultados são um indicativo de que o comportamento dos preços no mercado acionário violam a EMH. A evidência explorada por esses autores reflete uma limitação na hipótese da racionalidade irrestrita do *Homo Economicus*.

2.3 Bolhas no Mercado Acionário

Por via de regra, todo o *valuation* de uma companhia necessariamente está sob a influência de previsões futuras. Nesse sentido, há de se afirmar que o exercício de precificação pode estar sujeito tanto a deficiências, quanto a excessos.

Um exemplo marcante dessa narrativa foi o *crash* da “Bolha.com” próximo da virada do século XXI. Na década de 1990, as *tech stocks* se beneficiariam da explosão da internet, pensando no crescimento exponencial do número de usuários, com altos *valuations* e tornaram-se grandes oportunidades de investimento. As companhias passaram a ser precificadas a altos múltiplos de Preço/Lucro e outros múltiplos fundamentalistas.

Em Malkiel (2003), o autor defende que nos dias de hoje, pode-se concluir que os *valuations* eram excessivos, uma vez que muitas dessas empresas perderam rapidamente seu valor de mercado após o *crash*. No entanto, essa percepção, hoje, decorre de uma visão retrospectiva e, durante o período da bolha, mesmo com uma visão diferente acerca do crescimento dessas companhias, grandes fundos de pensão e fundos mútuos estavam aumentando suas exposições a essas companhias.

Diferentemente do entendimento que os mercados possuem uma relativa eficiência na precificação, o estudo de *behavioral finance* vai no caminho contrário de maneira a explorar os excessos do mercado. Shiller (2003) rejeitou em seu trabalho sobre a recorrência de bolhas no mercado acionário toda a teoria da EMH proposta por Fama (1970), alegando que é referente a um mundo ideal, que não incorporaria a psicologia do investidor na precificação dos ativos.

Sob essa perspectiva da psicologia humana, no processo de formação de bolhas financeiras, estuda-se o *bandwagon effect*. Esse viés cognitivo decorre do sentimento de *fear of missing out*, uma vez que o investidor toma a decisão de comprar, por exemplo, *hot stocks*⁵ sem nenhuma análise profunda da companhia e de risco e retorno.

Ademais, analisando os *business cycles* em que o crédito está em fartura, a produtividade das empresas em uma crescente e os lucros sendo distribuídos, também ocorrem os excessos nos *valuations*. No caso, investidores passam a acreditar na narrativa de que nada de ruim pode acontecer nas companhias e passam a precificá-las de maneira a, possivelmente, não refletir o futuro.

Ainda, sobre erros de mensuração de risco e retorno, Howard Marks (2011) entende o risco como “a incerteza sobre quais resultados possíveis irão ocorrer e quais as possibilidades de perda em eventos desfavoráveis”. Nesse sentido, investidores passam a atribuir probabilidades menores aos cenários desfavoráveis em suas expectativas de resultados e também a desconsiderar a ocorrência de aleatoriedades ao longo do investimento.

2.4 Arbitragem

No contexto de bolhas financeiras de ativos, há de se esperar que existam investidores que tenham visão contrária ao mercado, no sentido de visualizar exageros e erros de precificação.

⁵ O termo se refere aos ativos que estão com alta demanda e popularidade no mercado acionário.

A Teoria da EMH entende que, pelo mercado incorporar rapidamente as novas informações, não haveria oportunidades para arbitragem¹, uma vez que o *trading* seria ineficiente. Além disso, também só seria possível obter mais retorno que a taxa livre de risco, caso o investimento alternativo seja mais arriscado (Sharpe 1964, Fama 1970).

Paralelamente, Shleifer (2000), através da teoria de *behavioral finance*, refuta teorias de perfeita arbitragem em mercados. O autor argumenta que o “*noise trader risk*” se limita até o ponto em que se espera que a arbitragem faça os preços voltarem aos seus valores racionais de forma rápida, mesmo com uma bolha aparente. No estudo da bolha “dotcom”, mesmo com um investidor vendendo a descoberto um ativo que acreditava estar sobrevalorizado, existiriam outros investidores dispostos a pagar preços ainda maiores pelo mesmo ativo (Malkiel 2003).

