

Criando Valor Estratégico

Amostra

JOSEPH CALANDRO JR.

*Criando
Valor
Estratégico*

**APLICANDO PRINCÍPIOS DO VALUE
INVESTING À GESTÃO CORPORATIVA**



Criando Valor Estratégico

Copyright © 2026 STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Alta Books é uma Editora do Grupo Editorial Alta Books.

Copyright © 2020 Joseph Calandro Jr.

ISBN: 978-85-508-2844-2

Translated from original Creating Strategic Value © 2020 Joseph Calandro Jr. ISBN 978-0231194143. All rights reserved.

This Portuguese edition is a complete translation of the U.S. edition, specially authorized by the original publisher, Columbia University Press. PORTUGUESE language edition published by Starlin Alta Editora e Consultoria Eireli, Copyright © 2026 by STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Impresso no Brasil – 1ª Edição, 2026 – Edição revisada conforme o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 2009.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

CI44c
Calandro, Joseph Jr.
Criando valor estratégico : aplicando princípios do value investing à gestão corporativa / Joseph Calandro Jr. – 1. ed. – Rio de Janeiro : Alta Books, 2026.
248 p.; il.; 16 x 23 cm.
Título original: *Creating Strategic Value: applying Value Investing Principles to Corporate Management*
ISBN 978-85-508-2844-2
1. Administração financeira. 2. Estratégia corporativa. 3. Investimentos. 4. Value investing. 5. Gestão empresarial.
I. Título. CDD 658.15

Índice para catálogo sistemático:

1. Administração financeira 658.15

Todos os direitos estão reservados e protegidos por Lei. Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida. A violação dos Direitos Autorais é crime estabelecido na Lei nº 9.610/98 e com punição de acordo com o artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta obra fora formulado exclusivamente pelo(s) autor(es).

Marcas Registradas: Todos os termos mencionados e reconhecidos como Marca Registrada e/ou Comercial são de responsabilidade de seus proprietários. A editora informa não estar associada a nenhum produto e/ou fornecedor apresentado no livro.

Material de apoio e erratas: Se parte integrante da obra e/ou por real necessidade, no site da editora o leitor encontrará os materiais de apoio (download), errata e/ou quaisquer outros conteúdos aplicáveis à obra. Acesse o site www.altabooks.com.br e procure pelo título do livro desejado para ter acesso ao conteúdo.

Suporte Técnico: A obra é comercializada na forma em que está, sem direito a suporte técnico ou orientação pessoal/exclusiva ao leitor.

A editora não se responsabiliza pela manutenção, atualização e idioma dos sites, programas, materiais complementares ou similares referidos pelos autores nesta obra.

Produção Editorial: Grupo Editorial Alta Books

Diretor Editorial: Anderson Vieira

Editor da Obra: J. A. Ruggeri

Vendas Governamentais: Cristiane Mutius

Produtor Editorial: Tentáculos Editorial

Revisão Técnica: Marco Aurélio Antongiovanni



Rua Viúva Cláudio, 291 – Bairro Industrial do Jacaré

CEP: 20.970-031 – Rio de Janeiro (RJ)

Tels.: (21) 3278-8069 / 3278-8419

www.altabooks.com.br – altabooks@altabooks.com.br

Ouvidoria: ouvidoria@altabooks.com.br



*Para Terilyn, de novo e para sempre,
e em memória de Bruce M. Bickley e
Martin J. Whitman.*

Amostra

Amostra

Sumário

Prefácio	1
Introdução	7
Apêndice	15
Parte I	21
1. Value Investing e Gestão Corporativa	25
2. Estratégia Corporativa e a “Margem de Segurança”	39
3. Caixa e Vantagem Competitiva	49
4. Gestão Corporativa e “Análise de Investimentos”	59
5. Gestão Corporativa Geradora de Valor: Henry E. Singleton	67
Apêndice 5.1	81
Apêndice 5.2	85
6. A “Racionalidade” Gerencial	89
7. Gestão Corporativa e a “Análise Moderna de Investimentos”	101
8. A Realização de Valor é: “O Mais Importante para o Investidor”	113
Parte II	121
9. Realização de Valor na GEICO	125

