

Edição N.º12

# RESENHA MENSAL

JULHO | 2020

Trigono  
CAPITAL

## Nem tudo que reluz é ouro: o momento é de separar joio de trigo

Prezados leitores e investidores,

Estamos em plena colheita da safra de resultados do segundo trimestre, que têm deixado mais claramente explícitos os efeitos da pandemia nos diversos setores e empresas. Ficamos de certa forma perplexos com o comportamento do mercado e a valorização (que, para nós, não faz sentido) de algumas ações e com a onda de IPOs e *follow-ons* – ou seja, novas companhias listando suas ações na B3 e outras já listadas fazendo emissões primárias e secundárias.

Por outro lado, são simplesmente desprezadas ou esquecidas empresas sólidas, com histórico de resultados consistentes e bons negócios – e que até se favoreceram de efeitos da pandemia, como a desvalorização do real (a moeda que mais perdeu valor entre países emergentes comparáveis). Para algumas destas, contudo, esperamos resultados de certa forma satisfatórios, ainda mais nos médio e longo prazos.

Também é *earnings season* (“temporada de resultados”, como dizem os gringos) em Wall Street, e lá como cá vai-se revelando o “ouro de tolo”. Entre aspas está o apelido, por assim dizer, da pirita, um mineral que, apesar de parecido com o metal valioso, não tem valor comercial – e que dá nome a uma conhecida canção do saudoso compositor e cantor Raul Seixas. Quem está na colheita deverá separar o joio do trigo.

Sobre a canção *Ouro de Tolo*, Raul se inspirou, na década de 70 (a obra é de 1973), nos alquimistas que prometiam transformar chumbo em ouro. A música faz uma crítica ácida a anseios e sonhos da sociedade que, ainda hoje, se veem no comportamento de muitos investidores e agentes financeiros (gestores, consultores, blogueiros, administradores de redes de WhatsApp, gurus financeiros, corretoras de valores etc.). O ganho rápido e fácil representa mais do que nunca o ouro de tolo – e disso já falamos na resenha de abril, com os 10 Mandamentos, os 7 Pecados Capitais dos Investidores e nossos Três Reis Magos dos Investimentos. Para quem ainda não leu, fica aqui a dica.

Por falar em temas bíblicos, a expressão “separar o joio do trigo”, extraída de uma parábola, refere-se a justiça e paciência. O joio se parece com o trigo, mas é uma erva daninha; o trigo, por sua vez, ainda é a base da alimentação de grande parte da humanidade. Não cabe aqui uma longa interpretação dessa parábola ensinada por Jesus, por mais linda que seja (e linda é). Podemos dizer, no entanto, que o joio – a imitação daquilo que tem valor (mas que em si não tem nenhum) – foi semeado pelo demônio (que aqui pode muito bem ser entendido como a cobiça), mas o justo (o investidor paciente e diligente) colherá o trigo (saberá separar aquilo que apenas parece ter valor do que realmente é valioso).

Desculpem-me os cristãos, ou mesmo os apenas religiosos, se com essa brevíssima exegese cometo alguma



heresia ao misturar estes temas. Mas, e sem de modo algum querer aqui compará-los, creio que Raul Seixas e Jesus nos ensinam lições úteis para as nossas vidas, não só no âmbito pessoal, mas também em nossos investimentos. Voltaremos ao tema na seção Estratégia e no final desta resenha, o EVA, verdadeiro instrumento de separação do joio do trigo.

Destacamos a nova escalada de tensões envolvendo Donald Trump e China. Para nós, uma vez mais, o presidente norte-americano busca criar fatos novos visando à reeleição que parece escorrer entre seus dedos (tendo já aventado até mesmo a possibilidade de adiar as eleições para 2021).

Como gostamos de História e analogias, faremos um paralelo à Guerra Fria.

Após a 2ª Grande Guerra (e mais especificamente a partir de 1947), o mundo vivenciou um período de tensões geopolíticas e ideológicas entre duas potências militares arquirrivais: EUA e União Soviética. Esse período terminou em 1991, quando o bloco soviético chegou ao fim. Tomando a liberdade de, para efeitos de argumentação, desconsiderar as (muitas) particularidades de hoje e de então, vivemos atualmente uma tensão provocada pelo presidente Trump e suas muitas rixas com a China. Questões tecnológicas e de segurança de Estado seriam a causa (e estas também, de certa forma, eram notas na partitura da sinfonia sombria que americanos e soviéticos executavam), mas a realidade é que tais rixas têm raízes em motivos políticos pessoais e na disputa por hegemonia econômica (o vice-líder corre a galope, o líder caminha a passos estreitos).

Há ainda uma ressonância ideológica, semelhante ao nós x eles que vivemos nas últimas eleições, que ainda se faz ouvir. A China pouco caso fez de críticas e ameaças proferidas por Trump relacionadas a Hong Kong. O que nos preocupa é Taiwan: dentro da China já há aqueles que defendem uma invasão ao território que o PC (Partido Comunista) chinês considera seu. Os EUA, de seu lado, vendem armas a Taiwan, o que torna as águas ainda mais turvas. Joe Biden, a cada dia um nome com mais potencial para estar na Casa Branca a partir de 2021, mantém postura igualmente agressiva; resta saber se é apenas retórica de campanha ou se de fato tomará atitudes concretas em relação à China.

Voltando à Guerra Fria: ela terminou com o fim da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas, que, como diria T.S. Eliot, desapareceu não com um estouro, mas com um suspiro. Mas nem por isso outras batalhas (mesmo guerras) deixaram de acontecer, e novos *players* sentaram-se à mesa. A agora Federação Russa tem um presidente, Vladimir Putin, cada vez mais empoderado, e já se vê um cenário em que ele ficaria no poder (o qual ocupa quase ininterruptamente desde 1999) até 2036. *Hackers* (que, a depender do interlocutor, podem ser russos, iranianos, chineses e até da máfia) estão sempre à espreita. A China é pintada cada vez mais como a grande ameaça (até a covid-19 já foi citada como uma criação chinesa neste embate). Subjacente a tudo isso, persistem as dicotomias capitalismo x comunismo e democracia x totalitarismo, talvez as duas marcas registradas da Guerra Fria.





Já temos duas guerras mundiais “quentes” na História. Talvez uma segunda guerra fria se tenha iniciado, desta vez com três contendores – dois já familiares (EUA e Rússia) e um “estrepante”, a China. Mas os chineses, se só agora protagonizam uma guerra fria, são milenares em termos de estratégia: o clássico *A Arte da Guerra*, escrito por Sun Tzu, data de cerca de 400 A.C. (antes de Cristo). Aliás, há quem considere Sun Tzu uma lenda, assim como alguns historiadores consideram Homero, autor da *Ilíada* (mas deixemos essa questão para os especialistas).

Curiosamente, outro escrito milenar, o *Bhagavad Gita*, explora as questões do ser humano envolvido numa guerra. Os dois clássicos vêm sendo lidos e estudados há mais de 24 séculos. Uma das grandes lições de *Arte da Guerra* presente em cursos de liderança é a da necessidade de manter a coesão dentro das tropas; já o *Bhagavad Gita* ensina que podemos ser nosso maior inimigo (lição que muito bem se aplica a investidores). Mesmo aqui (desconsiderando o anacronismo), ouvimos Sócrates: “Conheça a si mesmo”.