Segundo John Meynard Keynes: “o mercado pode permanecer irracional por mais tempo que o investidor é capaz de se manter solvente”. A partir dessa afirmação, o autor entende que os preços do mercado podem se manter distantes de seu valor intrínseco por longos períodos. Isso ocorreria, pois os agentes de mercado estariam pagando preços irracionais pelos ativos, dado caráter, possivelmente, incompleto de informações ou racionalidade de suas análises. Portanto, durante o processo de formação da bolha financeira das *tech stocks*, a oportunidade de arbitragem era limitada pela ineficiência do mercado em precificar as companhias de tecnologia.

CAPÍTULO 3 – *Value e Growth Investing*

3.1 A evolução do *Value Investing*

A prática do value investing é uma das abordagens mais disseminadas no mundo das finanças. Retomando o conceito de valor intrínseco de um ativo, a metodologia consiste em tomar decisões de investimento quando há um desconto no preço do ativo em relação ao seu valor. A principal ferramenta para a estimativa de valor é o modelo de *Discounted Cash Flow*, que, como explicado anteriormente, estima os fluxos de caixa futuros de uma companhia, descontados a valor presente.

Benjamin Graham, um dos pioneiros da modalidade na década de 1920, define alguns importantes conceitos para a evolução da metodologia, além do valor intrínseco. Primeiramente, o conceito do personagem Mr. Market, que seria a “personificação do mercado”, sendo este vulnerável a mudanças de humor e vieses de maneira a oferecer ativos a preços descontados em relação ao valor intrínseco. Basicamente, funciona como uma analogia aos ciclos de mercado e como o temperamento humano dita esses ciclos.

Ao longo de suas aulas na *Columbia Business School* e, principalmente, em seus livros: *The Intelligent Investor* (1949) e *Security Analysis* (1934) com David Dodd, Ben Graham popularizou uma estratégia dentro do value investing que ficou conhecida como “cigar-butt investing”. A técnica era procurar por empresas que estivessem sendo negociadas a preços descontados do seu valor de liquidação dos ativos do balanço. Isso popularizou o conceito de *Margin of Safety*, que consistia no investimento em ativos que tivessem seus preços muito descontados em relação ao seu valor intrínseco. Por fim, o conceito de *Diversification*, que buscava equilibrar o risco de um portfólio, a partir do carregamento de muitos ativos, de preferência com baixa correlação entre eles.

Em Columbia, Benjamin Graham foi professor e mentor do fundador da *Berkshire Hathaway*⁶, Warren Buffet. O investidor e filantropo foi muito bem sucedido na abordagem do “*cigar butt*”, entretanto, ao conhecer o investidor Charlie Munger, este o convenceu de testarem outra abordagem.

Dessa maneira, o conceito de valor foi expandido e o foco para o investimento passou a ser bons negócios a preços justos. Ainda, os autores definiram o conceito “*economic moat*” como sendo a capacidade de um negócio manter suas vantagens competitivas no mercado ao qual está inserido. Além disso, Warren e Charlie reconheceram que não necessariamente companhias com métricas baixas de valuation estão subprecificadas, o que deu origem ao conceito de “*value traps*”. Essas armadilhas são, majoritariamente, empresas que possuem modelos de negócio frágeis, ou seja, um crescimento recente de receita e lucros que não pode ser replicado no futuro pela natureza do business.

3.2 Growth Investing: Histórico e Pilares

Ao longo da década de 1960, investidores passaram a ter um crescente interesse por empresas consideradas capazes de terem um crescimento acelerado de receita e lucros. Com isso, surgiu o grupo das Nifty fifty stocks que reunia as cinquenta empresas mais promissoras em termos de crescimento dos Estados Unidos.

Essas empresas tinham uma particularidade em comum, que iria no caminho contrário das empresas consideradas de “valor”, pois possuíam altos múltiplos de Preço/Lucro. Ao longo da década de 60, as empresas tiveram uma espetacular performance no mercado acionário até o bear market do início da década de 1970. Especificamente, o crash de 1972-74 fez com que boa parte dessas empresas do grupo performassem abaixo do mercado por alguns anos até a década de 80.

⁶ Fundada por Warren Buffet em 1841, a empresa inicialmente tinha como objetivo inicial investimentos a longo prazo em ações de companhias listadas em bolsa. Entretanto, nos dias de hoje, tem como atividade principal a gestão das companhias subsidiárias.