Apêndice 9.1	145
10. Realização de Valor na GTI Corporation	151
11. Realização de Valor na Union Pacific	161
Conclusão e Vantagem Informacional	175
Agradecimentos	185
Notas	187
Índice	235
Colofão	240

Prefácio

Desde que Benjamin Graham escreveu sobre as oscilações de humor e os altos e baixos emocionais do Sr. Mercado, investidores astutos e bem-sucedidos vêm praticando a arte de distinguir preço de valor. Graham e Dodd aconselharam os investidores, em seu livro seminal *Análise de Investimentos*, que um ativo financeiro deve ser comprado quando seu preço de mercado estiver significativamente abaixo de seu valor intrínseco. Esse princípio consagrado, conhecido como margem de segurança (margin of safety), orientou as decisões de muitos investidores em valor no passado — e continuará a fazê-lo por muitos anos.

Mas os ativos financeiros não são os únicos aos quais esse princípio se aplica. Na verdade, muitas decisões estratégicas em finanças corporativas — de aquisições ao gerenciamento de riscos corporativos — podem se beneficiar dos insights encontrados em *Análise de Investimentos* e *O Investidor Inteligente*. Surpreendentemente, poucos livros documentam essas aplicações em finanças corporativas de forma abrangente, com exceção de *Applied Value Investing*, de Joseph Calandro, que abordou diversas aplicações específicas. Seu novo livro, *Criando Valor Estratégico*, ilustra de maneira mais ampla a aplicação dos princípios do investimento em valor em diversas áreas da gestão corporativa — desde o uso de caixa excedente até programas de recompra de ações e aquisições.

O investimento em valor e seus princípios fundamentais podem influenciar a gestão corporativa por dois caminhos distintos. De um lado, investidores em valor são investidores ativistas, e há inúmeros exemplos de como podem influenciar a administração de empresas. Esse canal é o mais frequentemente discutido. Por exemplo, o próprio Benjamin Graham

reconhecia a importância do ativismo acionário (lindamente retratado por Jeff Gramm em *Dear Chairman*), e os analistas de Mario Gabelli na GAMCO pressionam constantemente executivos sobre como alocam capital dentro da empresa. É amplamente conhecido que Warren Buffett há muito defende a estratégia de comprar empresas com uma equipe de gestão sólida, o que mostra como uma boa administração pode ser pré-requisito para uma estratégia eficaz de investimento em valor. Esses exemplos ilustram como investidores em valor — inclusive os ativistas — podem orientar gestores corporativos na criação de valor para o acionista.

Mas existe outro caminho — talvez uma rota menos percorrida — no qual *Criando Valor Estratégico*, de Calandro, oferece uma contribuição tão necessária. Aqui, nos perguntamos se e como um CEO pode, de forma proativa, criar valor para stakeholders ao aplicar os princípios fundamentais do investimento em valor à gestão corporativa e à definição e execução da estratégia empresarial — e não apenas reagir a investidores ativistas. Poucos autores abordaram essa questão até agora, e Calandro nos mostra como CEOs bem-sucedidos vêm realizando — e devem realizar — essa tarefa.

Joseph Calandro é um profissional experiente na arte da gestão corporativa e da estratégia empresarial. Ele tem muitos anos de experiência em consultoria corporativa e publicou observações precisas em diversos artigos. *Criando Valor Estratégico* reúne grande parte de suas pesquisas anteriores em um compêndio coeso. Calandro também é um observador atento das transformações ocorridas desde que Graham e Dodd deram ênfase a ativos tangíveis e ações net-net. Hoje, muitas grandes corporações possuem ativos intangíveis massivos, e outras mantêm grandes volumes de caixa investidos em hedge funds e private equity. Este livro oferece perspectivas úteis sobre essas mudanças.

Outra característica notável da obra é que vários capítulos demonstram como investidores renomados, como Seth Klarman e Lee Cooperman, e CEOs igualmente famosos, como Henry Singleton e Prem Watsa, implementaram os princípios do investimento em valor.

O livro inclui ainda uma conversa deliciosa com Seth Klarman. A obra é escrita em um estilo que permite a leitores com pouco conhecimento técnico em finanças e negócios compreenderem os conceitos-chave. Essa abordagem certamente ampliará o alcance do livro.