Quanto à covid-19, continua como elemento de grande incerteza. O número de casos aumenta em países como EUA e Índia, enquanto no Brasil não só não entrou ainda numa curva descendente como tem aumentado em várias localidades. Recentemente, o país atingiu a marca de 100 mil óbitos, e quando o leitor estiver diante deste texto, tal número certamente estará (bastante) superado.

Na África do Sul, infecções e mortes voltaram a aumentar após o relaxamento do *lockdown*. Na Espanha, a doença voltou a assustar, impondo novas restrições internas (alguns países proibiram aviões vindos da Espanha de pousarem em seus territórios). Várias vacinas têm apresentado desempenho que sugere que serão eficazes, embora nenhuma esteja em uso maciço. São uma esperança, no entanto, e mesmo que sua massificação ainda demore, o simples fato de sabermos que a covid-19 poderá ser controlada já representa um enorme alívio. Talvez esse alívio seja um dos fatores que vêm sustentando altas nos mercados acionários em todo o mundo, mesmo com as economias ocidentais – já afogadas em trilhões de dólares e de euros nelas despejados – sofrendo um duríssimo impacto.

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

Durante o mês de julho viu-se a continuação do cenário de estímulos num esforço contínuo dos bancos centrais e dos governos mundo afora para recuperarem suas economias, tendo a soma dos estímulos atingido US\$ 22 trilhões. Ao mesmo tempo, constata-se a grande deterioração da economia durante o período de *lockdown* no 2º trimestre: o PIB dos EUA desabou 32,9%, e o da Alemanha caiu 10,1% (ambos na comparação anual). Os dados americanos (acreditem) conseguiram ficar acima do esperado, enquanto os da Europa têm vindo no geral abaixo das expectativas. Os balanços trimestrais das empresas mostram-se mistos. No setor de tecnologia o que se vê são fortes superações de expectativas. O índice Nasdaq já subiu quase 20% no ano, e boa parte das altas do S&P 500 nos últimos anos e neste pode ser explicada pelo grande peso das empresas de tecnologia nesse índice.





Há alguma indefinição nos EUA e na Europa sobre a forma de condução dos próximos pacotes de estímulo. Republicanos discordam de democratas nos EUA (onde o jogo é jogado) e países mais austeros pressionam a União Europeia. Apesar disso, a mensagem dos bancos centrais tem sido bem clara: é preciso fazer o possível para acelerar a recuperação econômica. O FED (BC dos EUA) discute a possibilidade de mudar sua abordagem de metas de inflação, adotando regime mais flexível, com tolerância para índices acima da meta, de forma a compensar o fato de a inflação real dos últimos anos ter vindo abaixo dela. Assim, poderia manter os patamares atuais de juros mesmo com uma recuperação econômica mais forte (ao menos até 2022).

As tensões entre EUA e China, como dissemos antes, continuam acesas – troca de acusações e medidas mais agressivas de parte a parte. Em junho, já avaliávamos que essas tensões não devem acabar tão cedo, ainda mais num cenário eleitoral, dado que tanto Trump quanto Biden mostram-se combativos em suas campanhas em relação à China. As consequências desse tema serão importantes para o Brasil, especialmente para o agronegócio em caso de retaliação da China afetar suas importações de grãos e carnes dos EUA.

Todo esse cenário de estímulos, dados do PIB e tensões mundiais causam grande fortalecimento do ouro, que tem batido recordes históricos. O preço do petróleo (WTI e Brent) mostrou-se mais estável durante o mês, com oferta e demanda mais previsíveis que em meses anteriores, e a oferta equilibrando-se com o novo cenário da demanda (que, no entanto, vem aumentando gradativamente). Cuidado uma vez mais com o ouro de tolo, ou do tolo.

## CONJUNTURA NACIONAL

No Brasil, os dados econômicos revelam surpresas positivas. O relatório do CAGED apontou baixa de apenas 11 mil vagas de carteira assinada em junho, contra uma expectativa de 220 mil a menos. Diversos agentes econômicos revisam para cima suas perspectivas para o PIB brasileiro: boa parte delas agora aponta para queda anual entre 5% e 6%. Além disso, os índices de confiança têm-se recuperado rapidamente nas áreas mais afetadas. Cabe ressaltar que os setores agropecuário e de construção mostraram grande resiliência na crise, em parte devido à atual dinâmica de dólar e juros.



A situação fiscal ruim tem sido cada vez mais o foco, com a rápida deterioração das contas públicas. Embora o cenário de juros curtos esteja favorável e ajude bastante, o descasamento entre receita e despesa é grande e muitos temem que a reforma tributária que está por vir traga um aumento da carga. O governo diz que pretende manter a carga atual. A conferir.

Sobre a reforma tributária, tem-se discutido uma desoneração da folha de pagamentos, com a criação de novo imposto sobre transações financeiras, ainda mais abrangente que a antiga CPMF, e mesmo sobre tran-



sações *on-line* do comércio varejista. É improvável que seja aprovada, dada a forte rejeição da ideia por parte do Congresso Nacional. Apesar disso, a base governista mostra-se crescente no Legislativo, de forma que uma mudança de cenário é possível. Além disso, a tributação dos dividendos é outro tópico a ser debatido – e sua aprovação é bem mais provável, bem como uma possível tributação de grandes fortunas. Há, porém, grande *lobby* para que isso não se concretize. O que de fato será levado a cabo é imprevisível.

Cabe uma discussão do possível impacto do imposto sobre dividendos nas empresas. O governo mostrou-se favorável a reduzir o IR (Imposto de Renda) de forma a compensar essa tributação. O balanço final depende de cada empresa – o percentual do lucro que é distribuído, operações no exterior, isenções, prejuízos a compensar, incentivos fiscais etc. Também se comenta o aumento da tributação dos bancos e limitação dos dividendos em 25% do lucro neste ano.

A reforma tributária será importante para simplificar tributos e melhorar a eficiência da base tributária brasileira. Além disso, será um grande termômetro da base do governo no Congresso para a importante reforma administrativa, que pode ser um forte fator de melhoria para a situação fiscal. A despesa corrente crescente relacionada ao quadro de servidores é uma das grandes causas do déficit público, e para lidar com isso a reforma administrativa será crucial. Um aspecto que consideramos bastante positivo é a redução da carga tributária para setores que agregarem valor, como o industrial e exportadores de manufaturados. O setor de serviços, no entanto, poderá ser bastante penalizado (além dos setores financeiro, de seguros, de educação etc.), além de atacar a *pejotização*, usada como redutor de custos trabalhistas.

A votação do novo marco regulatório do gás na Câmara deverá ocorrer em breve devido à aprovação do requerimento de urgência. É um projeto muito importante: poderá levar a indústria brasileira a um novo patamar de competitividade internacional. Além disso, deve destravar muitos investimentos no setor, gerando empregos, fortalecendo a infraestrutura nacional e trazendo mais segurança na oferta de energia – as térmicas a gás combinadas com a energia renovável proporcionam maximização do aproveitamento energético do país e comodidade tarifária.



O gás natural é utilizado em muitas indústrias – cerâmica, vidro, cimento, petroquímica, fertilizantes, entre tantas outras –, como combustível veicular e em residências, hotéis e restaurantes. De fato, consideramos o incremento do consumo e a abertura do mercado bastante positivos para o país. A Petrobras anunciou para agosto redução de 35% no preço praticado para distribuidoras e isso já vai repercutir nos resultados de várias empresas no 3º trimestre e na inflação.

