

“THE CENTRAL EVENT OF THE TWENTIETH CENTURY IS THE OVERTHROW OF MATTER (...) THE POWERS OF MIND ARE EVERYWHERE ASCENDANT OVER THE BRUTE FORCE OF THINGS”¹

A partir da revolução marginalista², que se iniciou em meados do século XIX, deu-se partida a uma corrida acadêmica na busca de equilíbrios de mercado fundamentados por sofisticados teoremas matemáticos.

Os modelos em questão contestavam a parábola do domínio de mercado através de ganhos de escala consistentes. A premissa de que negócios convergem em um dado momento no tempo para retornos decrescentes, com as curvas de custo marginal ascendentes, sinalizava um jogo de competição sem a possibilidade de criação de reinados. Fenômeno curioso, principalmente frente ao fato de que, no início do século XX, a “perfeição” dos mercados havia sido posta em xeque através do *Trust-Busting* que sucedeu ao *Sherman Act*³.

Nesse novo *framework* idílico, a sinalização de preços deveria atrair firmas homogêneas para um determinado mercado e, à medida que o número de empresas produzindo determinado bem ou serviço aumentasse, os lucros econômicos deveriam invariavelmente diminuir. No limite, em segmentos sem barreiras de entrada, os lucros tenderiam a zero. Nessa situação de equilíbrio, produtores ganham tão somente seu custo de capital, e o grosso do excedente econômico flui para os consumidores.

Esse mundo teórico foi virado de cabeça para baixo ao longo das últimas décadas. A premissa natural das deseconomias de escala passou a ser desconstruída de forma reiterada pelo mundo real. Conforme posto sucintamente por Bill Gates em 2018: “*Software doesn’t work like this. Microsoft might spend a lot of money to develop the first unit of a new program, but every unit after that is virtually free to produce*”.

Uma economia de bits, em contraposição a uma economia de átomos, subverte a tradicional lógica econômica e de alocação de capital. Ativos tangíveis são substituídos por ativos intangíveis, o físico vira nuvem e o capital requerido para produzir um mesmo valor presente líquido diminui substancialmente. Desafia-se o conceito histórico de finitude e de restrições naturais, destacando o antagonismo entre uma economia de plenitude e uma de escassez. Cria-se a possibilidade de ganhadores exponenciais e, potencialmente, aumenta-se a necessidade de um estado paternal e distribuidor, do qual se exige mais responsabilidade, competência e lucidez.

Como exemplo elucidativo, o Facebook captou aproximadamente US\$8B desde sua fundação em 2004 (\$1.2B de *venture capital* antes do IPO e \$6.8B no IPO em 2012) e hoje possui um valor de mercado de aproximadamente \$800B. Uma multiplicação de 100 vezes o capital investido. Uma das maiores empresas da história foi criada em menos de 16 anos com uma soma de recursos equivalente à metade dos gastos com os Jogos Olímpicos de Londres em 2012.

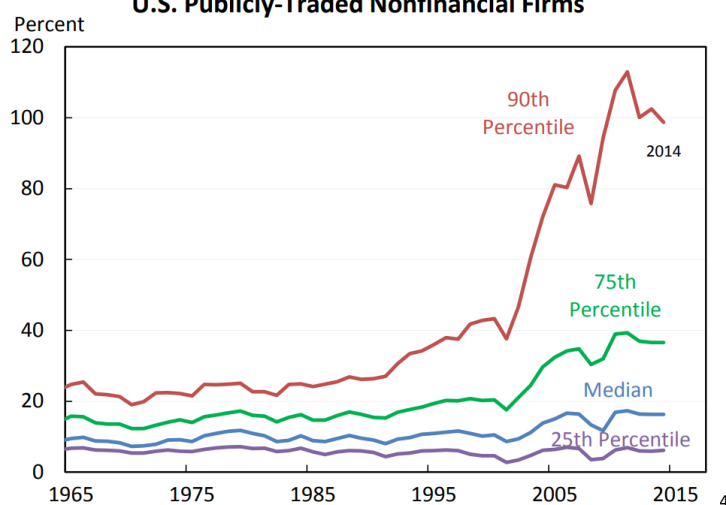
O fenômeno Facebook faz parte de um coletivo de negócios em que os vencedores nunca levaram tanto. Esse fato revela-se como consequência de uma diferença de retorno enorme entre as empresas globais mais bem-sucedidas da era moderna e as restantes.

¹ George Gilder, tecno-entusiasta e investidor norte-americano.

² Desenvolvimento da teoria econômica que deu luz à microeconomia moderna, utilizando o “incrementalismo” para explicar fenômenos sociais até então abstratos.

³ Primeira lei antitruste americana, instituída em 1890.