O Gabelli Center da Fordham University tem a satisfação de afirmar que Joseph Calandro é Fellow do Centro desde sua fundação. Podemos lhe assegurar que *Criando Valor Estratégico* será leitura obrigatória para nossos alunos e ocupará lugar de destaque em nossas estantes. Desejamos a ele todo o sucesso em suas futuras pesquisas e publicações.

Sris Chatterjee, Gabelli Chair em Análise Global de
Investimentos
Fordham University
Bronx, NY

Amostra

Criando Valor Estratégico

Amostra

Introdução

“O investimento é mais inteligente quando é mais empresarial. Eu acrescentaria que ele também é mais bem-sucedido quando é mais empresarial.”

— Benjamin Graham^{1 2}

“Estudantes de negócios precisam apenas de três disciplinas bem ensinadas: Como Avaliar um Negócio, Como Pensar sobre Preços de Mercado e Como Gerenciar um Negócio.”

— inspirado em Warren E. Buffett³

Muito já se escreveu sobre value investing, mas até bem recentemente, que eu saiba, nenhuma tentativa formal havia sido feita para categorizar o desenvolvimento dessa influente escola de pensamento ao longo do tempo.⁴ Isso é importante porque é difícil prever para onde uma escola de pensamento está indo sem antes entender de onde ela veio. Por isso, para dar início, vou apresentar minhas reflexões sobre o passado e o presente do value investing e, em seguida, propor algumas sugestões sobre o que o futuro pode reservar.

Era Fundadora: 1934 a 1973

A fundação “oficial” do value investing ocorreu em 1934 com a publicação do livro seminal *Análise de Investimentos*, de Benjamin Graham e David Dodd. O conceito estratégico sobre o qual se baseia o value investing é tão perspicaz

quanto simples: ou seja, ativos adquiridos por menos do que seu valor de liquidação (estimado como ativos circulantes menos passivos *totais*, ou seja, o “net-net value”) representam uma forma de investimento de baixo risco devido à “margem de segurança” proporcionada pelo desconto em relação ao valor de liquidação. *Risco*, nesse contexto, é definido como a possibilidade e a magnitude de perda.

À medida que a disciplina evoluiu ao longo do tempo, alguns investidores passaram a estimar margens de segurança com base no potencial de geração de lucro e até no valor de crescimento, além dos valores de liquidação e do valor patrimonial líquido. De fato, estudiosos classificaram três métodos distintos de value investing moderno:

- **Value investing clássico**, que foca o balanço patrimonial e em ativos tangíveis (exemplos de investidores: o falecido Max Heine e Seth Klarman);
- **Value investing misto**, que considera tanto o balanço patrimonial quanto a capacidade de geração de lucro, com ênfase especial nos valores de reposição e de mercado privado (exemplos de investidores: Mario Gabelli e o falecido Marty Whitman); e
- **Value investing contemporâneo**, que se concentra no valor estratégico do negócio e na qualidade da gestão corporativa como forma de realizar valor ao longo do tempo (exemplos de investidores: Warren Buffett e Glenn Greenberg).⁵

Independentemente da abordagem, no entanto, o alicerce do value investing profissional sempre foi — e continuará sendo — firmemente sustentado no princípio da margem de segurança.

A era fundadora se encerra, na prática, com a publicação da quarta edição revisada do livro *O Investidor Inteligente*, de Benjamin Graham — obra extremamente popular que resume os ensinamentos de *Análise de Investimentos* para um público não especializado. Pouco tempo após essa publicação, em 1976, Graham faleceu aos 82 anos.

Era Pós-Graham: 1973 a 1991

O início da Era Pós-Graham coincidiu com o grande mercado de baixa de 1973–1974, que, entre outras coisas, ofereceu inúmeras oportunidades de investimento semelhantes às observadas no começo da Era Fundadora. Não foi por acaso que esse ambiente de mercado propiciou a ascensão de vários investidores de valor altamente bem-sucedidos, como Gary Brinson, Jeremy Grantham, John Neff,⁶ entre outros.

