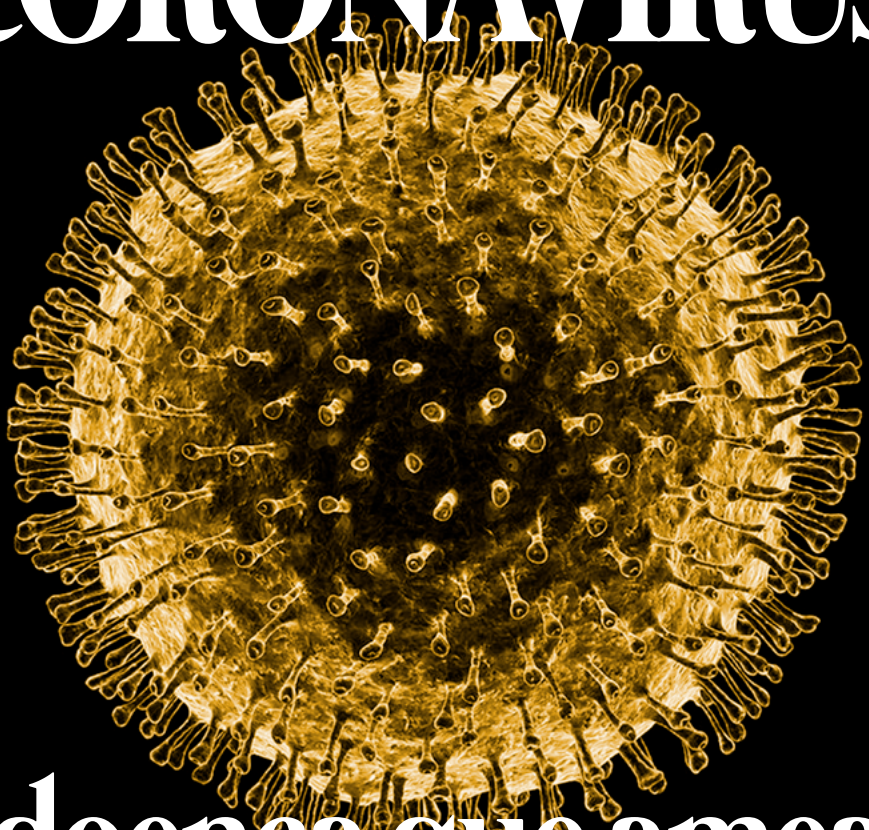
Markets St.

Liga de Mercado Financeiro FEA-USP • Consultoria Junior de Economia FVG

N. 25 • MAR 2020

CORONAVÍRUS



A doença que ameaça a economia global

PROTESTOS NA AMÉRICA LATINA

Entenda as manifestações que tomaram as ruas das principais cidades latino-americanas

O BOOM DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

ENTREVISTA EXCLUSIVA

João Braga

POCKET RESEARCH

ACTIVISION BLIZZARD

EDITORIAL

Caro leitor, seja bem-vindo à 25ª edição da revista Markets St.

Essa edição foi escrita em meio a um contexto econômico de transição: o Brasil está deixando de ser o país de juros altos e de um governo intervencionista, o que estimula, portanto, a busca por diferentes recursos no mercado de capitais. Dessa forma, alguns questionamentos emergem: será 2020 um ano ainda mais favorável para fazer IPO's? Qual o papel da renda variável nessa mudança de perfil? Quais mercados e fundos se beneficiarão desse contexto?

Diante de um cenário global marcado por incertezas, trazemos respostas sobre temas atuais que tangem o nosso dia-a-dia, tais como: a ameaça do Coronavírus e o impacto da epidemia no mercado financeiro, as motivações dos protestos na América Latina e a razão pela qual muitas *startups* não dão lucro.

Além disso, essa edição traz uma entrevista exclusiva com João Braga, Portfolio Manager da XP Investimentos, o qual fala sobre sua própria trajetória no mercado e o crescimento da XP nos últimos anos, além de comentar todas essas novas tendências do mercado.

Em nome da Liga de Mercado Financeiro FEA USP e da Consultoria Júnior de Economia FGV, desejamos a todos uma ótima leitura.

Equipe Markets St.

REALIZAÇÃO

Liga de Mercado Financeiro FEA-USP

Consultoria Júnior de Economia FGV

Essa revista é publicada semestralmente somente para fins educacionais e sem propósito comercial.

Os textos foram produzidos entre dezembro de 2019 e fevereiro de 2020.

EQUIPE

Ana Giulia Mendonça
Diretora e Diagramadora
Administração FEA-USP

Luana Tenorio
Revisora
Ciências Atuariais FEA-USP

Ana Mendonça
Diretora Associada
Economia FGV

Gabriel Malatesta
Revisor
Economia FEA-USP

Wellington Carvalho
Coordenador
Economia FEA-USP

Ana Clara Bernardi
Revisora
Economia FEA-USP

ÍNDICE

5 **2020: O ANO DOS IPOS?**
Ygor Azevedo

6 **PROTESTOS NA AMÉRICA LATINA**
Antonio Albino

8 **O CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO**
Erica Ikehara

10 **POCKET RESEARCH** ACTIVISION BLIZZARD
Wellington Carvalho

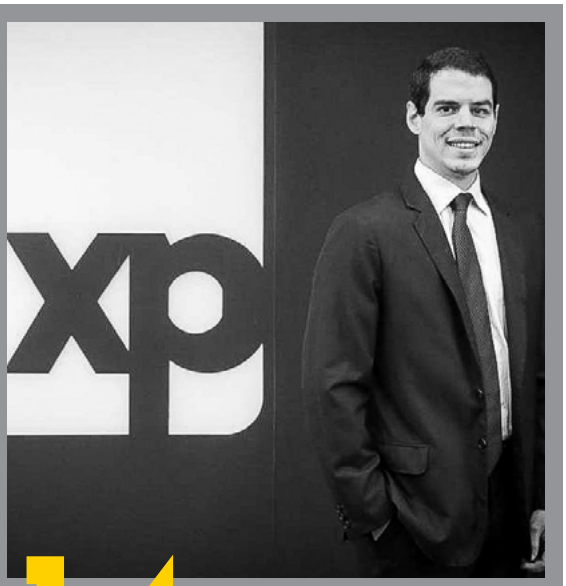
12 **CORONAVÍRUS: COMO A EPIDEMIA AFETA O MERCADO**
Ana Giulia Mendonça

18 **O BOOM DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS**
Luísa Athayde

19 **GREEN BONDS E O MERCADO DE INVESTIMENTOS SUSTENTÁVEIS**
Gabriel Mathias

20 **EMPRESAS QUE NÃO DÃO LUCRO**
João Brito

ENTREVISTA



14 **João Braga**
Gestor do fundo de renda variável da XP Investimentos

2020: O ANO DOS IPOs?

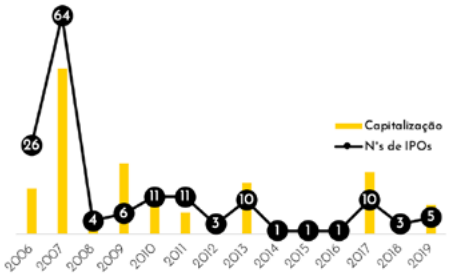
Será que a atual conjuntura econômica vai ser capaz de aquecer o mercado financeiro a ponto de fazer com que 2020 seja o ano dos IPOs no Brasil?

Ygor Azevedo
Administração
FEA-USP

A sigla IPO (initial public offering) refere-se ao termo utilizado para a primeira abertura do capital de uma empresa, isso significa que, qualquer empresa que deseja negociar as suas ações na bolsa de valores, deverá passar por este processo. Após 2007, – ano o qual se registrou o maior número de empresas e capital arrecadado em ofertas iniciais brasileiras – o título deste texto vem sendo utilizado para criar expectativas e, talvez, possa ser qualificado como uma extrema demonstração de fé, tanto por parte dos Investment Bankers quanto do mercado, pois ambos buscavam esperanças por períodos melhores.

A verdade é que, nos anos seguintes, não houveram momentos memoráveis neste segmento. Durante o período de recessão econômica, chegou-se ao número de um IPO por ano, como demonstra o gráfico abaixo. Em razão disto, o número de empresas listadas na bolsa brasileira permanece praticamente constante. Atualmente, existem cerca de 400 empresas na B3, enquanto bolsas as americanas (NYSE e Nasdaq) juntas somam mais de 5500 empresas, totalizando 159 IPOs em 2019, incluindo arrecadações abaixo de 1 bilhão de dólares (USD).

HISTÓRICO DE IPOs



(Fonte: B3)

Um dos principais pontos que trazia a tona a disparidade entre o Brasil e o mercado global em si era a alta taxa básica de juros, que começou a ser cortada no governo de Michel Temer, saindo de 14,25% para os atuais 4,5%, atingindo assim, a mínima histórica da Selic. Estes cortes realizados foram pautados na excessiva ociosidade brasileira junto à baixa inflação, e os seus efeitos – além de impactar o poder de compra, devido a maior facilidade de endividar-se – afetaram a vida dos investidores, pois, quando comparados ao histórico, o baixo retorno proporcionado pela poupança e por títulos governamentais não os satisfazem mais e, dessa forma, iniciou-se uma migração ao mercado acionário.

Segundo os dados da B3, o número de pessoas físicas investindo em ações aumentou 106% apenas em 2019, entretanto, o número total de investidores no país ainda é extremamente pequeno, já que menos de 1% da população brasileira participa do mercado acionário, enquanto mais de 60% dos americanos buscam aumentar o próprio patrimônio nesse segmento. Por essa razão, ainda há bastante espaço para a expansão de investidores em nosso país nos próximos anos.

A entrada de investidores é um dos potencializadores do IPO, já que amplia a quantidade de capital circulando pela bolsa, aumentando também a liquidez. De acordo com o Head of Investment Banking no Credit Suisse, Bruno Fontana, a expectativa é que o número de IPOs nesse ano salte de 5 para até 40, e embora o número de ofertas iniciais não superem a máxima histórica, a previsão é que supere em arrecadação, sendo esperado até 70 bilhões ao decorrer do ano.