Figure 8
Return on Invested Capital Excluding Goodwill,
U.S. Publicly-Traded Nonfinancial Firms



No contexto de um país emergente como o Brasil, cabe atermo-nos às condições de contorno *du jour*. Por aqui, empecilhos regulatórios, escassez de capital humano e uma história nacional pouco voltada à inovação, sustentam equilíbrios anacrônicos. Por sua vez, a parte vibrante e inovadora da economia, ou bem modula-se pelos oligopólios digitais do exterior, que absorvem o grosso dos lucros econômicos, ou bem encontra-se atacada por todos os lados por participantes belicamente competitivos⁵.

Nessa direção, decidimos ensaiar algumas notas teóricas para ilustrar a importância da competição na formação dos equilíbrios econômicos de diferentes indústrias. Ao estudar o passado, ganhamos algum auxílio na árdua tarefa de imaginar cenários competitivos prospectivos. Indústrias agressivamente avaliadas por investidores, no momento atual, podem muito bem terminar destruindo largas somas de capital. “Vivo para frente e compreendo para trás”⁶.

“WE CAN USEFULLY THINK OF TWO ECONOMIC REGIMES OR WORLDS: A BULK-PRODUCTION WORLD WITH LITTLE KNOWLEDGE AND OPERATING ACCORDING TO MARSHALL’S PRINCIPLES OF DIMINISHING RETURNS AND A KNOWLEDGE-BASED ECONOMY YIELDING PRODUCTS THAT ESSENTIALLY ARE CONGEALED KNOWLEDGE OPERATING UNDER INCREASING RETURNS”⁷

Empresas caracterizadas por possuírem retornos decrescentes, mas que construíram uma marca forte, vantagens de distribuição, *lobby* político bem trabalhado, entre outros elementos, ainda podem apresentar excelentes resultados ao longo do tempo.

O maior problema para essas companhias se manifesta quando, inebriadas pelo sentimento de que podem dominar o mundo, passam a perseguir obsessivamente o crescimento⁸. O otimismo humano tende a modelar o comportamento de quem cresce em uma espécie de moto contínuo, sem prestar a devida atenção às forças

⁴ Fonte: Furman, Jason; “Beyond Antitrust: The Role of Competition Policy in Promoting Inclusive Growth” (2016), <https://bit.ly/3dpLD3J>

⁵ A exemplo dos *marketplaces*.

⁶ Millôr Fernandes.

⁷ Brian Arthur, *Increasing returns and the new world of business* - <https://bit.ly/3fyLBsT>

⁸ No mundo atual de juros estruturalmente baixos, onde bps marginais de crescimento futuro fazem uma diferença enorme no *valuation* teórico da firma, o *management* das empresas é ainda mais incentivado a buscar o crescimento a qualquer custo.

competitivas que podem surgir ao longo do tempo, ou às deseconomias de escala. Crescimento com competição acirrada é indesejável, induz à diluição da composição de capital e, no limite, pode ser uma receita desastrosa que leva à alavancagem em bola de neve. Para a maior parte dos negócios tradicionais, no longo prazo, mais importante que crescimento é atuar em ambientes competitivos pouco hostis.

Em determinadas condições, no entanto, instintos imperialistas tendem a ser controlados mais tardiamente do que deveriam. O que nasce como uma saudável busca por *market share* termina, muitas vezes, em uma sangrenta batalha pela dominância.

As indústrias de Tabaco e Telecom podem ser vistas como exemplificativas dos dois polos antagônicos aqui desenhados.

“FIZ UMA DIETA RIGOROSA. CORTEI ÁLCOOL, GORDURAS E AÇÚCAR. EM 2 SEMANAS PERDI 14 DIAS”⁹

As pegadas do tabaco remontam aos primeiros habitantes do continente americano, por quem a planta era utilizada em cerimônias religiosas e rituais de passagem diversos. Porém, somente após a descoberta das Américas pelo Ocidente, a iguaria realmente deslancharia como de uso recorrente. Demoraria aproximadamente um século, a partir de sua descoberta, para que fosse popularizada e, subsequentemente, normalizada como atividade recreacional. Seguindo a crescente demanda, em 1609, o colonizador inglês John Rolfe chegaria à Virgínia e tornaria-se o primeiro produtor comercial da planta.

A partir de então, o produto ganhou a alcunha de “ouro marrom” e logo passou a ser utilizado como moeda de troca, deixando um rastro de fortuna e destruição - afinal o tabaco sempre esteve intrinsecamente ligado ao comércio escravista. Para dar um exemplo do poder da “*commodity*”, estima-se que, ao final do século XIX, os impostos sobre o tabaco chegaram a representar mais de 20% da receita total com impostos do governo federal dos EUA.