Durante esse período, as teorias modernas da economia financeira começaram a ganhar força. No livro *Capital Ideas*, Peter Bernstein analisou essas teorias — todas elas impopulares entre os investidores profissionais de value investing:

- Economistas acreditam que os preços de mercado são “eficientes”, enquanto investidores de valor sabem que, em determinados momentos, os preços de mercado podem se comportar de forma extremamente ineficiente — o que gera oportunidades ricas em margem de segurança para o investidor paciente, líquido e bem informado;
- Economistas defendem que a estrutura de capital é “irrelevante”, enquanto investidores de valor sabem que a estrutura de capital é sempre relevante;
- Economistas acreditam que os investimentos devem ser orientados pela moderna teoria de portfólio (Modern Portfolio Theory — MPT), enquanto investidores de valor entendem — e exploram cuidadosamente — o fato de que as estatísticas de volatilidade e correlação da MPT não representam adequadamente o perfil de risco e retorno de um portfólio (onde *risco*, mais uma vez, é definido como a possibilidade e a magnitude de perda); e
- Os modelos de precificação de opções usados por economistas não consideram o valor intrínseco; por outro lado, para um investidor

profissional de valor, o valor é um componente essencial na precificação de opções, assim como é na precificação de qualquer outro bem econômico.

Apesar do sucesso dos investidores profissionais de value investing durante essa era, o desafio para os sucessores de Graham e Dodd era determinar como os fundamentos do value investing poderiam ser reinterpretados para o investidor moderno — e demonstrar a relevância dessa reinterpretação diante das condições de mercado com as quais os investidores estavam lidando.

Era Moderna: 1991 até o presente

Para enfrentar esse desafio, Seth Klarman, cofundador e presidente do The Baupost Group, retomou literalmente de onde Benjamin Graham havia parado. O capítulo final de *O Investidor Inteligente*, de Graham, intitula-se “A ‘Margem de Segurança’ como Conceito Central do Investimento”, enquanto o livro de Klarman, publicado em 1991, tem por título *Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. A clareza do livro de Klarman, aliada ao seu histórico de desempenho como investidor, ajudou a estabelecer o tom da era moderna do value investing.

Esse posicionamento é reforçado pela influência que *Margin of Safety* exerceu sobre praticamente todos os livros relevantes sobre value investing publicados depois dele — desde o livro popular de Bruce Greenwald (cujo capítulo 13 apresenta um perfil de Klarman), passando pela sexta edição de *Análise de Investimentos* (na qual Klarman atuou como editor principal), até o aclamado livro de Howard Marks sobre value investing, *O Mais Importante para o Investidor* (que conta com anotações e endosso do próprio Klarman).

Uma das forças da teoria moderna do value investing é sua aplicabilidade a todas as formas de investimento — não apenas ações e títulos de renda fixa. Considere, por exemplo, os derivativos. Livros best-sellers como *A Jogada do Século* retratam diversos investidores que, de fato, “captaram” a crise financeira de 2007–2008 ao comprar credit default swaps (CDS) a preços com ampla margem de segurança, antes do colapso. Klarman foi um desses investidores.⁷

Então como esses investidores conseguiram fazer isso? Embora os detalhes específicos de seus investimentos não estejam disponíveis publicamente, há um registro em tempo real de investimentos semelhantes na influente e longeva newsletter *Grant's Interest Rate Observer*, publicada pelo investidor de valor/historiador/analista financeiro/jornalista James Grant. Uma coletânea de suas edições, publicadas antes do episódio conhecido como *A Jogada do Século*, foi reunida no livro *Mr. Market Miscalculates* — em que “Mr. Market” é o eufemismo usado por Benjamin Graham para descrever o ambiente de negociações de curto prazo que domina os mercados financeiros.

Na página 171 desse livro — extraída da edição de 8 de setembro de 2006 do *Grant's Interest Rate Observer* — observa-se que um fundo hedge estava “expressando uma visão pessimista sobre o setor imobiliário no mercado de CDS ao comprar proteção sobre os tranches mais fracos de estruturas de hipotecas em risco. Pelo custo anual de US\$ 14,25 milhões, o fundo obteve exposição a US\$ 750 milhões em valor de face de dívida hipotecária.”