Ainda estamos no primeiro mês do ano e nenhum IPO ainda foi concretizado e anunciado, entretanto, especula-se que dentre as empresas aguardadas para serem listadas na B3 estão: Caixa Seguridade, Banco PAN, Locaweb, Banco Votorantim, Gaspetro, Madero, Moura Dubeux, Iguá, Cagece e Mitre. Também é previsto um crescimento entre os "mini-IPOs" neste ano. O Grupo Priner, uma divisão de negócios da Mills S.A. vendido para o fundo de Private Equity Leblon Equities, é apontada como a primeira empresa de pequeno porte que abrirá o capital fora do Bovespa Mais, um programa de auxílio ao crescimento e desenvolvimento das empresas voltado a empresas deste porte, mostrando mais uma oportunidade de inserção e imposição das pequenas empresas.

Por outro lado, quando olhamos para o cenário global, esse otimismo pode ser ligeiramente reduzido, por conta da insegurança criada pelos conflitos geopolíticos rondando, principalmente, os Estados Unidos que, por sua vez, está em ano de eleição. O cenário global também pode afetar as capitalização de empresas no Brasil através das listagens externas, como ocorreu com a XP e a Stone, em 2019. Enquanto isso, B3 procura solucionar este problema através de mudanças regulatórias, segundo o presidente Gilson Finkelsztain, mas os resultados não tem perspectiva de melhora.

Portanto, vale ressaltar que, além da euforia econômica que vivemos, a listagem de ações na bolsa de valores traz benefícios a empresa pelo fato de exigir disciplina e transparência, alinhando as governanças corporativas das empresas e trazendo segurança ao investidor. Fora isso, abrir o capital também é uma alternativa para obter caixa sem adquirir novas dívidas, como se o investidor financiasse certo capital a empresa para expandí-la. Ademais, um mercado que proporciona uma grande quantidade de empresas listadas traz também oportunidades e opções de diversificação nos investimentos, sendo benéfica ao investidor e a economia como um todo.

De fato, não é possível afirmar se 2020 será o ano do IPO sem carregar um pouco de esperança e expectativa nessa frase, mas analisando o cenário por trás dessa fala, podemos ao menos ter uma expectativa embasada para crer que o ano caminha para um final feliz.

(Fonte: B3)

PROTESTOS NA AMÉRICA LATINA

Antonio Albino
Administração
FEA-USP

Nossos vizinhos passam por problemas. A instabilidade política e econômica dos países latino americanos foi motivo de protestos no continente durante o ano de 2019.

Protestos, fumaça e fogo. Imagens que se tornaram comuns em 2019, manifestações populares tomaram as ruas de diversos países latino-americanos e, apesar da concomitância de suas eclosões, seus objetivos e motivações são diversas e difusas que, no entanto, expõem a fragilidade política e social do continente.

Embora os veículos midiáticos terem difundido massivamente imagens do Chile, não foi exclusividade do país araucano a onda de insatisfação. Equador, Bolívia, Colômbia, Haiti também tiveram seu 2019 marcados por protestos, além de Venezuela e Nicarágua, nações as quais movimentações populares se alastram por mais tempo. A variedade de países e motivações demonstra que os problemas não são, como muitos gostam de taxar, privilégio de um projeto econômico, como o neoliberalismo chileno, ou de uma orientação política, como o chavismo boliviano.

Historicamente, a América Latina é uma região instável, não só politica, mas também economicamente, portanto, vale ressaltar que por muitas vezes a causa de inúmeros protestos é a desigualdade social, desemprego ou aumento de preços. Pois bem, em um século XX marcado por regimes autoritários em boa parte do continente, houve uma forte tendência de nacionalizar indústrias e serviços (com exceção do Chile), com a mudança no fim do século para governos democráticos, uma transição irresponsável e malfeita ocasionou em economias frágeis e instituições debilitadas. É essa herança que assola a maioria das nações latino-americanas e não tem, ainda, sinal de que foi superada.

Voltando ao momento atual. No Equador, a eclosão de protestos surgiu após o presidente Lenín Moreno acabar com os subsídios da gasolina no país, de forma a seguir o programa de responsabilidade fiscal do Fundo Monetário Internacional (FMI), medida que acarretou um aumento de quase 100% no preço do combustível. Todavia, vale considerar que o preço médio da gasolina no país é um dos mais baratos do mundo (U$ 0.49/Litro em Janeiro de 2020). As movimentações populares fizeram com que o presidente revogasse a medida que suspendia os subsídios.

No caso da Bolívia, a fraude nas eleições realizada por Evo Morales, líder do executivo do país desde 2006, foi o estopim de insatisfação popular com uma massiva onda de protestos levando ao fim do governo de Morales e uma possibilidade de transição política no país. Enquanto no Peru, outro exemplo da fraqueza institucional latina, o presidente Martín Vizcarra dissolveu o legislativo e convocou novas eleições como medida de exceção, ação a qual acarretou em uma série de manifestações a favor e contra o executivo.

A Venezuela é um símbolo de como a fragilidade institucional e a irresponsabilidade econômica e fiscal podem levar a um deplorável cenário de pobreza. Com uma

Cristian Castillo

inflação estratosférica e subsídios mal aplicados, a desorganização econômica soma-se a um governo corrupto que se mantém sustentado no militarismo e em uma pequena parte da população, quadro o qual resultou em um êxodo venezuelano para os países vizinhos.

Basta ver que o "legítimo" presidente Nicolás Maduro teve sua influência minada de tal forma que o autoproclamado presidente Juan Guaidó foi quem participou do Fórum Econômico Mundial de 2020, em Davos, na Suíça.

Por fim, a situação chilena se difere das antes citadas, símbolo neoliberal, o Chile vinha sendo adotado como modelo de sucesso e estabilidade no continente. As movimentações populares objetam-se contra a desigualdade do país, a qual, ao longo dos últimos anos vinha decrescendo constantemente, 15% de 2002 à 2017 segundo a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe das Nações Unidas (Cepal). Entretanto, com uma desaceleração econômica geral no continente e uma consequente queda no investimento, a população chilena ficou menos tolerante com a situação do país e saiu às ruas para protestar. É interessante analisar, contudo, que a desigualdade chilena não se diferencia muito do que a América Latina apresenta. Se tomarmos como referência o coeficiente de Gini, indicador que mede desigualdade, verifica-se que o do Chile obteve 0,45 em 2017, um pouco mais que os 0,39 de Argentina e Uruguai, tidos como exemplo de baixa desigualdade.

Além disso, o PIB per capita chileno, em Paridade do Poder de Compra, era de U$ 25.978, o maior valor do continente sul-americano, muito acima dos U$ 16.164 do Brasil. Isso significa, basicamente, que apesar da desigualdade chilena ser considerada "alta", a riqueza média da população também é elevada, o que faz com que o "pobre" chileno tenha uma renda maior do que o "pobre" brasileiro. Essa análise tem por consequência outro dado imperioso, o fato de que o Chile é um dos poucos países da América Latina, junto com Uruguai, Costa Rica, Argentina (a qual deve ter tido uma piora em seus dados atuais), que possui taxas de extrema pobreza abaixo dos 5%. Em resumo, apesar das movimentações populares chilenas serem legítimas, a realidade do país não é tão crítica quanto parece e o fogo e a fumaça não exibem a face verdadeira da nação.

No final das contas, o legado de governos fiscalmente irresponsáveis adido à fraqueza institucional dos tempos de regimes ditatoriais faz com que a América Latina ainda tenha que caminhar muito para alcançar níveis políticos mais democráticos e uma economia mais sólida. Enquanto isso, o protagonismo popular enraizado na cultura sul-americana exibe-se, pelas mais variadas etnias, povos e feições.

Nabih Navarro

Cristian Castillo

PROTESTOS EM SANTIAGO, CHILE

O CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

Em meio a um cenário marcado pelos juros baixo e por uma recuperação da economia, o mercado imobiliário passou a ganhar destaque entre os investido-

Erica Ikehara
Administração
FEA-USP

Desde 2013, o Brasil tem vivido um período de grande instabilidade política e econômica que afeta quase todos os setores da economia nacional, entre eles, o setor imobiliário. Neste período, os FIIs (Fundos de Investimento Imobiliário) chegaram a alcançar depreciação de até 30%. Durante os últimos meses, no entanto, têm-se observado o crescimento deste mercado, tanto em relação aos investimentos em FIIs, quanto em bonds imobiliários e também no comércio de imóveis. Durante o ano de 2019 foi observado um crescimento de 36% nos lançamentos imobiliários e espera-se que esse número se mantenha crescente, ainda que em níveis um pouco mais modestos.

Segundo levantamento elaborado pela CBIC (Câmara Brasileira de Indústria e Construção), o otimismo em relação ao setor está, entre outros motivos, relacionado à compra e venda de imóveis residenciais. No último trimestre de 2018 houve um aumento de 23,1% das vendas em relação ao mesmo período de 2017.

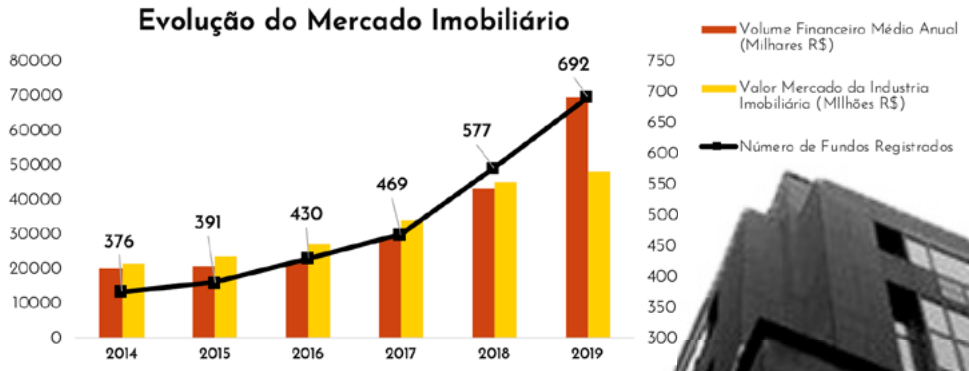
Além disso, o cenário macroeconômico nacional de manutenção da Taxa Selic a níveis baixos com aumento do Índice de Confiança do Consumidor, crescimento da demanda por créditos e a diminuição dos níveis de inadimplência forma algumas das variáveis que atraíram os olhos dos investidores para aplicações em renda variável como os FIIs. Percebe-se então, uma certa mudança comportamental do investidor brasileiro, que busca maiores rentabilidades, ainda que assumindo riscos superiores aos de produtos de renda fixa.