Com relação ao câmbio, o real brasileiro continua uma das moedas mais voláteis do mundo, por conta da grande preocupação fiscal e de fatores de *hedge* estrangeiro, já comentados em carta anterior. Em julho, o dólar fechou praticamente estável, com leve queda associada principalmente a uma perda de força do dólar pelo mundo. O fluxo estrangeiro de saída de rendas variável e fixa contribuiu para compensar a entrada de dólares com a balança comercial superavitária em US\$ 8,1 bilhões (maior saldo para julho desde o início da série em 1989) e com o investimento estrangeiro direto acima das expectativas.



O cenário fiscal continua sendo fator importante também na curva de juros, que segue com forte inclinação. Há uma indefinição sobre os possíveis cortes na Selic do Copom, dado que o IGP-M de junho foi de 1,56% e de 2,23% em julho, acumulando alta de 9,23% em 12 meses e acelerando, bem como o INCC, que reflete os custos da construção. É provável que, apesar do cenário cambial temporariamente estabilizado na janela mensal, mais reajustes de preço ocorram por conta do nível de câmbio, à medida que importadores renovam estoques, além dos efeitos na alimentação. Essa inflação atrasada é importante e um grande ponto de observação para os próximos meses.

Em julho, o índice Ibovespa subiu 8,3%, pouco menos que o índice SMLL, que subiu 9,5%. Agosto será muito importante para constatação de expectativas e revisão de estratégias de alocação setorial por parte do mercado, por conta dos lançamentos dos resultados do 2º trimestre. A lucratividade e o cenário para exportadoras, varejistas e bancos serão especialmente importantes. Ressaltem-se as expectativas como definidoras de preço: se forem altas (o que se pode traduzir mais facilmente como múltiplos altos), pressupõem-se bons resultados. Mesmo com resultados razoáveis, a expectativa inerente ao preço pode acabar se ajustando, ocasionando correção nos múltiplos e, conseqüentemente, nos preços.

## DESEMPENHO DOS FUNDOS

Em julho, o comportamento do mercado mostrou-se um *top-down* típico: o desempenho das ações foi relacionado à expectativa de investidores de setores, mas não necessariamente conectado com os resultados. Muitos investimentos foram direcionados para ações que haviam caído muito, com a expectativa de que os preços voltariam ou se recuperariam – aqui também uma expectativa desconectada da realidade, em nossa visão, pois baseada na simples (simplista?) suposição de que o que caiu muito deve subir.

Outro fator a estimular o fluxo para determinados setores e ações foi o movimento de listagem de novas empresas na bolsa e *follow-on*, fato que provoca muitos relatórios de recomendações favoráveis, criando fluxo para empresas e setores relacionados. Isso cria um clima de otimismo, nem sempre relacionado à realidade, e sim às expectativas (o que é típico do comportamento). Atualmente, a narrativa parece ter-se tornado mais importante que os fundamentos: bastam uma boa história e comparações com empresas similares (como se tudo pudesse ser replicado facilmente), e o mercado se encanta. Os adultos, como as crianças, possuem um elemento lúdico: gostamos de filmes, novelas, seriados e histórias fascinantes de empresas, como as de heróis de filmes e seriados, que nos encantam. Aí compramos o ingresso para participar dessa história. O final, no entanto, poderá surpreender – e doer no bolso dos investidores.



Nossos fundos são geridos pelo processo *bottom-up*, baseado nos fundamentos das empresas e não na expectativa do mercado para setores. Assim, temos grande exposição em setores “fora da moda”, como industrial, ou até (curiosamente) de empresas que se beneficiam da desvalorização da nossa moeda. Digo curiosamente porque o mercado não está devidamente atento aos reais fundamentos dessas empresas, considerando o novo patamar do câmbio. Assim, nossos fundos apresentaram valorização abaixo dos índices, mas aguardamos os resultados trimestrais com certo otimismo: o mercado deverá separar o joio do trigo e os preços das ações devem ajustar-se gradativamente aos fundamentos. A mera expectativa muitas vezes causa grandes frustrações – e o mercado reage às frustrações. A seguir, os comentários.



### Trígono Delphos Income FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

O fundo teve valorização de 1,21% em julho e desvalorização de 12,48% no ano. Para comparação, o índice referencial IDIV teve ganho de 6,53% no mês e perda de 13,05% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos valorizou-se 19,49% em 12 meses e 27,99% desde seu início (26 abril de 2018), ante valorização de 3,50% do IDIV em 12 meses e de 34,33% nos mesmos dois anos e pouco (27 meses) de existência do fundo. As principais contribuições positivas vieram dos setores de Concessão e Energia (+1,38%) e Papel e Celulose (+1,02%). As maiores perdas vieram do setor de Mineração e Metalurgia (queda de 1,09%). O desempenho das ações não possui nenhum fator específico, não havendo grandes oscilações setoriais.



### Trígono Verbier FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

O fundo teve ganho de 0,88% em julho e desvalorização de 7,56% no ano, contra ganho de 8,27% no mês e perda de 11,01% no ano no índice referencial Ibovespa. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Verbier teve valorização de 45,95% em 24 meses (contra +29,91% do IBOV), 129,24% em 36 meses (56,12% do IBOV) e 355,54% em 48 meses (79,58% do IBOV). O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de clube para fundo de investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017 tinha taxa de administração de 2% e de 20% de performance.

A maior contribuição para o resultado veio do Agronegócio (+2,13%). Já as contribuições negativas vieram dos setores Químico (-0,93%) e de Mineração e Metalurgia (-0,85%) principalmente. Aqui, a resiliência do setor agrícola brasileiro em meio à pandemia do novo coronavírus, acompanhada do câmbio desvalorizado, favoreceu o desempenho das ações do setor do Agronegócio.

### Trígono Flagship Small Caps FIC FIA (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O fundo teve valorização de 3,95% em julho e queda de 5,29% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve ganho de 9,5% no mês e perda de 13,20% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganhos de 26,53% em 12 meses e de 84,11% desde seu início (24 abril de 2018); o SMLL, por sua vez, ganhou 7,86% em 12 meses e 40,73% nos mesmos dois anos de existência. Proporcionou, assim, uma contribuição positiva (um alfa) de nada menos que 43,38% (ou cerca 22 pontos percentuais ao ano) sobre o índice SMLL. Os setores com as maiores contribuições positivas foram os do Agronegócio (+2,34%) e de Logística (+2,14%). A maior contribuição negativa veio de Mineração e Metalurgia (-0,83%).





A maior alta, como anteriormente, veio do Agronegócio, um dos poucos setores da economia com uma dinâmica bastante positiva. O próprio setor de Logística se amparou no Agronegócio (e no de mineração, beneficiado pelo fator câmbio).



### **Trígono 70 Previdência FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)**

O fundo (aberto em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 4,06% em julho, desvalorização de 2,18% no ano e valorização de 13,97% desde seu início – contra variação positiva de 3,67% do CDI no período desde o início do fundo (ou seja: retorno equivalente a 380% do CDI). As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Logística (+1,71%), Construção (+1,02%) e Agronegócio (+1,44%). Mineração e Metalurgia (-0,68%) e Industrial (-0,50%) respondem pelas contribuições negativas. Como dissemos, Agronegócio e Logística estão de certa forma conectados e ambos se beneficiaram da dinâmica do agronegócio neste ano, especialmente pelo fator câmbio e por uma boa safra.