Para entender quão rica em margem de segurança era essa operação na época, considere que uma das formas pelas quais subscritores de seguros corporativos avaliam a precificação de risco é dividindo o prêmio pela quantia de risco transferido — neste caso, US\$ 14,25 milhões divididos por US\$ 750 milhões — o que resulta em um índice prêmio/risco (rate on line) de 0,014. Para fins de comparação, é comum que algumas empresas paguem US\$ 40.000 ou mais por ano por US\$ 1 milhão em seguro de responsabilidade civil geral, o que equivale a um índice prêmio/risco de 0,04.

Era Pós-Moderna

Com o value investing sendo aplicado com sucesso a tantas classes de ativos — ações, títulos de renda fixa, imóveis e derivativos — o que a era pós-moderna poderia representar? Uma possível resposta envolve o aumento da aplicação dos princípios fundamentais do value investing à estratégia corporativa e à gestão empresarial.

Investidores profissionais adeptos do value investing têm, em geral, uma postura cética em relação a gestores corporativos. Por exemplo, em *Análise de Investimentos*, Benjamin Graham e David Dodd observaram:

“É quase sempre verdade que a administração está na melhor posição para julgar quais políticas são mais eficientes. No entanto, isso não significa que ela sempre reconhecerá ou adotará o caminho mais benéfico para os acionistas. Pode errar gravemente por incompetência.”⁸ Desde então, muitos outros exemplos foram registrados sobre esse mesmo tema.⁹

No entanto, também existem exceções relevantes. Considere, por exemplo, o caso de Prem Watsa, fundador, presidente e CEO da Fairfax Financial Holdings. Antes da crise financeira de 2007–2008, ele adquiriu CDS (credit default swaps) a preços considerados econômicos, os quais teriam gerado um ganho superior a US\$ 2 bilhões a partir de um investimento de US\$ 341 milhões. Embora os detalhes específicos da posição de Watsa não sejam públicos, por se tratar de um gestor corporativo, os CDS que ele adquiriu eram adequados para o balanço que ele estava administrando — ou seja, tratava-se de uma operação de hedge.

De modo geral, há quatro formas de gerenciar o risco de uma exposição relevante no balanço patrimonial: (1) reduzi-la, (2) diversificá-la, (3) amortizá-la ou (4) protegê-la via hedge. Cada uma dessas alternativas pode ser orientada pelos princípios do value investing em geral e, em especial, pelo princípio da margem de segurança.

No caso do hedge, os resultados da posição de Watsa falam por si: a Figura 0.1 mostra variações iguais ou superiores a 10% no desempenho de seguradoras de propriedade e de responsabilidade civil no terceiro trimestre de 2007. O desempenho financeiro da Fairfax Financial Holdings — destacado no extremo direito da figura — foi substancialmente superior ao do restante do setor segurador naquele momento.

Um dos objetivos deste livro é oferecer uma base teórica para uma abordagem da estratégia corporativa e da gestão empresarial fundamentada no value investing. Voltaremos a esse ponto em breve, mas antes vamos retomar o desenvolvimento do value investing como escola de pensamento.

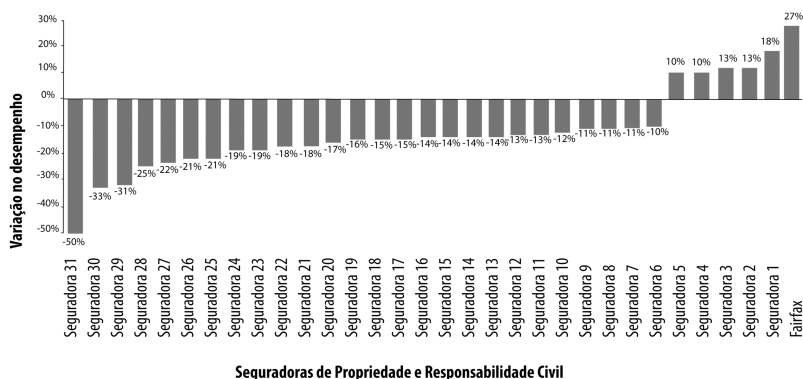


FIGURA 0.1 Proteção baseada em margem de segurança. *Fonte dos dados:* Dowling & Partners, IBNR *Weekly* nº 39, 5 de outubro de 2007, p. 8. Os nomes das outras trinta e uma seguradoras estão disponíveis na Dowling. Alterei a ordem dos nomes. Retomaremos esta figura na **Conclusão** deste livro.