Os Fundos de Investimento Imobiliário, como o próprio nome indica, são conjuntos de recursos destinados à aplicação de ativos relacionados ao mercado imobiliário. Eles surgiram nos Estados Unidos, na década de 1960 e hoje em dia, fazem parte de mercados financeiros ao redor do mundo. No Brasil, o surgimento do FII ocorreu em 1993, porém têm ganhado maior popularidade apenas mais recentemente.

Abaixo, comprova-se a maior penetração do produto na economia, visto o aumento do número de registro de fundos e o aumento do volume de negociações ao longo dos últimos seis anos, destacando a variação de 61,34% de 2018 para 2019.

Os FIIs podem ser constituídos por produtos como imóveis, ativos lastreados nos negócios imobiliários como LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), ou até mesmo novos investimentos em outros fundos imobiliários. Quanto às suas rentabilidades, o ganho de dinheiro pode vir de duas fontes: por meio de aluguéis ou arrendamentos recebidos pelos imóveis dos quais o fundo é proprietário - pagos mensalmente em sua maioria - ou através da valorização das cotas dos fundos. Vale salientar que, por lei, os fundos devem distribuir 95% dos ganhos aos cotistas.

Segundo Fernando Kazan, diretor do BTG Pactual, a indústria dos FIIs negocia com descontos e têm apresentado potencial de upside. No setor de hotelaria, por exemplo, houve um aumento de cerca de 25% na renda média dos hotéis paulistas em 2018, em comparação a 2017.



Entretanto, a escolha dos FIIs deve ser bem-feita e para isso é recomendado analisar a qualidade dos imóveis (localização, administração, estado de conservação). Um erro comum de alguns investidores é analisar apenas o preço do m², sem dar atenção às condições de preservação do imóvel, sendo assim, aumenta a probabilidade de gerar prejuízos.

Uma das melhores estratégias é diversificar os fundos de investimento (em shoppings, hotéis, edifícios comerciais, pavilhões, agências bancárias e/ou universidades). Tal medida reduz os riscos no investimento, além de maximizar a rentabilidade destes.

Deve-se, ainda, comparar o DY (Dividend Yield), que corresponde ao valor recebido dividido pelo valor da cota. Geralmente, quanto maior o DY, maior atratividade, porém, atente-se à ocupação e vacância dos imóveis.

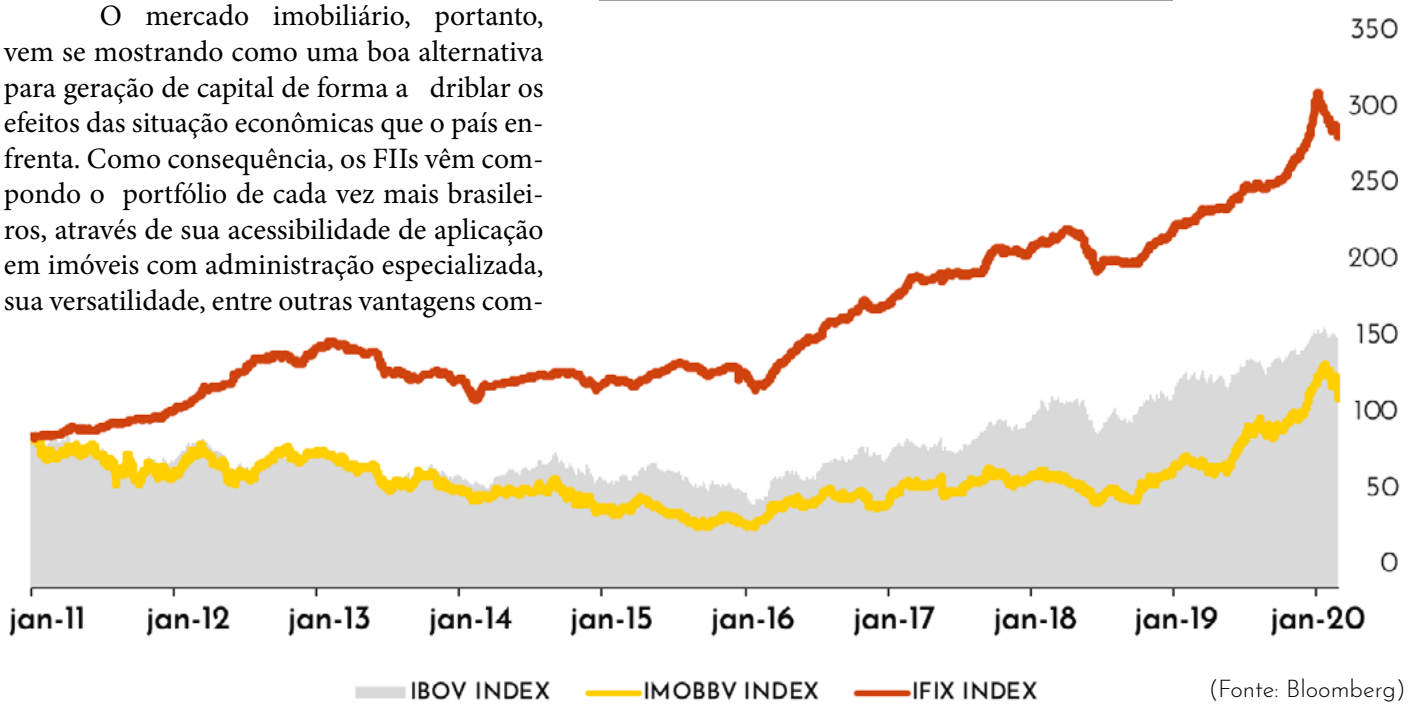
A partir do gráfico abaixo pode-se observar a relevância dos Índice de Fundos Imobiliários (IFIX) e IMOBBV em comparação ao Índice Ibovespa. Dentre os destaques do IFIX estão fundos grandes e de gestão ativa, demonstrando certa concentração do capital de investido. Ainda sim, observa-se que o setor vem ganhando maior liquidez ao longo do tempo, atraindo ainda mais investidores, tanto de pessoas físicas, como Family Offices. De acordo com André Massetti, gestor de estratégias dos fundos imobiliários da XP Asset, ainda há espaço para fundos de pensão e investidores institucionais e estrangeiros, os quais devem ingressar no mercado nos próximos anos.

O mercado imobiliário, portanto, vem se mostrando como uma boa alternativa para geração de capital de forma a driblar os efeitos das situação econômicas que o país enfrenta. Como consequência, os FIIs vêm compondo o portfólio de cada vez mais brasileiros, através de sua acessibilidade de aplicação em imóveis com administração especializada, sua versatilidade, entre outras vantagens com-

Isso se dá porque as rentabilidades dos FII's são, em sua maioria, depositadas mensalmente na conta do cotista, e a volatilidade é baixa.

Ou seja, quando comparados a um fundo cambial ou em ações, os mesmos são menos afetados.

DESEMPENHO COMPARATIVO
Ibovespa X Setor Imobiliário



(Fonte: Bloomberg)

POCKET RESEARCH:

ACTIVISION | BLIZZARD

Wellington Carvalho
Economia
FEA-USP

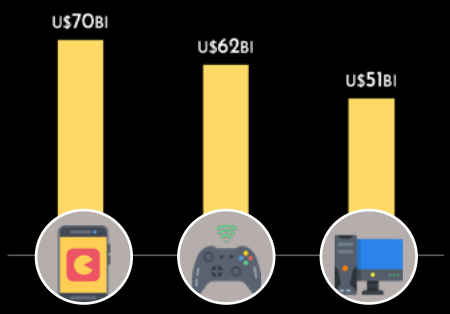
O SETOR DE VIDEOGAMES

No tocante à análise do setor de videogames, há de se levar em consideração os seguintes fatores: o perfil de consumo da faixa etária para a qual se pretende vender e os meios pelos quais o conteúdo será disponibilizado, isto é, celulares, consoles, entre outros. A união bem-feita dessas duas características é um ponto em comum das produtoras de conteúdo nesse ramo. No entanto, vale ressaltar que as duas maiores companhias do setor de jogos (Microsoft e Sony) possuem tal posição pois também são desenvolvedoras de console, possuindo uma grande escala para abocanhar boa parte do market share do mercado.

Ambos os fatores citados devem ser analisados em uma série de pontos de vista. Atualmente, a principal tendência do mundo dos jogos é o mercado *mobile*, especialmente de jogos *Free-to-Play* (F2P). Diversas faixas etárias e perfis tendem a ter acesso a esse tipo de produto, desde os jogadores casuais até os "hardcore", os quais abrangem tanto a Geração Z quanto os *Boomers*. Quanto às companhias, é tido como essencial possuir produtoras que consigam desenvolver conteúdos para essa plataforma, além de produtos que consigam atingir essa esfera dupla de perfis e de geração.

A tendência do mercado *mobile* se mostra crescente dado que, em boa parte do mundo, a penetração de celulares e de internet está em uma fase crescente, como o caso da China e da Índia. Quando comparada à fatia de receita advinda de conteúdo *mobile*, percebe-se que já é superior ao dos demais meios.

RECEITA POR DISPOSITIVO



48% do mercado consumidor de games em 2019 enquanto, Ásia e America do Norte **77%**

Além disso, a diferença entre usuários de celular e de jogadores mobile vem diminuindo ao redor do mundo, continuando, contudo, com um grande diferencial para ser conquistado, principalmente na China. Em um mundo com celulares cada vez mais potentes, é de se esperar também que os jogos produzidos se tornem cada vez mais atraentes.