A demanda levaria outro empurrão após a Guerra Civil Americana (1865), quando o consumo artesanal, via cachimbos ou produtos mastigáveis, passou a ser substituído por cigarros. Nessa época, surge uma das primeiras inovações tecnológicas com a invenção de máquinas capazes de produzir cigarros em escala, diminuindo o custo marginal de produção e aumentando o mercado consumidor.

Como ocorre em toda ruptura tecnológica em um sistema capitalista, vem atrás um empresário para criar o modelo de negócio no entorno e tentar monopolizar a oferta. Em 1890, James Buchanan Duke adquire as licenças para o recém-inventado maquinário automatizado de manufatura de cigarros, assim concentrando ~40% do fornecimento do mercado americano de cigarros pré-enrolados. Na esteira do sucesso, Duke funda a American Tobacco Company (a culminação de uma rápida consolidação dos seus competidores embaixo de um mesmo guarda-chuva) que, em seu auge, chegaria a atingir uma participação de mercado próxima a ~90%. Dessa empresa e de alguns imbróglios que a sucederam, surge a British American Tobacco (BAT). O monopólio americano de Duke seria quebrado em 1906, na esteira do *Sherman Act*, mas seu legado ficou para a história na forma da única empresa da qual manteve controle, a BAT, até hoje uma das líderes da indústria no mercado ocidental.

A indústria de tabaco apresentou de forma consistente, por décadas, resultados significativamente elevados. Se dividirmos a bolsa global, no início do século passado, em setores, atingiria uma posição dentro do primeiro decil

⁹ Tim Maia.

de retornos, tendo enfrentado campanhas bem-sucedidas de combate ao consumo e um significativo (e justo) aumento de impostos específico ao setor. Mesmo com a indústria sendo alvejada, após décadas de um *lobby* bem-sucedido, os retornos dos investidores permaneceram elevados.

No caso da BAT, para citar um exemplo emblemático, do início dos anos 2000 até meados da última década, impostos incidentes sobre a receita saíram de já altíssimos ~54%, no início do período, para um pico de ~69% em 2016. Apesar disso, durante todo esse período, a companhia logrou crescer a receita líquida/ação em linha com a inflação do período, crescendo lucros operacionais/ação a uma taxa de ~6,5% a.a., e por toda essa extensão de tempo devolvendo aos acionistas o lucro e uns trocados a mais através do aumento da alavancagem. A resultante foi uma ação que rendeu¹⁰ ~20% a.a. em dólares entre 2000 e 2016¹¹. Nada mal para uma indústria antiquada, atacada por taxaço, *lobby*, mídia contrária e litígios bilionários¹².

Setores sem narrativas charmosas muitas vezes apresentam-se de forma interessante, uma vez que atraem menos competição. Caso clássico de uma indústria com *headline* negativo e baixo crescimento de volume que, jogada para escanteio, apresentou retornos acima da média. Ao abrir mão de uma alocação de capital excessiva para expansão, pode-se encontrar baixa competição e, de brinde, garantir um belo retorno. Principalmente em segmentos que conseguem fidelizar a base de clientes.

“INVESTING SHOULD BE MORE LIKE WATCHING PAINT DRY OR WATCHING GRASS GROW. IF YOU WANT EXCITEMENT, TAKE \$800 AND GO TO LAS VEGAS”¹³

Com intenção de apresentar um exemplo antagônico, migramos para a indústria de Telecom. Nos longínquos anos 90, esse setor representava a inovação e a esperança de um longo ciclo de crescimento.

A corrida se iniciou com as empresas obsessivamente se movendo para imprimir suas pegadas por toda parte, disputando palmo a palmo qualquer mercado, no mundo desenvolvido ou nos mercados de fronteira, onde participaram de agressivas privatizações. Quando a atratividade parece evidente e o crescimento pulsa na frente dos investidores, uma corrida maluca é iniciada e a consolidação racional se distancia.

Olhando sob a confortável lente retrospectiva, desde a abertura do setor nos anos 1990, verificou-se um festival de superestimação em todas as métricas ambiciosamente estimadas. Seja o potencial de mercado, seja a restrita capacidade de diferenciação em produtos e serviços. Difícil encontrar um *player* que conseguiu se diferenciar a ponto de afastar a competição¹⁴. A disputa se travou em uma batalha sangrenta, concentrada quase exclusivamente em descontos. Ganhou o consumidor e perderam as grandes operadoras de telecom, com seus investimentos gigantescos mal calibrados pelo sonho de um futuro brilhante e promissor.

O enredo é um livro-texto do eterno conflito entre a prudência e a ambição, do curto vs. o longo prazo, da ganância vencendo a experiência. Em um primeiro momento, houve a atração de enormes somas de capital,

¹⁰ Com o re-investimento de um *yield* de dividendos médio de ~4,5%, um crescimento do EPS de ~10,5% a.a. e um *re-rating* durante todo período de 17x lucro-2001 para 24x lucro-2017.