Classificar as diferentes eras de qualquer escola de pensamento é uma tarefa subjetiva e, por isso, frequentemente exige ancoragem em datas marcantes. Por exemplo, a era barroca da música “oficialmente” terminou com a morte de J. S. Bach. O maestro Bach, é claro, jamais soube que sua morte encerraria uma era — assim como Benjamin Graham não poderia imaginar que algum autor, no futuro, marcaria o fim da era fundadora do value investing com a edição de 1973 de *O Investidor Inteligente*.

Ainda assim, essas classificações são úteis tanto para profissionais quanto para pesquisadores, especialmente quando se considera o que o futuro pode reservar.

Independentemente de o value investing vir ou não a influenciar e ajudar a moldar a estratégia corporativa e a gestão empresarial no futuro, investidores e gestores corporativos só têm a ganhar ao estudar os ensinamentos de Graham e de seus seguidores. O value investing profissional já foi aplicado a uma ampla variedade de classes de ativos e ambientes de mercado e, quando bem executado, gerou retornos excepcionais com níveis relativamente baixos de risco. Para facilitar o entendimento de como essa escola de pensamento pode

ser aplicada, na prática, à gestão corporativa, este livro está estruturado em duas partes.

A **Parte I** estabelece uma base teórica para o value investing e a gestão corporativa — algo essencial porque, em primeiro lugar, os textos sobre value investing tratam de investimentos, não de gestão corporativa. A partir dessa base, a **Parte II** dá vida à teoria por meio de estudos de caso históricos, mostrando a realização de valor na prática. Os capítulos dessa parte são um tanto técnicos e devem ser lidos como tal.

Assim como no meu primeiro livro, a maior parte dos capítulos deste (incluindo esta Introdução e os capítulos de 2 a 11, inclusive) é baseada em artigos acadêmicos publicados anteriormente, os quais reescrevi especialmente para este livro. Costumo publicar artigos voltados para o lado prático da literatura acadêmica, o que considero uma forma útil de desenvolver e divulgar ideias. Ao reunir e adaptar esses artigos neste volume, espero alcançar um público mais amplo e contribuir para o avanço contínuo do estudo do value investing, especialmente no que diz respeito à sua aplicação à estratégia e à gestão corporativa — tanto para executivos em atuação quanto para pesquisadores.

Apêndice

PONTOS EM COMUM E/OU NOVAS FRENTES DE PESQUISA

“A pesquisa acadêmica moderna avançou a teoria do comportamento dos mercados financeiros na direção de Graham e Dodd.”

— Bruce Greenwald ¹

Existe um terreno comum entre as finanças acadêmicas e o value investing profissional? Certamente pode haver, como eu mesmo experienciei em certos momentos da minha carreira como consultor corporativo, pesquisador e professor. Mais importante, no entanto, é que simplesmente levantar essa pergunta pode apontar para áreas de pesquisa adicional com potencial de gerar insights valiosos tanto do ponto de vista acadêmico quanto prático. Este apêndice apresenta algumas das minhas reflexões sobre esse tema.

Começemos pela **hipótese do mercado eficiente**. Poucas pessoas discordariam da ideia de que, em grande parte, os mercados financeiros parecem “acertar” na maioria das vezes. Os mercados financeiros não acertam o tempo todo porque as pessoas que os compõem não agem — e nunca agirão — de forma 100% “eficiente”. Portanto, um método que permita compreender as causas, os vetores e as consequências de comportamentos anormalmente voláteis dos mercados (isto é, ineficiências), indo além das considerações psicológicas da economia comportamental, provavelmente seria bem-vindo por muitos value investors profissionais.

Considere, por exemplo, a atuação de governos nos mercados financeiros ao longo da história. Desde Alexander Hamilton assumindo a dívida da Guerra da Independência dos estados a 100 centavos por dólar,² passando pela exploração habilidosa das tarifas de 1870 por Andrew Carnegie,³ até a “aposta” de Warren Buffett de que o governo não deixaria empresas como GE e Goldman Sachs “quebrarem” durante a crise financeira de 2007–2008,⁴ chegando às políticas monetárias atuais que resultaram em mais de US\$ 10 trilhões em títulos de renda fixa com juros *negativos*⁵ — os governos têm tido um impacto tremendo no comportamento dos mercados financeiros. Pesquisas financeiras formais sobre esse fenômeno — ou seja, o quanto o comportamento anormalmente volátil dos mercados, tanto para baixo quanto para cima, remonta a algum tipo de ação ou política governamental — teriam um interesse prático imenso.