O perfil de consumo para o qual o jogo é direcionado adquire, além de tudo, uma característica especial: o modelo GaS (*Gaming as a Service*) adquire grande relevância na medida em que boa parte da receita de um jogo está dividida entre o que é obtido com a primeira venda e posteriormente com as microtransações disponibilizadas. A grande tarefa dos jogos atuais, então, tem sido encontrar um ponto ótimo para a monetização do jogo, ou seja, a melhor maneira de oferecer itens a serem comprados sem que isso gere um desbalanço ou desestímulo entre os que conseguem gastar com o jogo e os que não. Além de encontrar a melhor forma de fazê-lo para diversas faixas de consumo - Millenials, por exemplo, possuem maiores tendências de consumir dentro de um jogo.

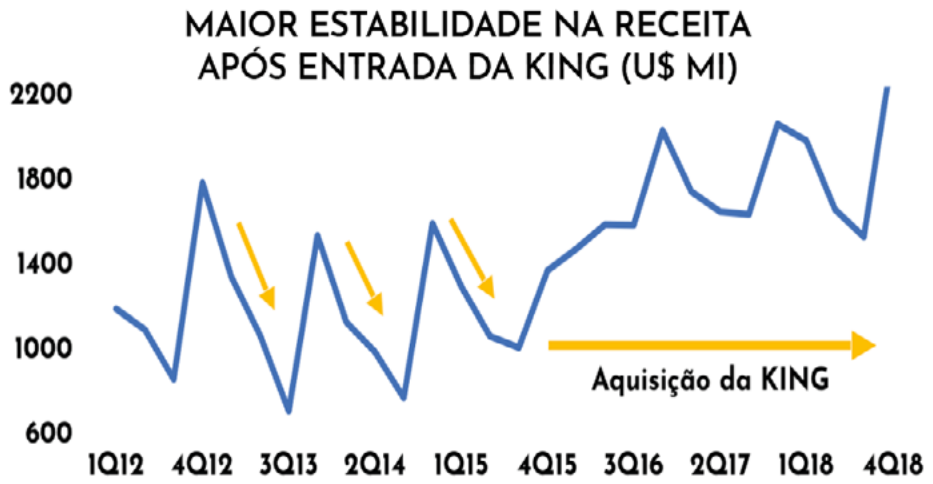
Vale ressaltar, também, que os conteúdos produzidos precisam ter uma alta capacidade de renovação. Em outras palavras, um jogo precisa estar sempre estimulando o jogador a buscar mais desafios ou formas de entretenimento, dado que, em média, com o passar do tempo, o número de jogos consumido, por ano por pessoa diminui e o tempo gasto com games aumenta, evidenciando essa tendência de busca por uma experiência mais profunda, seja ela offline ou online.

ANÁLISE DA EMPRESA

Dada as grandes tendências desse mercado, é necessário analisar a Activision Blizzard e seu posicionamento perante ao mercado. Primeiramente, um pouco de história: Activision Blizzard Inc. foi fundada em 1991 e ao longo do tempo conseguiu uma posição de destaque no mundo das desenvolvedoras e distribuidoras de games. Tal consolidação se deu tanto por meio da criação de conteúdo inovador e de alta qualidade - com expertise para mantê-lo ao longo do tempo - quanto por meio de fusões e aquisições estratégicas, como a Blizzard e King. Sendo assim, a companhia possui uma boa margem de manobra para conseguir atuar bem em diversos segmentos do mundo dos games, desfrutando de franquias consolidadas nos consoles e computadores, com jogos variando em todas modalidades de monetização.

Um dos principais destaques da companhia são suas franquias já consolidadas. Quando se pensa em Activision é difícil não lembrar de Call of Duty: o game que já completou mais de 10 anos no mercado se apresenta como uma fonte estável de receita. Dona de uma capacidade de incorporar inovações, como o famoso modo de jogo Battle Royale e a tendência das microtransações, as quais não afetam o desempenho de jogador. Não seria diferente também para outras franquias: World Of Warcraft, HearthStone e Overwatch, os quais já estão há bons tempos no mercado e possuem uma base sólida de jogadores que fornecem receita a partir de aquisições. Além disso, o último jogo, em específico, represente uma grande base estabelecida no mundo de eSports, com a Overwatch League.

Mas como a franquia está posicionada em relação ao mobile? Ao adquirir a King em 2015, a companhia conseguiu também expertise para atuar nesse segmento. Em primeiro lugar, houve a redução de uma pequena sazonalidade das receitas da Activision que tinha origem na venda de Call of Duty, adicionando maior constância. Em segundo lugar, a King fornece um maior acesso a diferentes gerações, perfis e países. A receita advinda do continente asiático aumentou em cerca de 40%, além de possibilitar uma parceria com a Tencent para ter maior acesso ao mercado chinês a partir de uma *joint venture*. Adiante, a expertise se mostra no grande esforço despendido para produzir novos conteúdos mobile, como COD Mobile e Diablo Immortal, sendo que aquele já está nos top jogos baixados na App Store e Play Store. Vale ressaltar que todos esses jogos citados são F2P e possuem microtransações como fonte de receita.



Já na parte de finanças, a Activision possui outro ponto interessante: a sua baixíssima estrutura de endividamento, uma vez que possui uma razão Debt/Equity de 0,22 e 93% de seu WACC proveniente de *equity*. Da maneira como vemos em seus balanços, o único tipo de dívida expressiva é a de longo prazo, com maturação mínima em 2023. Em termos de *business*, isso significa mais recursos disponíveis para investir em suas operações. Para os acionistas, significa um caminho mais curto entre a geração de receita e a entrega de dividendos.

Pela avaliação de mercado, a análise dos múltiplos é bastante conivente com o que já apresentada. Em janeiro de 2020, as ações da companhia eram negociadas a cerca de U$58,85, traduzindo um P/E de 25,4, valor abaixo dos 37 observado na média do setor - 43 da Take-Two. Esse múltiplo só não está próximo da sua principal concorrente, a Electronic Arts a qual recebeu um benefício fiscal bilionário - atípico - que a impactou significativamente para baixo.

Por fim, percebe-se que o bom posicionamento da empresa nas tendências do mercado aliado a sua robustez financeiras e marcas consolidadas garantem o pódio da Activision no mercado de games.

Última atualização: 27/02/2020

CORONAVÍRUS: uma ameaça à economia global

Ana Giulia Mendonça
Administração
FEA-USP

Diante da ameaça de uma nova epidemia, os sentimentos de medo e incerteza ecoam mundo afora. O presidente chinês, Xi Jinping, admitiu que o país vive sua maior crise sanitária desde 1949. Até o momento em que esse artigo foi escrito, o surto de Coronavírus contaminou mais de 80 mil pessoas e cessou a vida de cerca de 3% dos infectados. Entretanto, o COVID-19 (nome oficial) não é apenas um risco à saúde pública, mas também à economia global. Os impactos da doença nas bolsas ao redor do mundo se alastraram tão rápido quanto o seu contágio, causando prejuízos bilionários ao mercado financeiro.

O receio do mercado envolve a diminuição do consumo e da produtividade na China por causa da disseminação do Coronavírus. Por uma questão de segurança, as pessoas não estão indo trabalhar, o comércio local e a indústria estão temporariamente fechados. A Disney, por exemplo, fechou seus parques em Xangai e Hong Kong. Grandes redes como McDonald's, KFC e Pizza Hut suspenderam suas operações em diversas cidades chinesas. A Starbucks fechou quase metade de suas lojas no país e outras diversas empresas deram férias coletivas até que a epidemia se estabilize. Entretanto, não só na China, mas também em vários outros países, foi decretado o fechamento de fronteiras, o toque de recolher e a suspensão de atividades e eventos em lugares públicos.

A paralisação obrigatória das fábricas chinesas levou a uma escassez de produtos manufaturados e bens de base os quais eram exportados e abasteciam diversas indústrias ao redor do mundo. Até mesmo a Apple já divulgou uma nota na qual estima uma redução de lucro no primeiro trimestre devido à falta de componentes eletrônicos utilizados na produção de iPhones. A empresa americana perdeu cerca de US$45 bilhões em valor de mercado após esse ocorrido. Segundo uma pesquisa da Canalys, tanto a Apple, quanto sua rival Huawei, possuem cerca de 99% da sua produção terceirizada na China, ou seja, nos próximos meses, muito provavelmente, haverá uma contração generalizada na receita do mercado de smartphones.