Um dos principais autores que adotaram, ao longo da carreira, o modelo de growth investing é o investidor Peter Lynch⁷. Damodaran (2012) resume o entendimento do investidor em algumas máximas.

Primeiramente, os números da companhia importam mais que boas histórias, assim a avaliação do crescimento deve se dar especialmente por indicativos concretos. Em segundo lugar, Peter Lynch entendia que o monitoramento de uma companhia growth é muito mais complexo que de uma value. Além disso, para que sejam auferidos lucros, o investimento na companhia deve se dar em estágio incipiente de desenvolvimento. Por fim, a paciência seria o instrumento ideal para o investidor growth, uma vez que a manifestação do crescimento pode demorar longos períodos de tempo.

Dentre as principais estratégias, valem ser destacadas as the high flyer strategy e GARP strategy. A primeira formulação é consiste em investir em companhias que apresentam altos múltiplos de price-earnings⁸, pois, por hipótese, essas companhias de crescimento entregariam altos retornos no futuro (Damodaran 2012). Entretanto, pela evidência empírica (Basu 1977), as empresas com altos múltiplos, na história do mercado, tendem a performar pior que as empresas “de valor”. Portanto, investidores desse estilo tendem a atentar-se aos *market cycles*, ou seja, quando o crescimento de lucros do mercado está baixo, as growth stocks tendem a performar melhor.

⁷ As principais obras do autor são “*One Up on Wall Street*” e “*Beating the Street*”. Nesses livros, o autor conta sobre sua carreira em investimentos e sempre destacando os princípios e aprendizados descobertos ao longo de sua trajetória.

⁸ O múltiplo Price to Earnings Ratio (P/E) é um múltiplo fundamentalista utilizado por todas as vertentes de investidores. O entendimento do múltiplo é quantas unidades monetárias são pagas por uma unidade monetária de lucro da companhia, que é “devolvido” ao acionista.

Isso ocorre pela possibilidade desses ativos serem mais desejados em períodos em que o crescimento está baixo. Analogamente, quando o mercado em geral começa a reportar crescimentos relevantes de lucro, investidores tendem a não pagar um prêmio pelo crescimento. Outro ponto a ser destacado é a curva de juros, pois é uma variável relevante para os descontos dos fluxos de caixa e, tendo em vista que os fluxos dessas companhias estão concentrados no futuro, quando a curva tende a abrir, o desconto é maior. Da mesma maneira, os *valuations* também tendem a ser mais descontados.

A estratégia de GARP (“*Growth at a Reasonable Price*”) consiste em investir em companhias que apresentam relativo desconto em relação ao valor de seu crescimento (Damodaran 2012). Por exemplo, quando um ativo negocia a um múltiplo Preço-Lucro maior que a taxa de crescimento esperada. Analogamente, caso haja uma diminuição nas taxas de juros, o P/E *ratio* tende a aumentar, no entanto a expectativa de crescimento se mantém a mesma.

Damodaran (2012) entende que definir investidores de *growth* como investidores que estão interessados apenas em ativos que negociam altos múltiplos é uma conveniência que distoia do real significado. Dito isso, o melhor entendimento seria que essa categoria de investidores está interessada em investimentos a partir de como o mercado valora o crescimento dessas companhias.