¹¹ Esse período abarca um ciclo longo pré-datando o *derating* forte das ações de tabaco ao longo dos últimos 4 anos, fruto de uma série de fatores, dentre os quais o advento do ESG que ostraciza as ações do setor, além dos temores competitivos relacionados à indústria de vaporizadores de nicotina. Porém, apesar do movimento recente, de 2000-2020, a TIR de um investidor da BAT ainda teria sido ~16,5% a.a. em dólares.

¹² Como o *Tobacco Master Settlement Agreement* de 1998, por exemplo.

¹³ Paul Samuelson, renomado economista norte-americano.

¹⁴ Até o exemplo extremamente recente, e ainda não comprovado, da Jio Telecom, na Índia.

seguida por uma competição ferrenha por *market share* depois que o custo fixo já havia sido empenhado¹⁵, passando pela natural busca por alavancagem financeira que visava compensar retornos medíocres, finalizando com uma quebra maciça de diversos atores e a derradeira ajuda governamental para impedir a ruptura dos serviços essenciais.

No caso da Verizon, um dos principais *players* do mercado americano, vê-se que a empresa cresceu sua receita/ação aproximadamente em linha com a inflação, entre 2004 e 2020¹⁶, a despeito do fato de ter alocado somas relevantes de capital ao longo de todo período¹⁷. Nessa direção, o lucro/ação cresceu ~3% a.a., em média, entre as datas em questão, enquanto a empresa pagou um *yield* médio de dividendos de ~4,5%. Talvez a mais bem sucedida entre as *large wireless carriers* do Ocidente, operando em um mercado menos regulado que a média, em um país com instituições sólidas e pouca intervenção estatal, a companhia obteve um retorno medíocre em quase todos os ciclos, tanto em termos absolutos quanto relativos.

Para efeitos comparativos, a história das estatais europeias é ainda mais nefasta. A Deutsche Telekom, no mesmo período, gerou uma TIR para o investidor de ~3% a.a. nominal.

“IT IS JUST AS FOOLISH TO COMPLAIN THAT PEOPLE ARE SELFISH AND TREACHEROUS AS IT IS TO COMPLAIN THAT THE MAGNETIC FIELD DOES NOT INCREASE UNLESS THE ELECTRIC FIELD HAS A CURL. BOTH ARE LAWS OF NATURE”¹⁸

O jogo da geração de valor no longo prazo está intrinsecamente ligado ao nível de competitividade dentro de um determinado setor. Obviamente existe alguma correlação dessa variável com o número de *players* atuantes, mas, isoladamente, essa não é a chave única para que se possa efetuar algum julgamento.

A Microeconomia já refletiu profundamente sobre alguns desses temas, demonstrando a dificuldade de um equilíbrio ser alcançado em forma de cartel. Por mais desejável que seja essa situação, os instintos primitivos relacionados à ganância de curto prazo, em um jogo repetido sem que haja expectativa de término¹⁹, recorrentemente levam à quebra da cooperação e à disputa desenfreada por *market share*. O efeito da traição de um dos *players*, geralmente por uma falha de alinhamento ou um ímpeto precipitado, pode criar uma ressonância negativa longa²⁰.

Os alinhamentos, a estrutura competitiva do setor e a governança dos protagonistas, se refletidas *ex-ante*, auxiliam na criação de uma matriz dos supostos equilíbrios de longo prazo. Modelos de remuneração, *ownership*, número e racionalidade dos *players* e o grau de proteção vis-à-vis aos produtos substitutos são características valiosas para reflexões substantivas.

Nos dias atuais, a obsessão dos agentes por uma narrativa de precificação agressiva dos ativos no curto prazo, que de forma reflexiva se transforma em vantagem competitiva via *M&A* e captura de talentos, tornou-se outro ingrediente fundamental para explicar os rumos econômicos de determinadas indústrias.

¹⁵ No caso específico em questão, não se pode esquecer da tentativa pouco fundamentada de domínio global de diversos dos *players* do setor: Deutsche Telekom comprando a VoiceStream, atual T-Mobile, nos EUA; Telefónica desbravando território na América Latina; Vodafone ampliando sua presença globalmente, entre vários outros exemplos. Para mais, ver: <https://on.ft.com/39yHJVC>

¹⁶ Partimos de 2004 por limitações relacionadas a bases de dados confiáveis.

¹⁷ Tendo efetuado, inclusive, uma gorda aquisição da fatia de ~45% que a Vodafone detinha na Verizon Wireless em 2014.

¹⁸ John Von Neumann, renomado matemático húngaro.

¹⁹ E que exige uma cooperação silenciosa para que seja sustentado o conluio.

²⁰ A famosa estratégia *tit-for-tat* da teoria dos jogos.