## **ESTRATÉGIA**

O Brasil passa por um momento (que acreditamos positivo) de rupturas e quebra de paradigmas, conjugado aos efeitos relacionados à covid, com impactos em diversos setores e empresas. Desta forma, abordaremos nossa atual estratégia relacionando-a ao novo cenário, e especialmente mirando o futuro, quando as mudanças estruturais ora em curso de fato estiverem implementadas e com reflexos nas empresas e a economia se tiver normalizado.

Mas, fazendo uma analogia com a condução de um automóvel, o retrovisor oferece um campo de visão pequeno e distorcido para orientação; importante mesmo é olhar para o para-brisa. Para nós, analistas e gestores de investimentos, é o futuro que de fato interessa, e é de olho nele que vamos posicionar-nos, enquanto o mercado ainda não precificou nem essas mudanças estruturais nem a nova realidade do câmbio. Por isso, nos alongaremos um pouco mais nesta importante seção (que na verdade é um preâmbulo para a discussão na seção final, a respeito do EVA).

Como comentamos várias vezes, utilizamos a abordagem *bottom-up*: partimos de fatores microeconômicos, fundamentos e valor das empresas para compor portfólios. A abordagem mais usual – *top-down* – parte da análise de fatores macroeconômicos ou setoriais, e depois busca as empresas mais interessantes setorialmente. Em postura adotada já desde 2015, quando o governo Dilma Rousseff fazia água por todos os lados, nossos portfólios passaram a atuar defensivamente. Desde então, são constituídos em boa parte por empresas expostas ao câmbio, ou seja: se beneficiando da desvalorização da moeda brasileira (o que consideramos o principal instrumento de proteção ou *hedge* contra incertezas econômicas). Além disso, o câmbio é a válvula de ajuste à fuga de capitais e repercute crises locais ou internacionais, especialmente em países emergentes como o Brasil. Portanto, aqui também é um posicionamento *top-down*, no qual o câmbio é o elemento macroeconômico principal, mas usado como proteção das carteiras. As eleições presidenciais em 2018, incertezas quanto à aprovação da reforma da Previdência, a guerra comercial China x EUA em 2019 e o advento da covid-19 em 2020 apenas reforçaram nossa estratégia (que permanece intacta).

A exposição cambial nas empresas dá-se por meio de seus produtos com preços referenciados em moeda estrangeira, mesmo quando vendem localmente. Ou seja: a desvalorização cambial do real é positiva para os resultados; proporcionam proteção ao valor dos ativos, enquanto as exportações são alternativa para uma economia doméstica desaquecida. Com as incertezas relacionadas à covid-19, aumentamos ainda mais nosso posicionamento em empresas com tais características (além de privilegiarmos aquelas que apresentam forte estrutura de capital e posição confortável de caixa).



Também vendemos totalmente posições em empresas e setores de baixa visibilidade e optamos por concentrar as carteiras em poucas empresas. Vamos seguir à risca apenas metade do conselho de Andrew Carnegie: em 1885, ele disse aos alunos do Curry Commercial College, de Pittsburg (EUA), que não colocassem ovos em diversas cestas, mas que os colocassem em uma única – e vigiassem essa cesta muito bem. Nós apenas reduzimos o número de cestas – mas vamos acompanhá-las de bem perto. Esta é uma das estratégias defensivas adotadas.

O dólar valorizou-se mais de 35% nos últimos 12 meses em relação ao real. Nossa moeda foi a que mais perdeu valor entre as de países emergentes importantes: a lira turca perdeu 33%; o rand sul-africano, 17%; o peso mexicano, 15%; e a rúpia indiana, apenas 6%. Apesar do ganho de competitividade das empresas brasileiras nas exportações, os benefícios desse efeito ainda não foram totalmente capturados ou explicitados, pois a desvalorização cambial ocorreu principalmente no 2º trimestre, quando a economia mundial se desacelerou, prejudicando as vendas. Além disso, várias empresas interromperam suas atividades por um certo período, causando redução da produção em toda a cadeia, desde fornecedores até clientes que processam as matérias-primas e componentes.



Outro aspecto importante é que algumas empresas possuíam (e ainda possuem) *hedge* de receitas, normalmente para até 12 meses à frente. Elas venderam dólar no mercado futuro antes do evento da covid-19, quando a taxa de câmbio estava próxima de R\$ 4,00 e, assim, perderam parte do ganho proporcionado pelo câmbio neste ano. No entanto, a cada trimestre, e especialmente em 2021, os ganhos serão totalmente incorporados aos resultados – conforme as posições de *hedge* forem sendo realizadas e reduzidas. Lembremos que a taxa de câmbio se aproximou de R\$ 6,00 (nas posições mais longas no mercado futuro foi ainda além), e que isso poderá trazer resultados positivos no próximo ano (neste caso, o *hedge* funcionando positivamente, ao contrário do que ocorreu neste ano).

Desta forma, as empresas com receitas relacionadas a moeda estrangeira terão aos poucos um significativo ganho na lucratividade, que deverá permanecer, caso o novo patamar da taxa de câmbio permaneça de fato acima de R\$ 5,00. A seguir, faremos uma breve retrospectiva do evento de grande mudança no câmbio no fim da década de 90. Mais uma vez, vale a pena conhecer um pouco de história para saber como o câmbio influenciou o preço das ações das mais importantes empresas e o mercado acionário após a nova realidade cambial.

### **Interlúdio histórico: o “novo câmbio”, há 20 anos**

Em 1997/98, o Brasil e vários países emergentes enfrentavam fuga de capitais devido à crise asiática em 1997, seguida pela russa, em 1998, e por quedas nos preços das *commodities* e na oferta de crédito externo. Ademais, o Brasil tinha sua moeda valorizada artificialmente desde a implementação do Plano Real, em julho de 1994; a isso estava associada a manutenção de juros altos, de forma a controlar a inflação e atrair capital estrangeiro. O presidente do Banco Central na época, Gustavo Franco, era o bastião dessa política econômica (a nosso ver, desastrosa), com apoio do ministro Pedro Malan (Fazenda) e do PSDB, pelo qual o presidente Fernando Henrique Cardoso foi reeleito em 1998.



Com a Emenda Constitucional 16, de junho de 1997, o governo conseguiu uma alteração na Constituição de 1988, que permitia ao candidato eleito para presidência da República e governos estaduais e municipais um mandato único de cinco anos. A emenda permitia uma única reeleição, com o mandato passando a quatro anos. Esse evento de natureza eleitoral pode ter comprometido a qualidade das políticas econômicas desde então: os presidentes teriam a partir daí buscado a reeleição mediante medidas econômicas populistas que favorecessem apenas interesses políticos, e não exatamente o melhor para o país.

Em 13 de janeiro de 1999 (pouco mais de dois meses após a reeleição de Fernando Henrique) Gustavo Franco pediu demissão (que alegria e presente de aniversário para mim!), sendo substituído pelo economista Francisco *Chico* Lopes (muito questionado), que imediatamente mudou a política cambial.