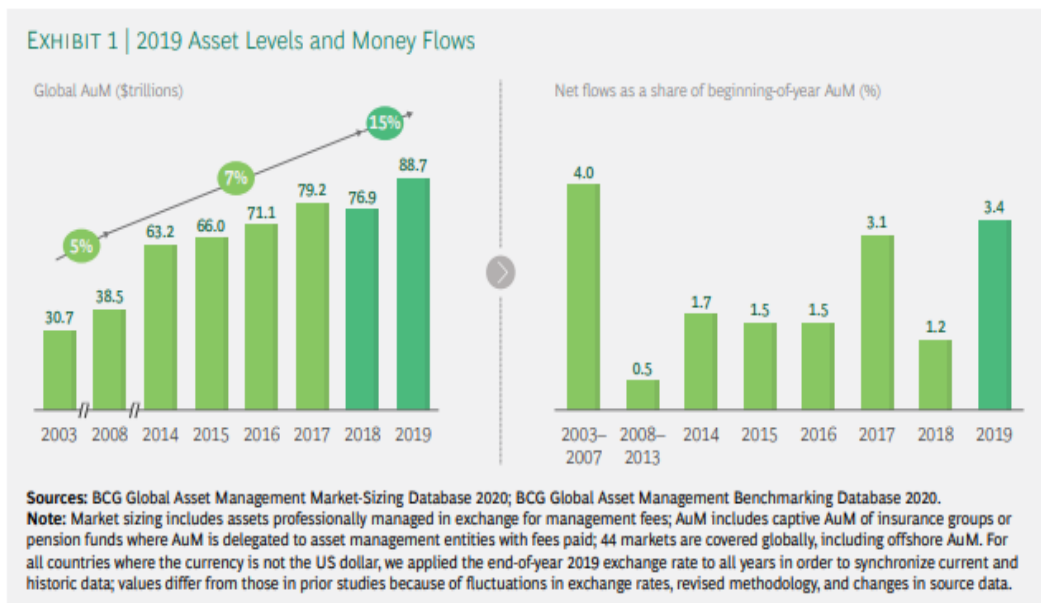
Dessa maneira, o autor argumenta que tanto investidores de *growth*, assim como os *value investors* entendem o conceito do valor de uma companhia, no entanto se distinguem em como avaliar esse valor. Especificamente, os investidores de valor, normalmente, estão interessados em companhias maduras, com relativa participação de mercado e ativos, enquanto os investidores de crescimento entendem a fronteira da competição das companhias como uma possível chave para destravar valor no futuro, a partir do seu crescimento de receita e lucros.

CAPÍTULO 4 – Novas forças do mercado acionário

4.1 Um Novo Mercado Acionário

O mundo ao longo do século XX, quando as técnicas de value investing começaram a ganhar forma, era muito diferente do que vivemos hoje em dia. Primeiramente, vivemos em um mundo amplamente conectado e relativamente mais democrático no quesito de acesso às informações. A conexão via internet a partir da década de 90 e os avanços na tecnologia vêm nos permitindo cada vez mais construirmos super máquinas de processamento de dados, juntamente com o crescimento exponencial de armazenamento. Diferentemente do passado, quando a informação era mais escassa, hoje em dia o maior trabalho do investidor é saber filtrar informações e se concentrar no que realmente importa e não mais apenas encontrá-las.

Outra grande mudança no cenário foi o aumento significativo na indústria de *Asset e Wealth Management*⁹, o que provoca maior competição dentro do segmento. Hoje em dia são mais pessoas olhando os mesmos ativos com acesso abundante à informação tomando decisões de investimento.



⁹ Segundo o site Investopedia: “Wealth management is an investment advisory service that combines other financial services to address the needs of affluent clients. Using a consultative process, the advisor gleans information about the client's wants and specific situation, and then tailors a personalized strategy that uses a range of financial products and services.”

Segundo Marks (2021), as características do mercado descritas retomam, a princípio, a Hipótese dos Mercados Eficientes, evidenciando a facilidade com que as informações já podem estar incorporadas nos preços dos ativos. Logo, há de se esperar que a procura por barganhas no mercado acionário, como buscam os *value investors*, está mais difícil, uma vez que os valuations baixos podem ter justificativas mais bem fundamentadas nas informações disponíveis.

No passado, muitas empresas poderiam ter desconto no valuation pelo fato dos analistas de investimento não darem atenção a determinadas empresas, bem como pelo processo mais demorado de análise pela velocidade relativamente menor de aquisição de informações. Pelo fato dos preços dos ativos refletirem, quase que de maneira instantânea, as informações do mercado, questiona-se até que ponto esses novos conhecimentos podem ser valiosos (Marks 2021).

Outro ponto que vale ser mencionado é que tanto no mercado de capitais brasileiro, quanto no americano, ao longo da última década, vimos uma queda relevante das taxas de juros básicas de ambas as economias. Como já foi explicado, as taxas de juros baixas são um motor para que mais recursos sejam aplicados no mercado acionário.