Prosseguindo para a **teoria moderna de portfólio (modern portfolio theory, ou MPT)** e os modelos fatoriais de precificação de ativos, os quais utilizam a volatilidade como um proxy de risco. No entanto, volatilidade *não* é risco; de fato, em certos momentos, os ativos mais voláteis podem apresentar o menor risco de perda. “Por exemplo, a dívida da Enron — talvez a empresa mais estigmatizada após um escândalo contábil que a levou à falência em 2001 — chegou a ser negociada a 10 centavos por dólar de valor de face; a expectativa é de que as recuperações finais cheguem a ser seis vezes esse valor.”⁶ Por conta de muitos exemplos semelhantes,⁷ alguns investidores utilizam esses modelos como contra-indicadores. No entanto, esse uso não significa que as estatísticas de volatilidade e correlação da MPT e dos modelos fatoriais de precificação de ativos não tenham valor estratégico.

Por exemplo, determinados value investors profissionais podem ter interesse em gerir recursos institucionais. Estratégias institucionais de alocação de ativos são muito diferentes das estratégias de value investing profissional; na verdade, instituições frequentemente compram/vendem quando os value investors profissionais estão vendendo/comprando. Assim, estratégias de value investing profissional não deveriam apresentar correlação com as estratégias institucionais de alocação de ativos — algo que pode ser quantificado nas análises baseadas em MPT, amplamente utilizadas por essas

instituições. Não por coincidência, o **Capítulo 1** apresenta um exemplo disso.

O mesmo pode ser dito dos modelos fatoriais. Quando se abandona a alegação equivocada de que tais modelos medem “risco” e, em vez disso, foca-se nos insights que eles podem gerar sobre as taxas de retorno exigidas para fins de alocação de capital dentro de uma empresa, é possível obter resultados úteis.

Por exemplo, desenvolvi um modelo de dois fatores para seguradoras de propriedade e de responsabilidade civil, que tem sido utilizado com sucesso tanto no nível corporativo quanto no nível das unidades de negócios.⁸ Em resumo, a MPT e os modelos fatoriais podem complementar formas mais tradicionais de análise de value investing; portanto, na minha opinião, não devem ser descartados de imediato.

Minha teoria financeira moderna menos favorita é a proposição de que a **estrutura de capital é irrelevante**. Repetidamente, vi a estrutura de capital se tornar a consideração estratégica mais relevante dentro de uma empresa; no entanto, ao se observar a economia como um todo ao longo do tempo, pode ser difícil contestar a proposição da irrelevância. Considere, por exemplo, a evolução dos empréstimos comerciais e industriais desde 1981, o primeiro ano do governo Ronald Reagan (**Figura 0.2**).⁹

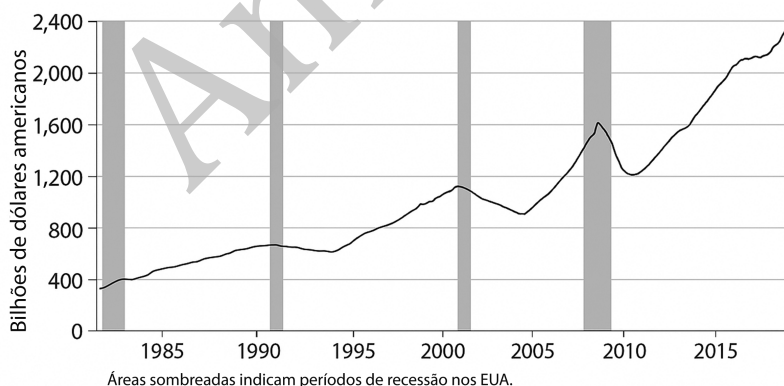


FIGURA 0.2: Empréstimos Comerciais e Industriais de 1º de janeiro de 1981 a 1º de abril de 2019. *Fonte:* Fred Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org/series/BUSLOANS> (acesso em 16/05/2019)