



## FILOSOFIAS DE INVESTIMENTO...

Ao longo século passado, especialmente depois da década de 30, duas correntes têm duelado pela preferência dos investidores: a que investe preferencialmente em ações de crescimento, que busca empresas cujos lucros cresceram muito no passado e que têm expectativa de que continuem crescendo nos próximos anos; e a que investe preferencialmente em ações de valor, que são empresas cujas expectativas de crescimento dos lucros são menores, mais estáveis, mas que são consideradas baratas em relação ao mercado. Alguns expoentes da cultura de "value investing" como David Dodd, Benjamin Graham, Philip Fisher, Warren Buffet e mais recentemente Joel Greenblat e Bruce Greenwald discutiram profundamente este assunto.

Existem muitos argumentos que são usados na defesa das duas filosofias, mas é importante notar que em ambas o valor das empresas é função do fluxo de caixa futuro que o acionista recebe. Modigliani e Miller em seu artigo de 1958 acreditavam que as empresas eram um conjunto de investimentos em projetos e seus fluxos de caixa associados, interpretando os instrumentos financeiros de ações e dívida como direitos desses fluxos de caixa. Contrapondo, eles, Michael Jensen e William Meckling em 1976, utilizando a teoria da agência, mostraram que o retorno desses investimentos não poderia ser dado como certo, na medida em que controladores e executivos poderiam usar tais recursos em benefício próprio. Este argumento nos leva a estudar dois pontos importantes, a qualidade e aplicabilidade das leis e a estrutura societária das empresas no Brasil.

Observando nosso mercado, até um passado recente, podemos ver que praticamente todas as empresas tinham um controle bem definido, frequentemente exercido por meio de uma "holding" familiar ou de um acordo de acionistas que aglutinava todos os votos dos acionistas pertencentes a este grupo em um único sentido. Esta concentração pode ser problemática, na medida em que pode existir um desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Os controladores da empresa podem utilizar os ativos da empresa para uma gama de propósitos que não são necessariamente de interesse dos outros acionistas, como a utilização de pagamento de despesas pessoais, preços de transferência, diluição não justificada, utilização de estratégias de investimento que gerem benefícios pessoais e outras inúmeras formas de benefícios privados. Nesta estrutura, o grande risco dos acionistas minoritários passa a ser a não participação nos lucros da companhia. Este risco é ampliado quando a liquidez das ações é pequena. Além disso, o controle pode ser alienado a terceiros e os acionistas sem direito a voto poderiam ser expropriados por não participarem dos lucros retidos na empresa.

Neste ambiente, o argumento da irrelevância da distribuição de dividendos dado pelo modelo de Modigliani-Miller fica frágil porque não existe como um acionista que não faça parte do bloco de controle, ter acesso efetivo ao fluxo de caixa da empresa. Com a dificuldade da aplicabilidade das leis, elevados benefícios privados de controle e concentração

na estrutura societária, empresas de valor que tenham tradição na distribuição de dividendos e elevado *dividend yield* representam um importante filtro que alinha boa governança corporativa e elevada rentabilidade esperada.

Recentemente, entretanto, esse quadro tem apresentado mudanças importantes. Com maior estabilidade na economia, boas empresas que viviam um momento importante de sucessão, necessidade de desinvestimento de fundos de "private equity" ou com oportunidades de crescimento em seus negócios, sentiram necessidade de acessar o mercado de capitais. Através de contratos privados com o mercado (adesão ao Novo Mercado da Bovespa), com elevados padrões de governança corporativa, qualidade e aplicabilidade nas regras, tais empresas tiveram acesso a capital com menor custo. Tal movimento resultou na onda de ofertas públicas que o mercado tem vivido e modificou completamente o panorama de investimentos em ações, alinhando interesses entre o retorno para os acionistas ofertantes e para os investidores que participaram destas ofertas. Os controladores tiveram como vantagem: a redução de seu custo de capital, possibilitando a captação de recursos de longo prazo através da emissão de ações e melhorando sua estrutura de capital; melhor avaliação de seu patrimônio, como no caso de Natura, onde o valor de mercado de suas ações é 16 vezes maior que o patrimônio líquido contábil; liquidez para criação de estratégias de sucessão na empresa e controle externo das decisões de investimento. Em contrapartida, os investidores tiveram possibilidades de investir em setores inéditos na Bovespa, permitindo diversificar investimentos que na bolsa brasileira são extremamente concentrados em quatro setores, participar do crescimento de resultados destas empresas e ter ganhos de capital expressivos. Neste ambiente, as empresas de "crescimento" ficaram na "moda" e propiciaram ganhos expressivos de capital aos seus investidores.

Apesar de termos acesso hoje a boas oportunidades de investimento em empresas que poderiam ser classificadas como empresas de crescimento, devemos manter o foco na análise do fluxo de caixa das empresas e no risco associado a ele, tendo sempre em mente a obtenção de uma relação de risco e retorno visando à preservação de capital e renda do investidor. Acreditamos que na escolha de um universo de ações para investir deve-se privilegiar a estabilidade de resultado, a capacidade das empresas apresentarem pouca volatilidade de receitas sob cenários macroeconômicos diferentes. Desta maneira, continuarão a apresentar bons lucros e distribuir dividendos mesmo em períodos de crise econômica. É importante notar que empresas com resultados mais estáveis possuem maior capacidade de se aproveitar de momentos de crise nos mercados para expandir seus negócios e reforçar sua estratégia. Os dividendos também representam um fator importante na proteção contra quedas bruscas nos preços das ações, pois no limite, poderíamos extrapolar que o dividendo distribuído aos acionistas seria comparável à juros pagos por títulos de renda fixa. Deve-se observar o compromisso do controlador de distribuir dividendos,

analisado pelo histórico de dividendos pagos e pelo desejo ou necessidade dos acionistas controladores de receberem dividendos. Na escolha do peso de cada ação dentro de uma carteira deve-se considerar duas diretivas: diversificação e estratégia. A diversificação da carteira por empresa e por setor evita que um determinado evento que afete apenas uma empresa ou um setor prejudique fortemente a rentabilidade da carteira, desta maneira protegendo-a. A estratégia da carteira tem por finalidade escolher o peso de cada ação de forma que se busque uma carteira com perspectivas de retorno adequado e ao mesmo tempo seja capaz de preservar o capital do investidor.

Portanto, acreditamos que a aliança do “stock picking”, orientado pelo valor da empresa e seu fluxo de caixa futuro através de uma sólida, disciplinada, mas flexível, análise da capacidade de retorno dos investimentos, da análise da estratégia da empresa, de incentivos dos controladores e gestores das empresas, da construção de uma carteira que minimiza riscos estruturais e do aproveitamento das ineficiências que o mercado tem com relação às empresas que tem um *dividend yield* alto devem compor o coração de uma *filosofia de investimentos* que busca retornos adequados e preservação de capital e renda do investidor.