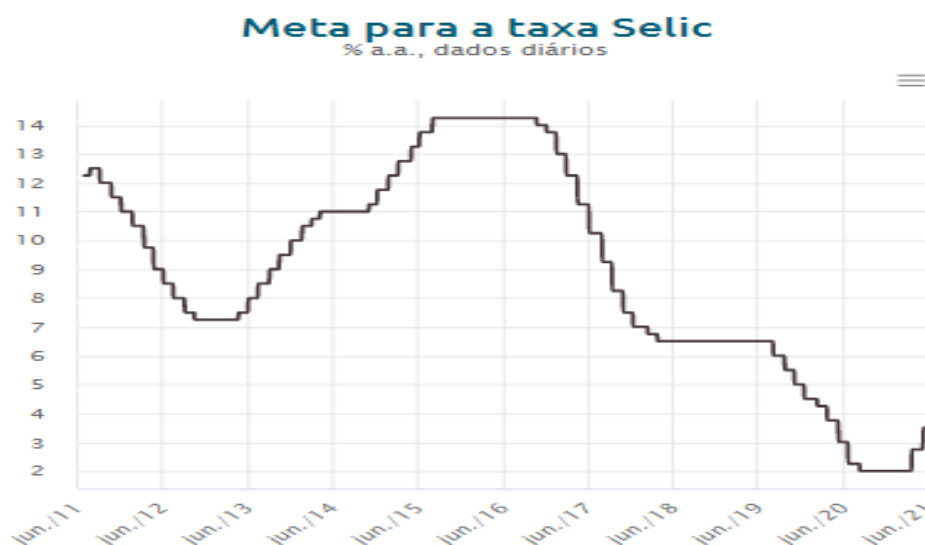


Gráfico retirado do site do Banco Central Brasileiro¹⁰.

¹⁰ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>

Em conjunto com a melhora no cenário para investimentos no mercado acionário, a melhora no acesso aos produtos financeiros também influencia a nova realidade do mercado de capitais brasileiro.

O mercado financeiro brasileiro, hoje em dia, não é mais concentrado em grandes gestoras e bancos de investimento. O investidor de varejo vem ganhando mais espaço dentro do ambiente de negociação, passando a ser um “agente” relevante dentro do mercado¹¹.

Por fim, tanto a queda da taxa de juros estrutural da economia, quanto o maior fluxo de capital para os mercados acionários criam um cenário em que um dos principais agentes beneficiados são as empresas. Isso ocorre, pois estas passam a se capitalizar ainda mais para financiar seu crescimento, seja via *equity* ou dívida.

Dessa maneira, as empresas podem explorar esse cenário com novas decisões de investimento, criação de novos produtos e operações de M&A¹², por exemplo. Além disso, novas empresas incubentes também encontram um capital mais barato para entrarem no mercado e se desenvolverem.

4.1.1 Modelos de Gestão de Investimentos

Sobre o embate entre gestores de investimento e mercado, os primeiros exercem diferentes estratégias de gestão de seus portfólios, além de terem exposições ao risco que se diferem uns dos outros. Nesse sentido, podemos dividir os gestores de portfólio em dois grupos, os investidores ativos e passivos. Um gestor ativo é aquele que desempenha o papel de análise dos investimentos que compõem o portfólio recorrentemente. Normalmente, esses gestores estipulam um índice de mercado como *benchmark* para seus fundos de investimento, cujo principal objetivo é garantir retornos superiores ao índice escolhido.

¹¹ <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/negociacao-de-acoes-por-pessoas-fisicas-supera-a-de-investidor-institucional-pela-primeira-vez-desde-2010/>

¹² Acrônimo para “Merges And Acquisitions”, em português “Fusões e Aquisições”. Essas operações entre empresas, em geral, precisam de um volume considerável de capital para serem realizadas.

O *benchmark* de um fundo ou carteira de investimentos é, normalmente, o índice no qual a carteira deve superar ou igualar o retorno. A escolha do índice depende, dentre outros fatores, da composição pretendida com a carteira de investimentos. Por exemplo, fundos de investimento em ações podem ter como *benchmark* o S&P500 ou Ibov, enquanto fundos de investimento em renda fixa, por exemplo, podem utilizar o IMA-B¹³.

Diferentemente da gestão ativa, existem os gestores que desempenham uma gestão passiva das carteiras de investimento. Esses investidores têm a tarefa de espelhar a composição de um índice de mercado na sua carteira. Nesse sentido, o principal objetivo dessa categoria de gestores seria obter rendimentos de mercado similares ao índice e não superá-lo.