Na implementação do real, havia paridade: R\$ 1,00 por US\$1,00. Meses depois, caiu para menos de R\$ 0,85, com objetivo de conter a inflação, ao lado de manter juros elevados (acima de 20% ao ano). Desta forma, a variação do IGP-M caiu de 15,2% em 1995 para 9,2% em 1996; 7,3% em 1997; e apenas 1,8% em 1998. No entanto, o indicador acumulou alta de 60% entre julho de 1994 e final de 1998, enquanto o real se desvalorizou 20%, para R\$ 1,20, no fim de 1998. Isso destruiu a competitividade de vários setores do Brasil no exterior. Reflexo disso, o saldo positivo de US\$ 13,1 bilhões na balança comercial em 1993 passou a negativo em US\$ 6,6 bilhões em 1998. O que se esperava com essa política era atrair capital estrangeiro a um custo altíssimo para financiar a dívida pública e reforçar as reservas cambiais, que caíram rapidamente – os US\$ 60 bilhões de 1996 tornaram-se apenas US\$ 32 bilhões no fim de 1998.

Chico Lopes, no entanto, criou uma política cambial criativa e desastrosa, a “banda diagonal endógena”: ela alterava piso e topo da banda cambial, de R\$ 1,12 e R\$ 1,22, respectivamente, para R\$ 1,22 e R\$ 1,32. Houve imediata desvalorização cambial de 8,2% para o topo da banda de R\$ 1,32. A taxa básica de juros, por sua vez, caiu de 29% para 25% ao ano. Esse juro estratosférico contribuiu para deteriorar as contas públicas, financiadas com aumento progressivo dos impostos. O tiro saiu pela culatra e acelerou a saída de dólares do país, além de causar forte pressão no câmbio. Chico Lopes mal teve tempo de esquentar a cadeira: foi demitido um mês depois pelo ministro Pedro Malan.

Em 2 de fevereiro o BC tinha novo presidente: Armínio Fraga. Janeiro fechara com o dólar cotado a R\$ 1,983 – salto de 64% no mês. Fraga elevou novamente o juro básico, desta vez de 25% para 44,95%, e causou forte queda do dólar, para R\$ 1,66 no fim de abril. No fim do ano, ficou em R\$ 1,79 – alta de 48% em 12 meses. O IGP-M saltou para 20% em 1999, corroendo boa parte da correção cambial. Em dezembro daquele ano, a Selic foi reduzida para 19%, após o pico de 44,95% atingido em março.



## Uma breve reflexão

Nosso leitor poderá perguntar: mas o que poderia ter sido feito naquele cenário?

O governo FHC estava cacifado pelo Plano Real. Deveria ter realizado as reformas necessárias, principalmente a previdenciária. Sim, realizou privatizações (ainda que tímidas), mas, de olho na reeleição, evitou medidas impopulares – embora (muito) necessárias. Ancorou suas fichas num câmbio artificial e em juros exorbitantes para segurar a inflação e atrair capitais. Com atraso de 25 anos, o Brasil conta hoje com um câmbio mais perto da realidade, taxas de juros jamais vistas de tão baixas, propostas de reformas econômicas, privatizações e novos marcos regulatórios para saneamento e gás natural.

O governo também busca atrair investimentos privados em infraestrutura – portos, aeroportos, ferrovias, rodovias e outras obras. Será que só agora essas mudanças são possíveis? O presidente Jair Bolsonaro busca tais mudanças mesmo sem partido político e com baixa base parlamentar, enquanto presidentes anteriores, com



controle do Congresso, simplesmente se deitaram no que, na visão deles, era berço esplêndido e eterno, mas para o país e a população era uma cama de faquir.

### Enquanto isso, nas ações...

O índice Ibovespa reagiu bem à mudança cambial e subiu 150% em 1999. Brilharam as empresas exportadoras e com receitas em dólar: Vale (323%), Aracruz Celulose (392%), a *small cap* Ferbasa (350%), Petrobras (247%), Braskem (Copene, como era denominada na época, 414%).

Empresas sem relação com o câmbio tiveram desempenho bem mais modesto: Itaú (174%), Bradesco (138%), Lojas Americanas (149%), Pão de Açúcar (112%), Ambev (82%). Entre as concessionárias públicas, citamos as mais importantes: Vivo (100%), Cemig (31%), Eletropaulo (64%), Eletrobras (48%) e Sabesp (32%).

Fica claro como o mercado diferenciou empresas com receitas relacionadas a moeda estrangeira das ligadas à economia doméstica. Este é um caso histórico do comportamento do mercado, sem paralelo até agora, apesar da desvalorização de 35% do real e da queda da Selic de 6,5% em junho de 2019 para 2,25% um ano após. Não deixa de ser um olhar ao retrovisor. Este acessório também é útil e obrigatório, especialmente quando vamos fazer uma ultrapassagem ou mudar de via.

Será que este filme vai se repetir? Acreditamos que o efeito câmbio será percebido principalmente em 2021, quando também a reforma tributária deverá se fazer sentir. Agronegócio, *commodities* e indústria serão sem dúvida os setores mais beneficiados (e o setor logístico, por estar intimamente ligado a estes).

### Rupturas

Além da questão cambial, observamos importantes acontecimentos – verdadeiras rupturas. A reforma tributária trará benefícios ao setor industrial e aumentará a tributação dos setores de serviços e financeiro. Além disso, o governo tem como objetivo reduzir pela metade os encargos trabalhistas das indústrias, o que será positivo para a competitividade, já que os tributos são parte do Custo Brasil, que vem transformando o país em mero exportador de *commodities* com baixo valor agregado.



Por fim, a “lei do gás”, em processo de aprovação no Congresso, trará nova dinâmica ao setor. A intenção é estimular o consumo das enormes reservas de gás do pré-sal, aumentar a segurança energética e reduzir o custo para todos os consumidores. De fato, a Petrobras já reduziu o preço do gás natural em 35% a partir deste mês, com validade para três meses, com grande parte repassada aos consumidores finais. O ministro Paulo Guedes (Economia) tem afirmado, dia sim, outro também, que o objetivo é reduzir o preço do gás natural ao consumidor em pelo menos 50%, estimulando significativamente seu consumo no país.

A Cosan, por exemplo, criou recentemente uma *holding*, denominada Compass Gás e Energia. Pretende realizar um IPO captando R\$ 5 bilhões, antecipando-se às oportunidades que surgirão neste mercado. A Compass quer atuar em infraestrutura (trazendo gás do mercado internacional e pré-sal), distribuição (sua subsidiária



Comgas é a maior distribuidora de gás natural encanado do país, suprindo um mercado que corresponde a 30% do PIB), geração de energia elétrica (por meio de termoelétricas abastecidas por gás natural) e comercialização (gás e energia elétrica).

A combinação de desvalorização cambial, reforma tributária, abertura do mercado do gás, novo marco regulatório do setor de saneamento (ainda não aprovado) e melhoria no sistema logístico do país, tudo isso azeitado pela forte queda nas taxas de juros, trará nova dinâmica a alguns setores e indústrias e beneficiará os já competitivos, como agronegócio, o de produtos de origem florestal (papel e celulose, por exemplo) e *commodities* de origem mineral.

Partindo da abordagem *bottom-up* (por meio de empresas já descontadas em relação ao valor intrínseco), combinado com o *top-down* (em aspectos relacionados a efeitos macroeconômicos e ações governamentais acima elencados), conseguimos reunir em nossos portfólios várias empresas que se beneficiarão destes elementos. Assim, nossos fundos possuem grande concentração nos setores Industrial – notadamente relacionado a veículos pesados (caminhões, tratores agrícolas e máquinas *off-road*) –, de *commodities* (mineral, agronegócio e florestal), de gás natural e logístico. A empresa investida no setor de logística inclusive está intimamente relacionada aos setores aqui mencionados. A queda nos juros favorece especialmente atividades de capital intensivo, nas quais estamos investidos, e a empresa relacionada a logística.