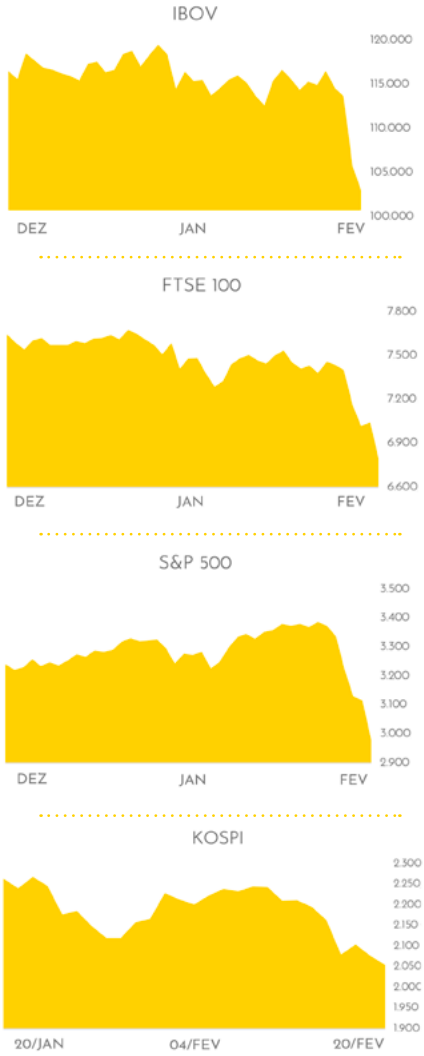
Segundo analistas, o surto de Coronavírus afeta principalmente as commodities - em especial petróleo, minério, celulose e carne - e os setores de transporte, turismo, varejo, manufaturados, serviços e automóveis. Os impactos dessa mazela são evidentes no comércio mundial. No dia 26 de fevereiro, os contratos futuros de petróleo nos EUA caíram 0,7%, para US$ 49,56 por barril, enquanto o Brent - índice de referência global - caiu 1,3%, para US$54,13 por barril. Entre os primeiros dois meses do ano, o preço do ferro sofreu uma queda de 5%. Além disso, segundo a Autoridade Internacional de Transporte Aéreo, o impacto sobre a demanda por voos pode trazer um prejuízo de US$ 29 bilhões às companhias aéreas. Esse setor e o de turismo são duramente afetados com o fechamento de aeroportos, restrições de fronteiras e cancelamento de voos. Em relação ao varejo, além da

estagnação dos comércios locais, é interessante pontuar que os chineses representam 33% dos gastos globais na categoria de moda de luxo. Ou seja, muito provavelmente grupos como Kering (Gucci, Yves Saint Laurent) e LVMH (Dior, Louis Vuitton) sentirão os impactos da epidemia em suas receitas nos próximos trimestres. Vale destacar, também, que a cidade de Wuhan - epicentro do Coronavírus - é um centro industrial que recebe investimento de 230 das 500 maiores empresas globais e concentra dez fábricas de automóveis, entre elas da Honda, GM e Nissan. Portanto, se a quarentena da cidade se prolongar, poderemos esperar perdas profundas na produção industrial chinesa.

Somente em janeiro, especificamente entre o dia 20 e 27, bolsas de valores mundo afora perderam, ao todo, 1,5 trilhões de dólares em reboque das notícias que envolvem o Coronavírus. O índice de volatilidade VIX, conhecido como o "índice do medo" de Wall Street atingiu altas de até 46% nos pregões do mês. Em decorrência dos casos de infecção fora da China, no dia 24 de fevereiro, as ações globais tiveram a maior baixa histórica dos últimos dois anos. Na Europa, o Stoxx 600 - índice que capitaliza 18 países do continente - caiu 3,8%, enquanto o FTSE 100 do Reino Unido caiu 3,3%. O MIB da Itália caiu 5,4% em sua maior baixa desde 2016. E isso se seguiu a fortes quedas na Ásia, onde o índice Kospi de Seul caiu 3,9%, seu pior dia desde o final de 2018. Em reflexo a esse cenário tão incerto, o preço do ouro subiu 1%, evidenciando, portanto, a busca dos investidores por ativos mais seguros.

Nesse contexto, o Brasil também sente os sintomas do Coronavírus. Em janeiro, o dólar teve valorização de mais de 5% sobre o real, o que fez a moeda brasileira ter o pior resultado em um início de ano desde 2010. No dia 26 de fevereiro, um dia após a confirmação do primeiro caso da doença no país, o Ibovespa sofreu uma queda diária de 7%, a maior baixa desde o fatídico "Joesley Day". Segundo analistas, essa contração foi "puxada" pelos papéis da Petrobras, Vale, Gerdau, Usiminas e CNS os quais despencaram entre 9,5% e 12%. Além disso, as principais baixas percentuais foram as das companhias do setor de turismo, a Gol fechou com perdas de 14,31%, Azul em baixa de 13,30% e CVC em queda de 11,33%.

EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES DA BOLSA
(2019-2020)



Há quem faça previsões otimistas tendo como base o histórico dos impactos da Sars em 2003. Na época, essa doença viral também afetou a economia chinesa e culminou em uma perda de 1,1 ponto percentual em seu crescimento. Entretanto, o país se recuperou rapidamente e, no mesmo ano, o PIB atingiu o patamar de 10%. Apesar disso, é importante salientar que os "tempos mudaram" e o ritmo de expansão chinês não é mais tão robusto, portanto, dessa vez os impactos econômicos serão ainda maiores. Antes do agravamento da epidemia, o FMI projetou um crescimento de 6% para a economia do país. Todavia, se comprovada a estimativa da Standard & Poor's de queda de 1,2 pontos percentuais dessa taxa, o PIB do país ficará abaixo de 5% pela primeira vez desde 1990.

Até agora doença não tem cura, no entanto, laboratórios ao redor do mundo estão trabalhando em colaboração no desenvolvimento de uma vacina para o COVID-19. Em uma perspectiva mais otimista, vale lembrar que nos últimos anos a medicina tem avançado a passos largos, o que nos faz crer que, muito em breve, teremos um medicamento para a contenção dessa moléstia. Todavia, até que isso aconteça, o que nos resta é esperar até que a epidemia se estabilize e que os mercados voltem ao ritmo normal.

ENTRE-VISTA

João Braga

GESTOR DO FUNDO DE RENDA VARIÁVEL DA XP INVESTIMENTOS

Markets St: A primeira pergunta seria aquela clássica: conte um pouco da sua história e como você começou sua carreira?

João Braga: Eu sou de Goiânia e nunca imaginei que pararia no mercado financeiro. Minha família tem uma certa tradição, tenho uns tios que são engenheiros da Poli. Achei que seria engenheiro. Tentando encurtar, quando tinha 5 anos, meu pai comprou um computador pro meu irmão mais velho, daqueles modelos antigos, com 16k de memória. No entanto, fui eu quem me interessei, comecei a programar, a ler e escrever lá. Aí virei um cara de computação e adorava tudo isso. Já com 7 anos de idade ganhei outro computador de meu pai. Com 11, tava nessa história de PC já. Com 13 anos, a Embratel criou o plano piloto para internet no Brasil, 35 mil inscritos para 500 vagas e eu fui escolhido. Eu brinco que foi uma oportunidade que perdi de ficar rico, já que não havia ainda nada de internet no Brasil, sites etc, ganharia dinheiro com qualquer coisa montada (risos). Quando tinha 15 anos, em 95, a Embratel abriu para os servidores comerciais e aí o pessoal lá em Goiânia tinha conhecido internet em minha casa. Fui hacker, tinha várias histórias. Hackeei o SBT, roubei uns emails (risos).

Eu tinha muita certeza que seria um engenheiro típico. Até entrar entrar na engenharia (risos). Com 17 anos passei na POLI e fui para São Paulo. Aqui é um lugar bom, explodem oportunidades. Fui a feiras de recrutamento no primeiro ano e me interessei pelo mercado, consultoria e bancos, etc. Acabei que nunca trabalhei como engenheiro. Na faculdade, trabalhei com consultoria, depois fui para o mercado financeiro, para um mercado alemão. Trabalhei com tesouraria e achei muito legal, aprendi muito sobre diversos produtos, sobre risco.

Quando me formei fui para GP Investimentos, que na época era um pouco diferente. Ainda havia o Lemann, Sicupira, Marcel Telles, eles eram sócios. Fiquei lá um tempo e em meados de 2004 fundaram a 3G e não me levaram junto (risos). Mas foi interessante, porque 2002 foi um ano ruim para os mercados por causa da eleição do Lula. O mercado estava com receio. Vínhamos de 8 anos de estabilidade inédita, mas havia uma demanda reprimida no mercado de capitais, pessoas queriam acessar a bolsa e etc. Trabalhar com bolsa na época era muito ruim e muito pequeno, havia poucas empresas. O Brasil gostava de juros na época, renda fixa etc. Depois, o Lula escreveu a carta aos brasileiros: "fiquem tranquilos, contratos serão respeitados", o que destravou o mercado de capitais, liberando essa demanda, o que abriu espaço para uma série de IPO's e a bolsa foi bem.

Em meados de 2004, recebi uma ligação da Hedging Griffo, fundo do Stuhlberger, me chamando para ser analista de bolsa. Rejeitei, pois estava mais habituado ao trabalho com renda fixa. Cerca de um mês depois me chamaram de novo e acabei aceitando. Foi a melhor escolha. São aquelas histórias que não são programadas, mas mudam sua vida. Eu gosto demais do que eu faço. Fiquei lá por 10 anos, até final de 2014. Em 2015 eu vim tocar os fundos de bolsa na XP.

Markets St: Você trabalhou com Stuhlberger e Benchimol. Quais foram os principais aprendizados que você teve com cada um deles?

João Braga: Sobre Stuhlberger, tudo que sou e sei em relação a trabalho e pessoas eu devo a ele. Ele era politécnico e é um dos cara mais brilhantes que já conheci. Fiquei 10 anos ao lado dele e me surpreendia sempre. Ele é muito inteligente e generoso, super bacana de conversar.

Fora que ele tem sacadas que são muito contra-senso. Exemplo: Long em S&P e short em Ibovespa no começo desse super ciclo em 2011, quando ninguém falava nessas possibilidades. O modelo mental do Stuhlberger é diferente, ele sabe olhar pros três mundos: moeda, juros e bolsa e ver como eles conversam. A maioria das pessoas não conseguem ver essa relação. Foi muito legal aprender com ele.

Sobre o Benchimol, ele tem várias genialidades como CEO, mas tem algumas que me chamam a atenção: se você conversar com ele durante meia hora, você vai sair querendo trabalhar o dobro e ganhando metade. Ele é muito encantador e isso é importante nesse business que possui diversas áreas. Ele tem uma habilidade de delegar e incentivar muito boa.

Resumindo o Guilherme é genial para tocar um business grande e com muitas áreas e o Luis é o melhor gestor que já vi na minha vida.

Market St: Hoje a XP é muito conhecida, uma das principais gestoras do Brasil. No entanto, em 2015, ano que você veio, ela ainda não era tão renomada. O que te motivou a sair do Hedging Griffo, que era muito renomada, e ir para XP, que estava em ascensão.