Dentre os produtos de investimento no mercado financeiro, há os *Index Funds*. Esses fundos de investimento montam carteiras de acordo com o benchmark escolhido, como por exemplo, o índice S&P 500. Esse tipo de investimento entra na categoria de gestão passiva dos investimentos, pois esse veículo tentar espelhar a carteira dos índices, ou seja, não conta com uma gestão ativa dos investimentos da carteira.

Nesse sentido, os fundos de índice normalmente garantem algumas vantagens em relação aos fundos de gestão ativa. Primeiramente, uma exposição relativamente mais diversificada que alguns fundos de investimento de gestão ativa, a depender do índice escolhido para o *benchmark*.

¹³ Esse índice tem em sua composição títulos públicos federais atrelados à inflação, nesse sentido, a remuneração desses ativos é indexada ao IPCA. O índice foi criado pela ANBIMA. Mais informações em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/precos-e-indices/indices/ima.htm

Isso ocorre, pois, pensando em concentração setorial de uma carteira de ações, gestores podem escolher a concentração do portfólio da carteira livremente, enquanto que esses fundos, por exemplo, ao escolher espelhar o S&P500, vão estar expostos a diversas companhias dos mais variados setores. Por fim, esses fundos de investimento normalmente apresentam um turn-over¹⁴ menor de carteira.

Dentro desse escopo, há evidências empíricas que comparam performances de ambos os estilos de gestão. Crane e Crotty (2018) desenvolvem uma análise do desempenho de fundos de investimento com gestão ativa e *index funds*. Os autores constatam que fundos de gestão ativa, em média, não superam os retornos dos fundos de investimento com gestão passiva e, principalmente, que fundos de gestão passiva requerem tanta habilidade de gestão, quanto um fundo de investimento de gestão ativa.

Concomitantemente com as evidências empíricas, a gestão passiva de investimentos pode ter embasamento teórico também na Hipótese de Mercados Eficientes. Pode-se inferir que, dentre outros motivos possíveis, o investidor ou gestor que opta por essa modalidade de investimento ou estilo de gestão pode entender os preços a partir da análise do passeio aleatório da EMH. Nesse sentido, podem entender que a análise de preço seria um custo ineficiente de alocação de recursos.

¹⁴ Para fundos de investimento, o turnover de uma carteira pode ser calculado através dos custos incorridos com *trading* ao longo do ano comparativamente com o valor dos ativos sob gestão. Para os mercados acionários em geral, o conceito pode ser calculado como o volume de ações negociadas como uma porcentagem do total de ações listadas no mercado.

4.2 Ambiente Competitivo do Século XXI

Uma revolução tecnológica provoca disrupções significativas na organização de empresas, especificamente no que tange a cadeia de valor das empresas e seus produtos e serviços.

As décadas de 60 e 70 reestruturaram o processo produtivo com métodos mais automatizados, além da padronização dos processos operacionais. Na década de 80, o surgimento da conexão via internet facilitou as companhias a se inserirem em uma cadeia produtiva mais global, integrando as mais variadas atividades individuais, como fornecimento, distribuição e consumo.

Por fim, nas últimas duas décadas, pode-se inferir que as companhias estão vivendo uma revolução da tecnologia da informação (Porter 2014) em que a própria tecnologia altera o produto, diferentemente das revoluções anteriores que não alteraram o produto, mas ainda garantiram retornos positivos de produtividade.