Esperamos que os resultados apresentados no 2º trimestre já tragam sinais dos efeitos proporcionado pelo câmbio; o atual patamar e os demais fatores macro e microeconômicos nos deixam muito otimistas. Nossas sementes foram lançadas em solo fértil, que, exposto a um clima favorável, trará colheita farta – e, se Deus quiser, colheremos apenas o trigo.

Àqueles que buscam somente o ouro, lucro rápido e fácil: cuidado para que não seja o ouro de tolo ou o joio. Nossas sementes são cultivadas segundo o triângulo EVA, ESG e dividendos – que compõem a boa formulação para uma safra abundante e silos cheios. Conheçam a seguir o EVA.

## DESVENDANDO O EVA

Das muitas frases famosas de Warren Buffet, esta talvez resuma o axioma número 1 dos investimentos: “Por algum motivo, as pessoas se baseiam nos preços e não nos valores. Preço é o que se paga, valor é o que se leva”.

Determinar preço e valor é o grande desafio de investidores e gestores. Quanto mais distantes estiverem preço e valor justo, tanto maior a oportunidade de realizar um bom investimento. Mas como determinar o valor justo?

Novamente buscando referências históricas, vamos explicar como determinamos o valor justo citando (mais) um matemático, o suíço Daniel Bernoulli (1700-1782). Em 1738 ele escreveu *Exposition of a New Theory of the Measurement of Risk* (*Exposição de uma Nova Teoria de Medida de Risco*, em tradução livre). Um clássico.

Antes de continuarmos, vamos explicar quem foi Bernoulli. Membro de família de matemáticos, Daniel foi um dos que mais contribuíram com a ciência da hidrodinâmica, mas foi importante igualmente na área de probabilidade e cinética dos gases (estudo da rapidez de reações químicas). Doutorou-se em medicina (tendo estudado em Heidelberg, na Alemanha, cidade natal de meu pai e de meu avô, também médico pela mesma faculdade), foi fisiologista, anatomista, físico, filósofo, botânico e até astrofísico – chegou a publicar com seu pai um trabalho acerca de órbitas planetárias. Sem dúvida um dos maiores cientistas do século 18, ganhou dez prêmios na Academia de Ciência de Paris, incluindo estudos sobre magnetismo e movimento das marés. Até a propulsão a jato deve muito a este extraordinário personagem da história.

Para finalizar sua rápida biografia, Bernoulli formulou uma equação matemática sobre propagação de vírus (o da varíola), cujos resultados influenciaram políticas de saúde pública, trazendo imunidade aos indivíduos mediante inoculação do vírus obtido de pessoas infectadas (alguma relação com o contexto atual da pandemia produzida pela covid-19?).



Mas por que mencionar Bernoulli e explicar quem foi? Seu livro de 1738 é a base da moderna teoria econômica de aversão ao risco. Bernoulli propôs que **a determinação de valor de algo não deve ser baseada em seu preço, mas na utilidade que ele proporciona** – e eis aonde queríamos chegar.

Isso é o que fundamenta o processo de determinação de valor usado na Trígono e explica a enorme importância que atribuímos aos dividendos e à criação de valor ao acionista, dois vértices do nosso triângulo – completado pelo terceiro: ESG (tema de nossa resenha de julho) e dividendos (tema da resenha de outubro de 2019). EVA, mulher de Adão e primeira mãe na Terra, para as religiões cristã, judaica (Chava, em hebraico) e islâmica (Hawa, em árabe), quase serviu de inspiração ao nome para nossa empresa – não o foi devido à similaridade com outros nomes nas áreas publicitária e de varejo. De qualquer forma, nos inspirou: a mãe de nossa metodologia de avaliação de empresas está no *Economic Value Added*, em uma tradução livre Valor Econômico Adicionado. Absolutamente alinhada com Bernoulli, trata basicamente de geração de valor.



Vamos agora a uma breve história do EVA (marca registrada da consultoria Stern Value Management). O conceito é antigo, era já usado pela GM na década de 30. Nos anos 50, os professores Merton Miller e Franco Modigliani ensinavam o que determinava valor das empresas. Nos anos 60, Joel M. Stern (1942-2019) frequentava aulas do professor Miller na University of Chicago Graduate School of Business, onde nasceu a semente da ideia do EVA. Após graduar-se, em 1964, Stern ingressou no Banco Chase Manhattan (coincidência: foi onde os fundadores da Trígono iniciaram suas carreiras e onde se conheceram). Lá, atuou em finanças corporativas por 18 anos e teve oportunidade de publicar livros e artigos, inclusive um que definiu o fluxo de caixa livre.

Como presidente do Chase Financial Policy (divisão de consultoria do banco), desenvolveu os conceitos e práticas do EVA. Frustrado por não conseguir implantar suas ideias no banco, em novembro de 1982 deixou o Chase e, com Gordon Bennet Stewart III, criaram a consultoria Stern Stewart & Co. Seu sócio na época, Stewart é graduado em Princeton e cursou MBA na mesma escola de negócios que Stern, em Chicago. Em 2006, Stewart deixou a sociedade e criou a EVA Dimensions. Em 2013, Stern renomeou a firma como Stern Value Management.

Em 2018, a consultoria em governança corporativa ISS (Institutional Shareholders Services) adquiriu a EVA Dimensions. A ISS foi criada em 1985 para atuar em consultoria de governança corporativa, incluindo serviços para assembleias e melhores práticas de ESG.

Resumidamente: EVA é uma métrica. Trata-se de uma ferramenta (ou uma metodologia) que mede o valor adicionado, deduzido o custo do capital empregado. Pode ser usado como um todo ou em partes (aplicando-o a diferentes negócios, divisões ou projetos de investimentos, por exemplo). O objetivo é gerar valor ao acionista mediante uso mais racional ou eficiente do capital operacional investido.



O capital do acionista não é de graça: muito pelo contrário, ele tem preço e, em razão do risco, é mais caro. Seus objetivos são bastante abrangentes na gestão de empresas. Entre eles, estão: i) medir resultado econômico para um conglomerado, subsidiárias, divisões ou unidades de negócios; ii) otimizar alocação de capital no âmbito de investimentos ou gestão operacional e no corporativo; iii) planejar incentivos e remuneração variável com base no conceito de geração de valor, em vez de metas de vendas, margens, lucros contábeis etc.; iv) disseminar o conceito dentro da organização, implementar e utilizar linguagem adequada aos diferentes níveis e usuários da ferramenta. O objetivo maior do EVA, no entanto, é ser um sistema de gestão que alinhe interesses de gestores e acionistas. Para tanto utiliza-se métrica para aferir criação de valor, sistema de gestão, motivação nos diversos níveis e implementação da cultura dentro das organizações, de modo a fazer compreensível o racional da metodologia de criação de valor.