João Braga: Pois é, muita gente falou que eu era maluco mesmo (risos). Em 2014 eu vi aqui uma coisa que eu vi em 2004 na Griffo: uma galera jovem. Em primeiro lugar, ficar velho é muito ruim (risos). Porém, tem uma vantagem: você já ter visto as coisas acontecendo no passado. Como diria Mark Twain: a história não se repete, mas ela rima. Quando eu olho para XP em 2014, eu vejo a Griffo em 2004: uma galera jovem, extremamente motivada, com uma cultura forte e um *partnership*. Quando as pessoas se sentem do negócio, elas tratam de um jeito diferente. Mas o que eu mais gostei foi essa história da cultura. Eu tive tempo para analisar a XP, fui uma das pessoas que mais a analisou antes de entrar. Ora, eu sou analista, vivo de analisar empresa, porque não faria isso com o lugar em que iria ser sócio também. E eu fiquei muito impressionado nessa diligência. Dava pra ver como a XP era disruptiva.

Markets St: No cenário nacional, quais setores você está mais otimista? Em qual você vê um grande upside?

João Braga: Isso é curioso. A gente não se preocupa muito com setores, porque a gente se preocupa mais com a empresa diretamente. Por exemplo, a Via Varejo, que é uma das nossas maiores posições. A gente não está comprado porque ela é uma empresa de varejo ou porque o varejo vai bem. É porque ela é uma empresa de *turn around*, ou seja, é um investimento de *turn around* que, por acaso, é de varejo. Óbvio, se vender bem, a economia estiver bem, vai ser bom para ela, mas não é por isso que estou comprado. As nossas principais posições hoje são Via Varejo, Qualicorp, Banco do Brasil, Copel e Sanepar.

> ficar velho é muito ruim. Porém, tem uma vantagem: você já ter visto as coisas acontecendo no passado.
>
> **Como diria Mark Twain: a história não se repete, mas ela rima**

Falando um pouco de cada uma delas: começando pela Via Varejo, *turn- around*. Era uma empresa que estava um pouco "largada" que tem um *roadmap* bem desenhado de ações para serem executadas por pessoas que conhecem e entendem muito do que fazem.

Qualicorp: está subindo 200% ao ano e está barata. O fato é o seguinte: eu vejo a Qualicorp como a "XP" da saúde. Ela é uma plataforma que atua no segmento de coletivo por adesão, que precisa ter as entidades de classe, como OAB, CREA etc. Essas entidades de classe querem estar na Qualicorp porque ela tem os produtos e os produtos querem estar na Qualicorp porque ela tem as entidades de classe. Ela tem 90% de share nesse segmento de coletivo por adesão e essa plataforma ainda é pouco usada. Além disso, a Rede D'or entrou na empresa recentemente e acho que isso pode trazer sinergias tanto de custo quanto de receita. E tudo isso pela "bagatela" de 15x PE.

Banco do Brasil é uma das principais posições e, como teve a oferta a pouco tempo, o preço do papel caiu muito. Então, é uma posição que eu diria mais oportunista. E não sou comprado nesse call de que fintechs vão destruir os bancos rápido, acho que demora. De todos eles, eu tenho o Banco do Brasil por ser o mais pró-cíclico, é o que mais sofre na crise, porém quando vai bem, talvez ele seja o que mais cresce.

Quando se fala de empresas previsíveis, ou seja, aquelas que você consegue calcular o fluxo de caixa até 2025. Gostamos de olhá-las na forma de Taxa Interna de Retorno (TIR), ou seja, trazendo os fluxos a valor presente, sem se preocupar com Ke ou WACC. A pergunta é: Qual que é a TIR que esse investimento dá, dado que ele é previsível? Depois desse cálculo, basta comparar com a NTN-B. Assim, conseguimos comparar os custos de oportunidade. A Copel, na nossa conta, ainda está dando uma TIR de 12,5% real, isso depois da ação subir uns 60%. Isso aconteceu porque o trabalho micro que está sendo muito bem feito. Basicamente, é um *player* que está dando um *yield* e uma TIR super boa, com eventos micro legais acontecendo, com bons triggers. Ela é muito mal coberta porque o pessoal tem certo preconceito.

Por último, Sanepar, que é um papel que a gente tem há um tempo e também está dando uma TIR de uns 12%. Eu brinco que tem uma galera - e sem julgamento de valor - que é super "purista", que só compra a melhor do setor. E tem uma galera que eu chamo de "cachorro louco" (risos) que compra e troca muito de posição. Tem gente que ganha muito dinheiro sendo cachorro louco e tem gente que ganha sendo purista. A gente não é nenhum dos dois.

Gostamos de problemas, tipo a Qualicorp, Copel, Sanepar. Ou melhor do que problema, coisas que tem "gordura". A Sanepar, por exemplo, não precisava de um *turnaround* pra fazer, mas tinha gordura porque era muito mal vista. O "purista" acha um absurdo a gente ter Sanepar, uma empresa estatal do Paraná, que troca de governador de quatro em quatro anos. Já o "cachorro louco" acha um absurdo eu ter Sanepar há três anos igual a eu tenho.

Markets St: Em relação a Via Varejo, recentemente aconteceu um evento marcante na empresa: a troca de controle. O Klein conseguiu comprar a parcela por R$100 milhões, que é um valor relativamente baixo considerando o tamanho da empresa. Acreditamos que isso só foi possível por existir a estrutura da XP por trás. Gostaríamos de saber a sua opinião sobre.

João Braga: Na verdade nós não compramos o controle. O controle tinha sido definido claramente pelo Casino e agora há um controle disperso. Mas existe um acionista de referência que é o Michael Klein que conhece a empresa como ninguém. Foi muito legal essa história, estávamos aqui olhando para a empresa, que estava largada e valia R$ 5 bilhões. Michel tinha 310.667 lojas da empresa alugadas e ele via que as vendas estavam indo mal. Sabíamos que a empresa estava a venda porque o Casino deixava público. Não era o *business* deles, o *business* deles é supermercado e a gente pensou em jogar grande: comprar do Casino. Mas era R$ 2 bilhões, um valor muito alto, então tentamos pensar em alternativas, talvez dividir com o mercado, o que acabou dando super certo e quando isso aconteceu, saiu o time do Casino e entra um time novo.

Além disso, temos o Roberto Fulcherberguer que é o CEO, um cara que conhece muito o *business*. Eles conseguiram trazer muita gente boa, Ilca que era diretora de marketing da Magazine Luiza, Helisson Lemos responsável por toda a parte da transformação digital. Quando você tem um caso de *turn around*, você precisa se preocupar muito com as pessoas que estão envolvidas e eu estamos muito felizes com as pessoas que estão lá.

Markets St: Falando um pouco sobre a gestão de fundos e ativos, como você vê o futuro dos fundos quantitativos no Brasil, dado que a participação deles aqui é bem pequena em comparação com os Estados Unidos?

João Braga: Uma excelente pergunta. Eu mesmo já me matriculei em um curso de Phyton para não ficar para trás e entender esse mundo novo. Não tenho dúvida que as formas que os investimentos são feitos irá mudar, da mesma forma que mudaram no passado, não é? E tenho certeza que terá um espaço muito grande para fundos quantitativos. Dito isso, temos que levar em consideração que é muito difícil competir com os grandes fundos quantitativos lá de fora, que possuem pessoas altamente qualificadas. Eu pretendo usar a tecnologia como auxílio no *screening*, mas não na decisão final. Acredito que a decisão final fica com o ser humano, a discussão, o olho a olho com o *management*. Mas os modelos, o auxílio em indicar oportunidades, nisso eu quero a ajuda da tecnologia.

Markets St: Falando ainda sobre gestão de fundos, uma questão bem comentada atualmente é a do investimento passivo, como você o encara isso aqui no Brasil? Acha que os crescimentos de ETF's é uma ameaça à gestão ativa? E se não, como essas duas maneiras de gerir ativos se complementam?

João Braga: Não acho que é uma ameaça e acho que o investimento passivo vai crescer muito, tem que crescer mesmo! Ainda não cresceu muito pois poucas pessoas investem na Bolsa.

Eu e o Peixoto temos 10 anos de gestão de fundos e nós nunca ficamos um ano atras do Ibovespa. Talvez tenha anos de março a fevereiro que perdi, mas de janeiro a dezembro, um ano gregoriano, nunca ficamos. Mas é curioso, teve épocas, como de 2011 a 2015 que bater o índice era fácil, pois surgiram algumas idiossincrasias como a AGX. Quando você compra uma ação o máximo que perde é 100%, a AGX tirou 300% do índice. Tinha uma posição média de 4.000 dos 50.000 pontos do índice na época e tirou 12.000 pontos, pois era balanceada para cima e caia constantemente. Então foi fácil bater o índice naquela época. Isso dilacerou os fundos passivos, mas também alguns fundos de gestão ativos. Os "Ibov Ativos" são aqueles que olhavam o comportamento do índice para a construção do seu portfólio. Em 2015 mudaram as regras do índice e ficou bem complicado de bater, quem bateu em 2016, 2017 e 2018 foram poucos. Acredito que isso vai trazer a galera de volta para o investimento passivo e o "Ibovespa Ativo" também vai voltar a ser um produto que vai vender.

Markets St: Na sua última call você comentou que o seu caixa estava zerado devido às boas oportunidades que sua equipe estava encontrando. Quando isso acontece, como vocês fazem para tomar a decisão de qual empresa escolher?

João Braga: A gente tem vários processos aqui. Somos sempre muito horizontais e todo mundo participa na hora de escolher uma carteira e tomar esse tipo de decisão. Fazemos isso por conta dos vieses comportamentais. Eu acho que o seu maior inimigo no mundo dos investimentos é você mesmo, então se você conhecer bem os vieses que os seres humanos são susceptíveis, você acaba sendo um investidor melhor. O Daniel Kahneman fala sobre um conceito chamado WYSIATI - What you see is all there is. Qualquer, decisão que você toma na sua vida, seja casar, comprar uma bicicleta, fazer engenharia ou fazer um investimento em um fundo, você toma baseado no que você está vendo. Então como que eu acho que temos que fazer para investir melhor? Tentar ver mais, simples assim. Por isso que somos horizontais. Então você perguntou, como tomamos a decisão sobre qual ação comprar? Botamos todo mundo em uma sala e vamos tentar ver o máximo possível, aumentar o WYSIATI, e então discutir. Por que você está gostando de tal coisa? Quando fazemos isso de colocar todo muito para discutir junto, as pessoas se sen-

tem donas daquilo. Elas vão dormir mal se o fundo for mal e dormir bem se estiver indo bem. Por isso trabalhamos de forma horizontal e trazemos todos para a tomada de decisão.

Markets St: Quais são as habilidades que você julga importantes para o Mercado Financeiro como um todo?
João Braga: Olha, o mercado financeiro é uma coisa muito ampla. Você pode ser super técnico e trabalhar com TI, com programação ou também, você pode ser comercial. Eu acho que tem espaço para diversas habilidade no mercado financeiro. Mas, na minha área em específico, eu sei exatamente o que eu buscaria em uma pessoa para trabalhar no mercado financeiro. A primeira coisa, a resposta é super fácil: gostar de estudar muito, muito mesmo. Porque essa história de malandro do mercado - o street smart - acabou. O nosso trabalho é ficar o dia inteiro estudando empresas, clientes, fornecedores. Tudo aquilo para tomar uma decisão melhor e, infelizmente, é meio triste, porque o backlog é infinito, você sempre tem coisa para estudar, nunca acaba.
O segundo ponto, uma coisa que a gente busca muito aqui é o que eu falei sobre o WYSIATI. É anti-humano você discutir e a pessoa discordar de você e você ficar ok com aquilo. O nosso cérebro prega muitas peças na gente, por exemplo, só lembramos as coisas que nós acertamos ou esquecemos o que erramos. E existem técnicas para lidar com isso. Você pode "pegar" Dale Carnegie "How to win friends and influence people" ou Schopenhauer "Como vencer um debate sem precisar ter razão". Esses "caras" literalmente estudaram esses vieses dos seres humanos e colocaram em livros. O Schopenhauer não fez esse livro para você ganhar discussão sobre a razão, foi para você descobrir quando estão fazendo isso contra você. Então, como nós fazemos para ser um pouco anti-humano? É muito difícil, mas eu acho que a gente descobriu um jeito. É o seguinte, contrate pessoas que não são apenas competentes, mas também são gente boa. Todo mundo fala "Óbvio, afinal, quem não quer trabalhar com gente boa ao seu lado?". Mas não é só isso. Eu acho que ajuda na performance quando duas pessoas conseguem discutir numa boa, para ganhar dinheiro e não para ganhar discussão. Se eu discordar de você, você não vai ficar brava comigo, você vai tentar entender o porquê eu estou discordando e podemos até concordar em discordar, podemos chegar em uma conclusão, mas certamente depois daqui nós iremos tomar uma cerveja sem mágoa nenhuma. Eu acho isso muito relevante, então a gente contrata pessoas gente boa porque a gente acha que assim a gente vai performar melhor.
Eu apontaria, principalmente, estes dois tópicos. Os aspectos técnicos são todos muito fáceis e rápidos de aprender.

> "WYSIATI: What you see is all there is.
>
> Qualquer, decisão que você toma na sua vida, seja casar, comprar uma bicicleta, fazer engenharia ou fazer um investimento em um fundo, você toma baseado no que você está vendo. Então como que eu acho que temos que fazer para investir melhor? Tentar ver mais, simples assim."

Markets St: Para finalizar, embora você já tenha citado alguns nomes, você poderia dar alguma recomendação de leitura?
João Braga: Primeiro, eu recomendaria um livro chamado de "The most important thing" que é uma coletânea de cartas do Howard Marks. Tem que ler esse livro e acabou! (risos) Este é o meu livro de cabeceira, quando eu não sei o que fazer eu folheio o livro. É o melhor livro do mercado financeiro e ponto final, é o primeiro livro que você precisa ler. O segundo livro já começa a entrar em questões comportamentais, eu diria o "Rápido e devagar: Duas formas de pensar" do Kahneman. Insista um pouco, porque quando você começar a ler vai pensar que o livro não é tão divertido assim, porque o livro tem apenas experiências, e muitas vezes não envolvem diretamente o mercado financeiro. Mas é impressionante como o ser humano é previsivelmente irracional então você acaba percebendo que aquelas situações se aplicam a tudo, inclusive ao mercado financeiro, pois aqui é onde você é traído pelo seus vieses o tempo inteiro. Então saber dessas coisas, vai te ajudar a se blindar um pouco.

Da esquerda para direita: João Braga, Rafael Galvão, João Brito, Wellington Carvalho, João Carlos Fraga Tonon e Ana Giulia Mendonça

O BOOM DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Entenda como os novos cenários da nossa economia incentivaram os investidores brasileiros à busca por fundos imobiliários.

Luísa Athayde Martins Ferreira
Administração - FGV

O Brasil sempre foi um lugar conhecido como o "país da renda fixa" devido ao seu alto potencial nesse segmento de investimento oriundo de sua alta taxa de juros. Dessa maneira, a população brasileira passou anos optando por investimentos vinculados a taxa Selic; por exemplo: os títulos do tesouro, LCIs, LCAs, CDBs. Uma das características de alguns títulos de renda fixa é que eles garantem segurança porque, em linhas gerais, eles são assegurados pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), além disso, possuem alta liquidez e têm uma previsibilidade de retorno.

Porém, esse cenário de paraíso da renda fixa alterou-se com os cortes significativos e constantes da taxa Selic aplicadas pelo Comitê de Política Monetária (Copom), tal taxa atingiu sua mínima história ao cair para 4,5% em dezembro de 2019. Dessa forma, os investimentos "perfeitos" para os brasileiros passaram a não apresentar mais um retorno satisfatório e a renda variável começou a ser uma opção bem mais atraente. Dentre tantas opções nesse outro tipo de investimento, a preferência por fundos imobiliários foi notória pelos brasileiros, chegando a dobrar seu número de investidores em agosto de 2019. Mas, por que essa preferência?

Primeiramente, vale salientar que ao optar por fundos imobiliários (FIIs), o investidor está aportando seu dinheiro em ativos imobiliários através da BM&F&Bovespa. Os FIIs têm um administrador responsável por gerir o fundo, é ele quem realiza os investimentos que considera mais interessante no setor imobiliário para uma maior rentabilidade do FII. Como esse setor é muito amplo, há diversas opções de fundos imobiliários disponíveis no mercado como os fundos de shoppings e varejos; hospitais; escritório e lajes corporativas; logísticos e industriais; de desenvolvimento; educacionais e fundo de fundo, por exemplo.

O brasileiro, com seu perfil de investidor conservador, tem como histórico considerar a compra de imóveis um bom meio para ampliar seu capital. Dessa forma, os FIIs foram um segmento de renda variável que, por ser vinculado ao mercado imobiliário, atraiu essa população mais tradicional. As vantagens dos fundos sobre a compra de um imóvel individualmente são diversas. Primeiramente os FIIs são isentos de imposto de renda (só é taxado quando há venda de cotas do fundo com lucro); através de um fundo, por um custo bem menor, pode-se investir em diversos setores do mercado imobiliário o que mitiga o risco do investidor; o custo de corretagem de um FII's é menor do que o cobrada sobre um proprietário de imóvel; além disso, é muito mais barato comprar uma cota de um FII's do que adquirir um imóvel.

Apesar de suas vantagens, os FII's trazem os riscos da renda variável por sofrerem as oscilações do mercado. Logo, o investidor deve estar preparado tanto para a valorização e desvalorização de suas cotas no fundo e, também, os lucros oriundos de imóveis alugados pelo fundo podem não ser recebidos todo mês em razão de inadimplência ou vacância.

De acordo com "Os melhores investimentos para 2020", listados pelo BTG Pactual Digital, a renda fixa é o investimento mais indicado para uma reserva de emergência. Mas, eles apontam o fundo imobiliário como a porta de entrada para uma pessoa conservadora que, já tendo sua reserva de emergência, comece a dar seus primeiros passos em um investimento na renda variável.

GREEN BONDS E O MERCADO DE INVESTIMENTOS SUSTENTÁVEIS

Gabriel Mathias
Economia
FEA-USP

Com o crescente interesse no mundo em encontrar investimentos que visam incentivar a sustentabilidade, os investidores certamente ouvirão com mais frequência daqui para frente a expressão "títulos verdes". De forma geral esses títulos são semelhantes aos tradicionais porém se diferenciam em um ponto bem importante: o tipo de projeto que ele financia. Diferente dos títulos comuns os fundos captados por títulos verdes destinam seu capital a projetos que favorecem o meio ambiente. O investimento pode ser feito por meio de Títulos do Tesouro, debêntures, debêntures incentivadas (de infraestrutura), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) - como por exemplo, no caso do dinheiro captado ser usado para financiar a construção de uma usina de dessalinização de água que abastece uma cidade.

Segundo a Climate Bonds Initiative (CBI), em 2019 as vendas globais de títulos verdes foram de 257,5 bilhões de dólares, cerca de 50,7% a mais do que 2018 que obteve US$ 170 bilhões. A CBI, uma organização sem fins lucrativos que almeja fomentar o investimento em soluções sustentáveis para as mudanças climáticas, estima que para este ano a expectativa é de US$ 350 a US$ 400 bilhões.

Existem vários fatores que atraem cada vez mais novos investidores para esse mercado em expansão. Um deles é o aumento da preocupação com questões ambientais por *players* mais tradicionais, os quais vêm aumentando o portfólio de seus investimentos em projetos que estão de acordo com os parâmetros ESG e que têm baixa emissão de CO_2. Vale ressaltar, que segundo uma pesquisa realizada pelo Instituto CFA em 2018, a tendência é que a demanda por projetos que abrangem questões ambientais aumente até 2022 tanto quanto para questões de governança.