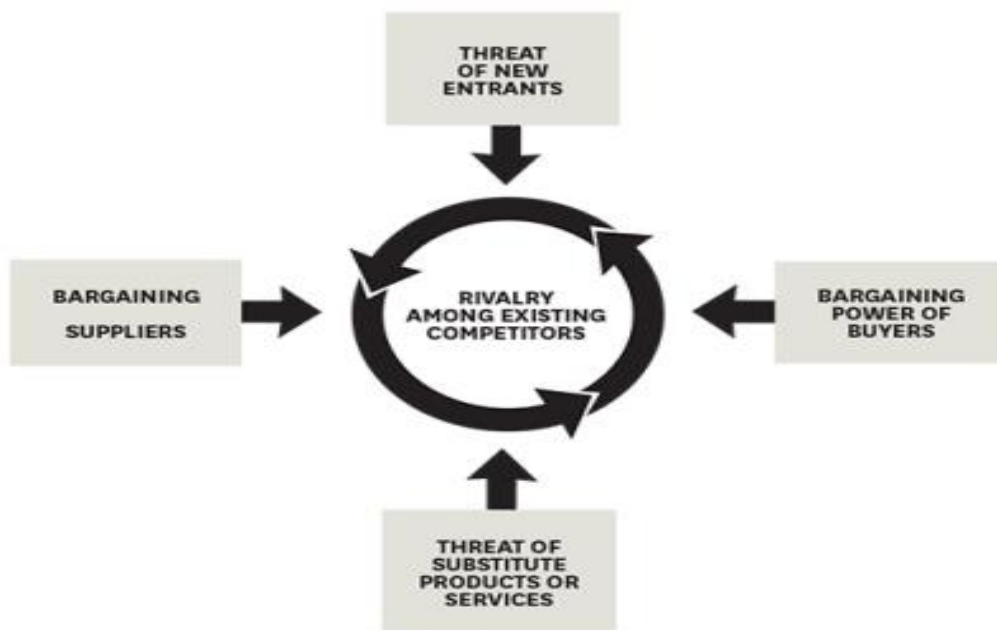
O produto resultante dessa nova revolução tecnológica é personalizado, inteligente e conectado. Porter entende que hoje em dia “computadores estão sendo inseridos dentro dos produtos”, uma vez que, por exemplo, processadores, softwares e armazenamento em *cloud* fazem parte da composição dos produtos.

Ainda, segundo o autor, esses produtos causam uma reestruturação na cadeia de valor, pois alteram design, marketing, manufatura e serviços pós venda dos produtos, como *data analytics*¹⁵ e segurança de informação. Isso ocorre, pois os produtos, nos dias de hoje, geram uma quantidade significativamente maior de dados que os produtos das revoluções tecnológicas anteriores.

¹⁵ Segundo site Investopedia, “Data analytics is the science of analyzing raw data in order to make conclusions about that information. Many of the techniques and processes of data analytics have been automated into mechanical processes and algorithms that work over raw data for human consumption.”

Além disso, com a nova revolução tecnológica, as companhias criam novas infraestruturas tecnológicas para dar suporte ao produto, como por exemplo, modificação de *hardwares*, aplicativos de *software* e sistemas operacionais para garantir conectividade ampla.

Sobre competitividade, Porter destaca cinco principais forças que influenciam no cenário competitivo das empresas, que a depender da intensidade dessas cinco forças, múltiplos cenários podem ocorrer. As principais forças são o poder de barganha dos compradores, a rivalidade entre os competidores existentes, ameaça de novos entrantes no mercado, novos produtos ou serviços e o poder de barganha dos fornecedores.



Esquema retirado do artigo “How Smart, Connected Products Are Transforming Competition”,
Michael Porter, 2014

Os novos produtos inteligentes, conectados e personalizados provocam uma mudança na estrutura da indústria, uma vez que essa estrutura pode ser alterada quando novas tecnologias são implementadas ou quando há mudanças nos hábitos e necessidades do consumidor.

Dentre as forças que os novos produtos da revolução informacional influenciam, vale destacar duas delas, a ameaça de novos entrantes e de produtos substitutos. Segundo o autor, os novos entrantes nesse mercado de produtos conectados encontram altos custos fixos de desenvolvimento em tecnologia da informação.

Ainda, esses produtos podem vir a oferecer uma performance muito superior aos produtos já existentes, influenciando no valor percebido pelos consumidores pela criação de novas funcionalidades em relação aos produtos do passado. Dessa maneira, as empresas conseguiriam capturar um alto valor de mercado, além de aumentar a rentabilidade e crescimento das indústrias nas quais estão inseridas.

CAPÍTULO 5 – Conclusão

A partir do entendimento do contexto de competição entre empresas, desenvolvimento de produtos e capitalização via mercado, pode-se inferir sobre como a filosofia de investimento se insere nesse contexto.

Primeiramente, conforme explicado pelo professor Damodaran, ambas filosofias de investimento, *value* e *growth*, entendem o conceito de valor, no entanto de maneiras distintas.

Sob o ponto de vista de competição, pode-se entender como empresas novas no mercado e já consagradas encontram-se na “fronteira de competição”. O desenvolvimento de produtos está cada vez mais rápido, além de influenciar diretamente nas forças da competição, segundo Porter (2014).