Peter Drucker (1909-2005), austríaco, professor, escritor e consultor corporativo, considerado o pai da administração moderna e um dos maiores pensadores a respeito da globalização da economia, conhecia o EVA. Em artigo publicado pela *Harvard Business Review* (jan-fev/1995) ele afirmou: **“Por medir o valor adicionado acima de todos os custos, inclusive o de capital, o EVA mede, na realidade, a produtividade de todos os fatores de produção”**. Curiosamente, Drucker visitou o Brasil pela primeira vez na década de 50, quando conheceu Juscelino Kubitschek e apoiou a ida da capital para Brasília, dizendo que foi o acontecimento mais importante no Brasil nos 50 anos até então.



Também admirava a Embraer (como o professor Aswath Damodaran) e a Petrobras. A primeira atuava (e ainda atua) numa indústria de ponta, e o que impressionava Drucker era a história de uma empresa que, mesmo num país em desenvolvimento, rivalizava com as das nações mais industrializadas do mundo. A Petrobras, por sua vez, dispõe de uma das mais avançadas tecnologias na indústria petrolífera mundial em águas profundas, o que a levou a seu feito mais importante: a exploração das reservas do pré-sal (hoje as principais fontes de petróleo no Brasil). A Petrobras divulgou no final do ano passado seu plano estratégico de cinco anos, utilizando o EVA como instrumento de gestão. Drucker nutria ideais humanistas e considerava as pessoas recursos (ou capital humano) nas empresas, e não custos. Ou seja: as pessoas, para ele, eram geração de valor, e não de despesas, o que explica sua grande admiração pelos japoneses. (Este parágrafo, aliás, é de grande importância, pois a filosofia empresarial de Drucker está perfeitamente alinhada com os princípios do EVA).

A respeito do professor Damodaran, tivemos o prazer e a satisfação de cursar presencialmente seu primeiro seminário de avaliação de empresas no Brasil, em julho de 1997. Damodaran é indiano, nascido em 1957, professor na Stern School of Business na Universidade de New York, onde ensina finanças corporativas desde 1986. É autor de dezenas de livros e numerosas publicações nos mais importantes periódicos norte-americanos, sendo considerado um dos mais conceituados professores de finanças nos EUA. Ao professor Damodaran foi atribuída a alcunha de *Papa do Valuation*. Além de lecionar, é investidor em bolsas de valores, inclusive de empresas brasileiras. Investiu nas ações da Apple na década de 90, quando eram negociadas por centavos, vendendo-as em 2012 por aproximadamente US\$ 100.



Segundo informações da Stern Value Management (SVM), o primeiro cliente no Brasil foi a Cervejaria Brahma (atual Ambev), em 1995. No mundo, já atendeu mais de 850 projetos, e em janelas superiores a dez anos as empresas que adotaram o EVA tiveram suas ações valorizadas com retorno 100% superior ao do mercado, segundo o índice MSCI World Index. Destacamos algumas empresas brasileiras listadas em bolsas de valores que adotaram o EVA: Ambev, Suzano, Klabin, Cosan, Lojas Renner, Lojas Americanas, Localiza, Cyrela e YDUQ (ex Estácio).

Em meados da década de 90, as importantes gestoras de recursos norte-americanas Putnam Investments e Oppenheimer Capital e o maior fundo de previdência, o Calpers, já utilizavam o EVA como ferramenta de avaliação de empresas. Na Europa ainda não era utilizado. No Brasil, não temos conhecimento de outras gestoras ou corretoras de valores que utilizem o EVA como principal metodologia de avaliação de empresas.

A Trígono, por sua vez, a utiliza desde seu início, há três anos. Embora só tenhamos conseguido implementar o EVA no processo de investimentos quando iniciamos a Trígono, o conhecemos desde a década de 90 e reforçamos esse conhecimento durante o Programa de Formação de Conselheiros (PDC) da Fundação Dom Cabral em 2013, ministrado pelo instrutor João Cox (um dos atuais conselheiros da Petrobras) e que na década de 90 implementou o EVA na Telemig, que foi a empresa mais rentável do setor. À frente da Claro, transformou um prejuízo de R\$ 3,3 bilhões em 2006 num lucro de R\$ 3 bilhões em 2010, com as receitas saltando de R\$ 5 bilhões para R\$ 13 bilhões no período.

Em outubro de 1999, o professor Oscar Malvessi, da FGV-SP, publicou seu primeiro artigo a respeito do EVA na revista *Exame* (com o título *Por que a Brahma vale mais que a Antarctica*) e depois na APIMEC-SP. Ele citou no artigo a utilização do EVA em 1995 pela empresa. Em 1994, a Brahma valia R\$ 2,2 bilhões e a Antarctica, R\$ 2,5 bilhões (quase o mesmo valor referenciado em dólar). No fim de 1998, a Brahma valia R\$ 3,7 bilhões e sua rival, apenas R\$ 330 milhões. Com a Antarctica adquirida pela Brahma em julho de 1999, o valor atual da Ambev (que é a união de ambas) é de US\$ 42 bilhões. Ou seja: houve uma multiplicação de valor da Brahma de 19 vezes em dólar desde 1994, 12% ao ano além da variação cambial, sendo a utilização do EVA um dos grandes responsáveis.

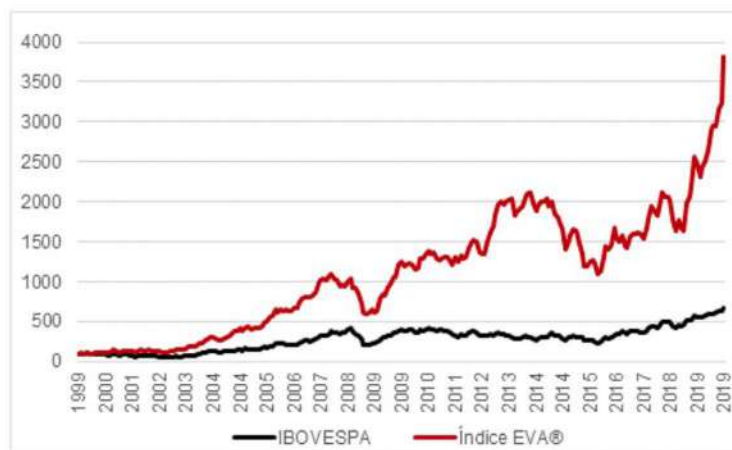


O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) incentiva as empresas a utilizarem o EVA (embora não cite o nome, mas apenas o conceito) para criação de valor como ferramenta de gestão, e os conselheiros de administração a utilizarem-no para medir a geração de valor aos acionistas e como base para remuneração variável dos executivos. Os aspectos são detalhados no caderno 18 do IBGC, *Monitoramento do Desempenho Empresarial*. Segundo o professor Malvessi, no sexto estudo sobre remuneração executiva e criação de valor com as 144 empresas abertas que compõem o índice IGC da B3, mostrou-se que apenas 17% delas geraram lucro econômico suficiente para remunerar o capital investido entre 2010 e 2018.