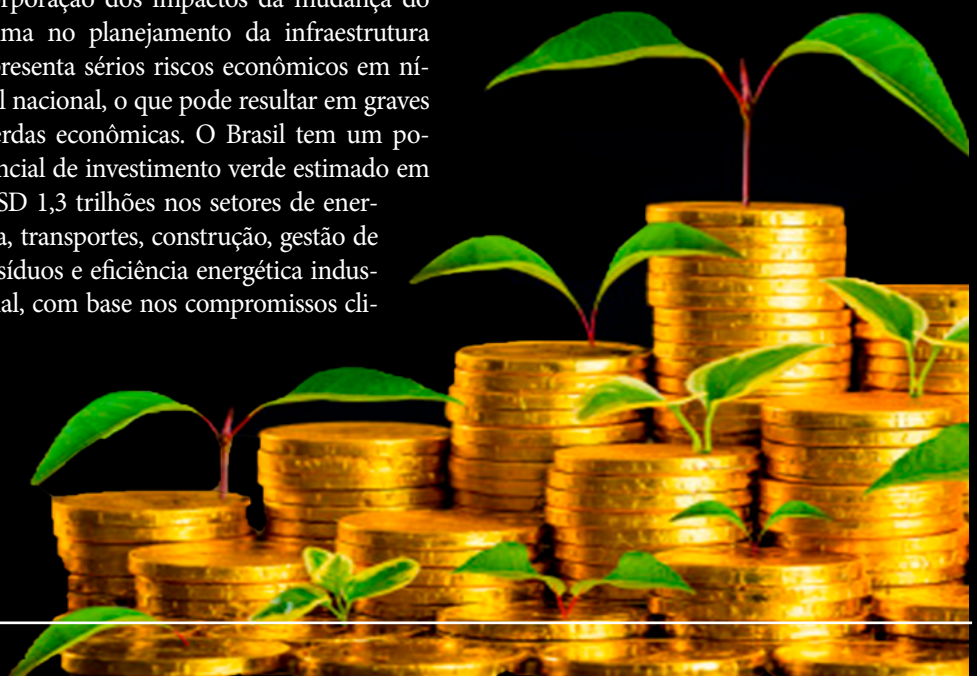
Além disso, o entendimento do real risco desses títulos tem mudado bastante pois, assim como outros títulos emitidos por uma companhia, eles são garantidos pela credibilidade da empresa, logo o risco do título não é principalmente do projeto mas sim da empresa. Outro ponto importante que vem se alterando na mentalidade do mercado é a ideia de que os investimentos em empreendimentos sustentáveis possuem rentabilidade inferior aos outros, porém, na verdade, não é isso que ocorre, pois os títulos verdes possuem rentabilidade igual ou até superior aos demais oferecidos no mercado.

Já no Brasil, mais de 85% da população vive em centros urbanos e a rápida expansão destas regiões do país requer um estabelecimento considerável de infraestrutura nas próximas décadas. A não incorporação dos impactos da mudança do clima no planejamento da infraestrutura apresenta sérios riscos econômicos em nível nacional, o que pode resultar em graves perdas econômicas. O Brasil tem um potencial de investimento verde estimado em USD 1,3 trilhões nos setores de energia, transportes, construção, gestão de resíduos e eficiência energética industrial, com base nos compromissos climáticos estabelecidos em sua Contribuição Nacionalmente Determinada do Acordo de Paris. Porém, segundo o relatório da CBI - Oportunidades de Investimento em Infraestrutura Verde BRASIL 2019 - mais de 75% dos investimentos verdes do Brasil está concentrado nas áreas de Energia e Uso da terra, portanto a maior parte desse potencial de crescimento está relacionado às áreas de energia renovável e infraestrutura urbana, incluindo transporte público, gestão de recursos hídricos e de resíduos.

Conforme a CBI, o Brasil possui o maior mercado de títulos verdes da América Latina e do Caribe (ALC), com seus US$ 5,6 bilhões representando 41% de todas as emissões da região até agora e o seu primeiro título verde emitido em junho de 2015 . O país também concentra a muitas das maiores operações da ALC, com 6 dos 11 títulos de referência da região emitidos por entidades brasileiras, incluindo o BNDES (USD 1 bi); a Fibria, que agora faz parte da Suzano (USD 700 mi); e a BRF.

Durante a viagem a Nova York na última semana de novembro, a ministra da Agricultura, Tereza Cristina, disse que 2020 deve ser a hora de os *Green Bonds* acontecerem no Brasil pois com o andamento da Medida Provisória 897(MP) o mercado de crédito rural brasileiro terá seu portfólio de produtos ofertados aumentado e com isso se abriria uma ótima oportunidade para impulsionar o uso desses títulos.

Sendo assim, de fato a tendência do mercado de investimentos alternativos para o Brasil e para o mundo será de acordo com a nova economia sustentável e caberá aos investidores exigir cada vez mais ativos que fomentam a transição da economia marrom para verde para que ela deveras aconteça.



O ANO DAS EMPRESAS QUE NÃO DÃO LUCRO

João Brito
Economia
FEA-USP

Além das fortes altas no Ibovespa e da especulação sobre uma iminente desaceleração da economia global, um tema que foi alvo de um longo debate em 2019 foi a indústria de *Venture Capital* e a abertura de capital de empresas de grande porte que não geram lucros. Casos como o cancelamento do IPO da We Company colocam em pauta a maneira como investimentos estão sendo feitos nos dias atuais e denunciam as consequências do inédito cenário macroeconômico pelo qual o mundo está passando.

Primeiramente, vale a pena lembrar como funcionam os fundos de venture capital: uma empresa levanta capital de investidores que desejam tomar risco e investe em uma série de start-ups com a expectativa de que uma pequena parte delas consiga se estabelecer e trazer altos retornos. Esse modelo de investimentos foi responsável pelo surgimento de empresas como a Netflix e o Alibaba e pela transformação do Vale do Silício em uma potência econômica global.

Hoje, esse modelo de investimento ganhou novas proporções. As rodadas de financiamento de empresas atingem cifras bilionárias e, exemplos como os mencionados, resultaram em grandes frutos para os investidores das etapas iniciais, o que motivou IPOs em bolsas ao redor do mundo. Entretanto, a abertura de capitais, que poderia ser interpretada como sinal de sucesso de uma companhia, passou a ser um desafio sem precedentes no caso dos que, até então, eram avaliados em mercados privados. A ausência de resultados positivos não é tão bem vista pelos mercados púbicos, que não são tão tolerantes ao risco como os investidores de venture capital. Mas, por que esses investidores aceitam ter prejuízos por períodos mais longos?

Para o megainvestidor Ray Dalio, esse cenário nunca antes visto surgiu em virtude de um excesso de capital disponível para investimentos combinado às taxas de juros negativas. Esse processo, proporcionado pelos bancos centrais em políticas de *quantitative easing*, faz com que os investidores estejam dispostos a receberem menos do que dão e os animam com as histórias de empresas de tecnologia revolucionárias que proporcionam altos retornos no longo prazo. Dessa forma, empresas que podem não ter caminhos definidos em direção à lucratividade conseguem obter quantias gigantescas de dinheiro em caixa e fundos que investem em empresas que competem entre si, se tornam comuns.

Esse ambiente, que fez Dalio afirmar que "o mundo ficou maluco e o sistema está quebrado", refletiu intensamente no último ano, em que os IPOs das "empresas disruptivas" tomaram manchetes. Ações como a Peloton e a da Beyond Meat sofreram fortes quedas após os investidores perceberem que seus produtos por si só não eram capazes de dominar mercados crescentes e a Uber, que conta com investimentos de gigantes como o SoftBank, a Alphabet e o fundo soberano da Arábia Saudita, sofreu uma forte queda nos meses após a abertura de seu capital e agora se vende como uma nova Amazon, exemplo de empresa que passou anos com resultados negativos e obteve grandes lucros após o seu *breakeven*.

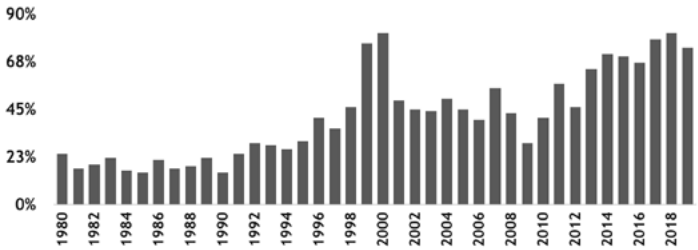
Entretanto, o exemplo mais notório foi o do IPO da We Company, controladora da WeWork, tido como um dos principais fracassos do mercado global em 2019. Em agosto, a empresa publicou um prospecto que detalhava conflitos de interesse e avaliações infladas com o uso de métricas pouco usuais – como o infame "EBITDA ajustado por comunidade" – o que fez a companhia ir de um *valuation* de US$ 47 bilhões para a beira da falência em cerca de seis semanas. Esse processo acabou com um socorro bilionário do SoftBank, de Masayoshi Son, que via em Adam Neumann - CEO da start-up e retirado após graves indícios de má gestão - um perfil que só teria visto antes em Jack Ma, que fundou a Alibaba.

Masayoshi Son

É evidente o conflito entre mercados públicos e privados, e ele se reflete no *valuation*. Enquanto a usual análise por múltiplos é prejudicada em virtude dos resultados negativos e a análise de fluxos de caixa é incerta, é cada vez mais comum que sejam feitas avaliações por outros caminhos. Projeções de receitas por usuário e estratégias de fidelização são usados como base e comparações com o valor de outras *startups* são usadas com frequências para se estimar estágios de crescimento e pontos de *breakeven*. Ainda assim, os resultados que dependem de muitas premissas tornam os modelos menos decisivos e fazem com que os investimentos ainda sejam guiados pela confiança no management.

De qualquer forma, esse ambiente de investimentos único no qual se tornou comum realizar IPOs de empresas deficitárias demonstra que o mercado atual faz parte das consequências de um cenário macro nunca antes visto. Novos paradigmas vigoram no mundo inteiro, e resta saber o que acontecerá com as próximas mudanças estruturais que virão nessa década.

Parcela de empresas com EPS negativos em IPOs nos EUA



(Fonte: Warrington School of Business)

Markets St.