Dito isso, o investidor *growth* fica diante de um cenário em que a via de crescimento das empresas fica em evidência, uma vez que a revolução da informação e desenvolvimento dos produtos conectados permite com que empresas se insiram em novos mercados ou que haja uma mudança na percepção de valor do consumidor em relação aos mercados existentes. Assim, as empresas se posicionarão de maneira a tentar capturar crescimento em meio ao novo cenário.

Ainda, a principal fonte de percepção de valor desses investidores pode tomar múltiplos caminhos para a consagração das companhias. Além disso, a capitalização das empresas através do mercado também é um fator que garante mais margem para empresas testarem novos projetos.

A alta capitalização das empresas pode ter como consequência, que as empresas negociem altos múltiplos no mercado acionário. Ademais, o cenário favorável para se tomar risco cria uma distorção no mercado na qual há mais capital disponível para alocação, que boas empresas que terão crescimento relevante e sustentável ao longo dos anos.

Sobre os investidores de valor, vale ressaltar que o principal aprendizado acerca do conceito de valor ainda se faz presente no processo de investimento. No entanto, entende-se que com a mudança no cenário competitivo, os *drivers* de valor, que poderiam ser avaliados anteriormente com mais facilidade, podem não ser mais tão eficazes no processo de análise de uma companhia.

Em primeiro lugar, os ativos físicos podem vir a ter menos relevância com a revolução dos produtos conectados, uma vez que uma das fontes de destravar o valor desses produtos está na oferta de *softwares* integrados, garantindo conectividade e particularidade ao produto. Diferentemente do que se observou na revolução tecnológica de 60, quando o processo produtivo era rígido e padronizado.

Ainda, no contexto do atual mercado acionário, o fato de existirem muitos investidores analisando as mais diversas empresas e com acesso à informação rápida, coloca em cheque a busca pelas “barganhas” do mercado.

No entanto, vale ressaltar que, mesmo nesse contexto adverso, o entendimento acerca do valor de uma empresa se faz muito necessário. Tendo em vista que muitas novas empresas estão surgindo, se capitalizando e criando novas necessidades aos consumidores, tanto um investidor de valor, quanto um investidor de crescimento devem se atentar às companhias que vão conseguir destravar esse valor da melhor maneira possível.

Cada investidor, individualmente, em seu exercício de análise, entenderá as principais “chaves” de valor de uma companhia de uma maneira específica. Dito isso, uma filosofia de investimentos pertinente nesse contexto terá como um dos principais pilares a seleção de boas empresas, que sobreviverão ou nascerão dessa onda de disrupção, considerando as novas necessidades dos consumidores e, principalmente, entregarão bons retornos aos investidores.

Bibliografia

BASU, S. “Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis”. The Journal of Finance, 1977, Vol.32, N° 3, pp 663-682.

BURNS, William E., PhD. “Efficient Market Hypothesis (EMH)”, Salem Press Encyclopedia, 2020.

BURNS, Arthur F. MITCHELL, Wesley C. “Measuring Business Cycles”. pp 3. 1946.

CRANE, A; CROTTY, K. “Passive versus Active Fund Performance: Do Index Funds Have Skill?”. JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, 2018, Vol. 53, N° 1, pp. 33-64.

DAMODARAN, A. “Growth Investing: Betting on the Future?”, Stern School of Business, 2012.

DAMODARAN, A. “Finanças Corporativas: Teoria e Prática”, 2ª Edição, 2004.

FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, The Journal of Finance, 1970.

MALKIEL, Burton G. “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, N° 1, 2003. pp 59–82.

MARKS, H. “Something of Value”. 2021 Disponível em: <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/something-of-value.pdf>

MARKS, H. "The Most Important Thing". 2011

MULLAINATHAN, S; THALER, R.H. "Behavioral Economics", National Bureau of Economic Research, 2000, Vol. w7948

NÆS, Randi; e SKJELTORP, Johannes A.; e ØDEGAARD, Bernt A. "Stock Market Liquidity and the Business Cycle", The Journal of Finance, Vol. LXVI, N° 1, 2011.

PORTER, M. "How Smart, Connected Products Are Transforming Competition", 2014.

SHARMA, A; KUMAR, A. "A review paper on behavioral finance: study of emerging trends". Qualitative Research in Financial Markets 12:2, 2019, pp. 137-157.

SHILLER, R.J. "From efficient markets theory to behavioral finance", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17 No. 1, 2003 pp. 83-104.