A SVM criou um índice composto por empresas para as quais implementou o Sistema VBM de Gestão com base em criação de valor fundamentado no EVA. O período analisado vai de 31 de dezembro de 1999 a 31 de dezembro de 2019, e a janela de referência de cada empresa (o período de impacto da implantação do Sistema VBM de Gestão com Base em Valor centrado no EVA) foi de dez anos a contar da data de início da implantação. O Índice EVA levou em consideração a variação do preço das ações das 23 empresas (incluindo dividendos) e ponderou as empresas com pesos iguais quando elas perfizeram o índice (janela de referência). Os retornos anualizados dos índices EVA e Ibovespa foram, respectivamente, 20% e 10%. O Gráfico 1 ilustra a dimensão da criação de valor anual absoluta ao longo de 20 anos:



Gráfico 1: Evolução do Índice EVA® e Ibovespa (Base 100)



Após a história do EVA e de alguns de seus racionais, vamos exemplificar seu cálculo:

+ Receitas operacionais continuada

- Custos e despesas operacionais normalizadas (inclui depreciação, amortização e exaustão)

- Imposto de Renda

= **NOPAT** – **N**et **O**perating **P**rofit **A**fter **T**axes (lucro operacional após impostos)

Obs: exclui custos financeiros, despesas ou receitas não recorrentes ou extraordinários, itens não relacionados ao *core business* ou que não fazem parte do negócio principal.

**EVA = NOPAT - (Capital Investido x WACC)**

Capital Investido = ativos econômicos líquidos investidos na atividade operacional financiada com capital dos acionistas + dívida onerosa

Ativos econômicos líquidos =

+ Contas a receber

+ Estoques

+ Ativo permanente

- Fornecedores

- Contas a pagar (impostos + despesas operacionais)

= Capital de giro operacional líquido + Ativos operacionais de longo prazo

**WACC** = **W**eighted **A**verage **C**ost of **C**apital (custo médio ponderado do capital investido)

**Exemplo:**

### EMPRESA ABC

Receitas líquidas	5.000	Capital de giro	400
Custo produtos vendidos	(3.300)	Ativo permanente	1.400
Despesas operacionais	(1.000)	<b>Ativos econômicos</b>	<b>1.800 (capital investido)</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>700</b>	Bancos	1.000 (capital oneroso)
Despesas financeiras	(80)	Acionistas	800 (capital próprio)
Lucro antes impostos	620	Custo financiamento	
Provisão Imposto de Renda	(210)	1.000 x 8% (juros) - 34% (impostos) = 53	
Lucro líquido	410	Custo capital do acionista 800 x 14% (custo do capital) = 112	

Obs: 14% = taxa de juros título público de longo prazo (5%) + 9% de ERP (vide adiante)



**EVA = NOPAT – custo do capital**

**NOPAT = 700 (lucro operacional) – 210 (Imposto de Renda.) = 490**

**EVA = 490 – 165 (WACC) = 325**

ROIC (Retorno sobre capital investido) = NOPAT / Ativo Econômico = 490 / 1.800 = 27,22%

Ou ROIC - WACC x Capital investido = (27,22% - 9,16%) x 1.800 = **325**

**O acionista é o último a receber e com o maior custo do capital**



A maximização do retorno do acionista não pode dar-se às custas dos demais participantes do ecossistema, incluindo clientes, fornecedores, colaboradores etc. Todas as partes que interagem com a empresa têm de ser adequadamente remuneradas, gerando um ambiente sustentável de geração de valor aos acionistas (controladores ou não), além das boas práticas de ESG, incluindo relações com a sociedade e o ambiente em que está inserida.

O custo do capital do acionista é a somatória de um investimento em títulos sem risco (tipicamente títulos do governo), ou custo de oportunidade, adicionado ao prêmio de risco para investimentos em empresas ou ações (renda variável), ou o capital do acionista ou investidor, denominado prêmio de risco. Este prêmio (ERP, ou *Equity Risk Premium*, em inglês) sofre efeito de muitas variáveis e muda continuamente.



Fonte FGV

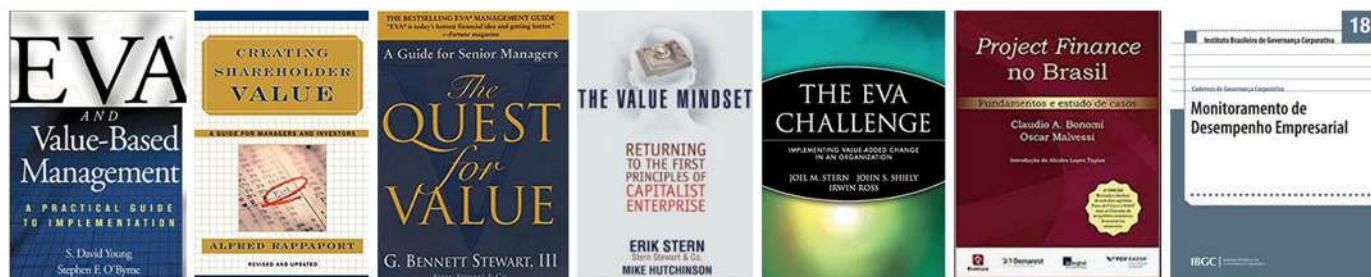
Baseado em dados mensais disponibilizados pela FGV (base: junho de 2020), o ERP nos últimos dez anos e calculado pela média mensal é de 9,02%. De acordo com o professor Damodaran, base 1/julho/2020, o ERP para o Brasil era 9,63%. De acordo com sua metodologia, ele considerou 5,23% o ERP médio para mercados desenvolvidos, multiplicou por 1,25 como fator adicional para mercados emergentes e adicionou o risco soberano para o Brasil (basicamente a remuneração adicional dos títulos emitidos pelo Brasil em relação ao Tesouro americano). Tendo em vista a queda do risco-país do Brasil para apenas 2,1% no fim de julho, o ERP atualizado seria de 8,6% pela metodologia do professor Damodaran.



Para o cálculo do custo do capital do acionista, na Trígono consideramos 9%, adicionando a cada ano futuro a taxa de juros a termo. Para 31 de julho, segundo a ANBIMA, as taxas de juros eram: 2,3% para um ano; 3,4% para dois anos; 4,3% para três anos; e 5,1% para cinco anos. Portanto, o custo do capital é de 11,3% para 2021; 12,4% para 2022; 13,3% para 2023; e 14,1% para 2024, usado no exemplo acima.

Nosso intuito foi introduzir nossos leitores aos principais conceitos e utilização do EVA. Não entraremos em detalhes sobre a metodologia do cálculo de valor das empresas baseado no EVA (pode ser encontrado no site <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>, além de uma série de informações relacionados a investimentos e finanças. Uma verdadeira biblioteca).

No site da Trígono, os leitores poderão pesquisar e encontrar uma série de artigos relacionados ao EVA na aba Biblioteca. No site [www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) também há muita informação a respeito. Para finalizar, recomendamos a seguinte bibliografia àqueles que desejam aprofundar conhecimentos a respeito do EVA:



Obs.: o Monitoramento de Desempenho Empresarial poderá ser obtido gratuitamente via download em PDF, mediante registro junto ao IBGC. Esta publicação traz conceitos e exemplos de criação de valor e aspectos relevantes de governança corporativa.

Em live no canal da Trígono Connection realizada em 5 de agosto (disponível no YouTube e em nosso site [www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com) na aba Conteúdos, vide *Papo Aberto sobre o EVA*, com nossos convidados João Cox, professor Oscar Malvessi e Pedro Tavares, representante da SVM no Brasil, a respeito do EVA ou geração de valor aos acionistas.

Agradecemos uma vez mais a atenção e esperamos ter contribuído como educação financeira e proporcionando um pouco mais de transparência sobre nossas práticas e filosofia de investimentos.

**Werner Roger - sócio e gestor**  
**Gabriela Carvalho e Yuhzô Breyer - equipe**

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)  
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil