

# MARKETS ST.

EDIÇÃO Nº18 | OUTUBRO 2017

Liga de Mercado Financeiro FEAUSP, InFinance INSPER, Consultoria Júnior de Economia FGV e Poli Finance

## A ERA DOS BITCOINS



A criptomoeda que pode revolucionar o sistema de pagamentos sob um futuro ainda incerto



ENTREVISTA COM  
EDUARDO ALCALAY

CHINA

ABERTURA COMER-  
CIAL DO BRASIL

TRIBUTAÇÃO DE  
DIVIDENDOS

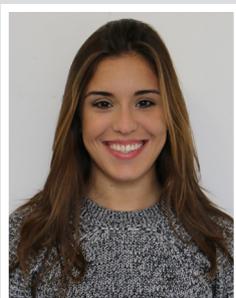
ECONOMIA E  
POPULARIDADE  
POLÍTICA

# Realização



# Equipe

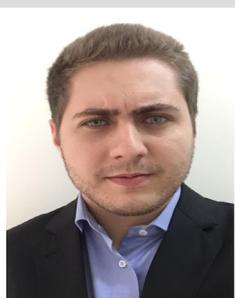
Marcella Cassemiro  
Contabilidade - FEA USP



Leonardo Proença  
Economia - FEA USP



Gabriel Teodoro  
Engenharia Elétrica - POLI USP



Gabriel Vieira  
Economia - FGV



Giovanna Pergher  
Administração - Insper

# Índice



EDITORIAL	4
A CULPA É DOS CHINESES?	5
DIGA-ME COM QUEM ANDAS E TE DIREI QUEM ÉS	8
COMO SURTIU A PRIMEIRA ORGANIZAÇÃO BANCÁRIA - E COMO ELA TERMINOU EM CINZAS	10
COMPRA DE CRÉDITOS E FINANCIAMENTO EM RECUPERAÇÕES JUDICIAIS	11
DESALINHAMENTO ENTRE A DEMOCRACIA REPRESENTATIVA E A ECONOMIA GLOBALIZADA	12
MERCADO DE CRÉDITO: ENTRE TRANCOS E BARRANCOS	13
CARRO AUTÔNOMO: O SMARTPHONE DO AUTOMOBILISMO	14
OS EFEITOS DA CRISE DE 2008 AO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL E GLOBAL, QUASE UMA DÉCADA DEPOIS DO CHOQUE	15
ECONOMIA E POPULARIDADE POLÍTICA	16
A CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA NO BRASIL E O FUTURO DOS SERVIÇOS AO CONSUMIDOR	17
OS HÁBITOS DE INVESTIMENTO ESTÃO SE ALTERANDO NO BRASIL?	19
O TRIÂNGULO NÃO TÃO AMOROSO: FUSÕES, AQUISIÇÕES E O ESTADO	20
O ANO DOS IPOS	21
CRÍPTOMOEDAS, BLOCKCHAIN E ICO	22
ESPECIAL BTM - BLOCKCHAIN: A TECNOLOGIA POR TRÁS DO BITCOIN	24
BITCOIN: VOLATILIDADE E RISCOS DA CRÍPTOMOEDA	25
ENTREVISTA COM EDUARDO ALCALAY	26
DIVIDENDOS: A FÓRMULA MÁGICA PARA SONEGAR DENTRO DA LEI?	30

## Edição

LEONARDO PROENÇA - FEA USP

MARCELLA CASSEMIRO - FEA USP

## Redação

RICARDO JOSÉ FONTES  
LEONARDO PROENÇA  
MARCELO HAMBURGUER  
ANTONIO PENIDO  
MARCOS COUBE  
WILSON PEREIRA ROCHA JUNIOR  
SAMUEL ZANCRA  
GUSTAVO GROFF  
GABRIELA DIAS  
BRUNO BETENSON  
GABRIEL KON  
JOÃO FILIPE FRAGOSO  
HENRIQUE MOREIRA RIZZOLLI  
PEDRO GARRIDO  
GABRIEL AULER  
RUBENS TERRA  
VICTOR NATAL  
PEDRO MENDONÇA  
FRANÇOIS BORIS

MARKETS ST

# Editorial

A toada da Décima Oitava edição da Markets St é olhar para o futuro. Nestas páginas, buscamos nos questionar a respeito do que nos espera em diversos setores. A política externa do Brasil ameaça tomar outros rumos, o mercado de trabalho vem se transformando rapidamente e a chegada da era das criptomoedas é posta em cheque. Esperamos, acima de tudo, que o público fique intrigado.

E também inspirado. A entrevista desta vez é com Eduardo Alca-lay, CEO das operações no Brasil do Bank of America Merrill Lynch. Em uma conversa concedida aos nossos realizadores, Eduardo nos conta sobre sua carreira e como lidou com seus maiores desafios.

Como não poderia deixar de ser, agradecemos a parceria da Thomson Reuters, que continua a imprimir nossa revista. Além disso, somos gratos à BTM&Co, escola de negócios que segue compartilhando suas visões conosco.

Aproveitem a leitura!

Equipe Markets St.



Consultoria Júnior de Economia  
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS





## A culpa é dos chineses?

O aumento do comércio global e o movimento de globalização intensificado na década de 1990 foi seguido, à época, por diversas teorias propostas por economistas de que o ganho gerado pelo comércio era benéfico em geral. Apesar de haver ganhadores e perdedores, o agregado das economias seria maior que as perdas. Contudo, diversos desses teóricos se veem hoje frente a evidências de forte aumento da desigualdade, pondo em cheque, à primeira vista, a ideia de que o aumento da desigualdade gerado pelo comércio seria insignificante em países desenvolvidos devido ao ganho conjunto da economia.

O nível de desigualdade aumentou consideravelmente entre trabalhadores com e sem ensino superior nos EUA e, em menor proporção, na União Europeia. Economistas como Paul Krugman<sup>1</sup> estimam que essa diferença de renda média aumentou de cerca de 4,8% para 6,9% entre 1995 e 2006. David Autor<sup>2</sup> vê o *gap* do valor presente dos ganhos entre essas categorias se expandindo em cerca de um quarto de milhão de dólares entre 1965 e 2010 tanto para homens quanto para mulheres nos EUA (Gráfico 1). Contudo, há divergências quanto às origens dessa desigualdade. A dúvida é se elas residem em maior parte no comércio entre países ou no avanço tecnológico.



**RICARDO JOSÉ FONTES**

Economia  
FEA USP

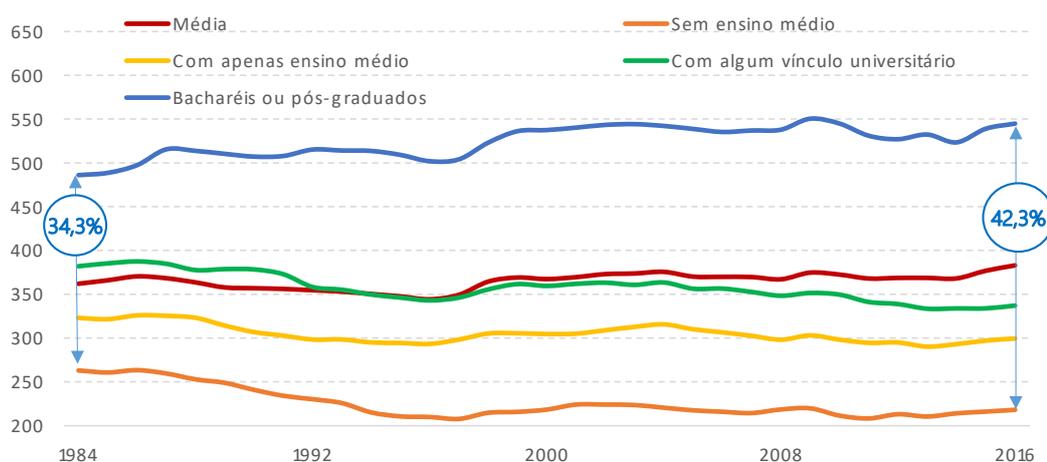


Gráfico 1

Krugman, antes forte defensor do comércio internacional, vê o impacto da China no comércio internacional, principalmente após 2001, com sua entrada na OMC, como um forte motivo do aumento dessa desigualdade, principalmente nos EUA<sup>3</sup>. Sob esse ponto de vista, houve forte

1 THE ECONOMIST. Krugman's conundrum: The elusive link between trade and wage inequality. Disponível em: <http://www.economist.com/node/11050137>. Data de acesso: 16 de jun. 2017.

2 MIT NEWS. Q&A: David Autor on inequality among the "99 percent". Disponível em: <http://news.mit.edu/2014/qa-david-autor-inequality-among-99-percent-0522>. Data de acesso: 16 de jun. 2017.

3 THE ECONOMIST. Op. Cit. Nota 1.

tendência de substituição de manufaturados com produção antes nacional por produtos de menor custo e crescente qualidade produzidos na China. Isso teria aumentado o desemprego entre trabalhadores com menor capital humano agregado de forma mais duradoura – e a abertura comercial seria a justificativa disso. Nessa ótica, o comércio internacional pode não ter tido ganhos efetivos agregados frente às perdas que causou.

Entretanto, a análise não compõe objeto de estudo completo. Como o próprio economista pontua, os resultados são inconclusivos, devido à falta de dados que mostrem o quanto do trabalho manual sem especialização foi efetivamente substituído por mãos chinesas. Devemos considerar que diversos produtos contam com parte da produção intensiva em especialização e outra menos intensiva em capital humano, como é o caso de computadores, em que parte que não demanda alto conhecimento técnico e outra que dele depende. Além disso, o ponto de Krugman não aborda suficientemente a questão tecnológica, contemporânea à globalização: quanto seria perdido de emprego frente ao avanço tecnológico e substituição de mão-de-obra por máquinas caso a produção continuasse nos países desenvolvidos, em especial nos EUA, onde o processo foi de maior intensidade?

Do outro lado da discussão estão estudos de economistas como David Autor e Daron Acemoglu, que apontam para outras direções. O primeiro questiona principalmente a subestimação dos custos de ajuste - e consequentemente a ausência de políticas para resolvê-los - decorrentes do comércio como principal causa para o aumento da desigualdade<sup>4 5</sup>. Mas não o comércio por si só, que para ele gera ganhos agregados ao consumidor via queda de preços, apesar de gerar atritos já conhecidos pela teoria econômica. Comparando o impacto da substituição de produções domésticas por chinesas nos EUA com outros desenvolvidos, Autor verifica efetivamente o direcionamento do trabalho manufaturado de baixo capital humano agregado para o país asiático em nível mundial, de acordo com o que seria esperado pela teoria econômica.

4 FEDERAL RESERVE BANK OF MINNEAPOLIS. Interview with David Autor: MIT economist on tech, trade & job markets, how Chinese imports affect U.S. politics & family structure, and the Janus-faced gig economy. Disponível em: <https://www.minneapolisfed.org/publications/the-region/interview-with-david-autor>. Data de acesso: 16 de jun. 2017.

5 AUTOR, David H.; DORN, David; HANSON, Gordon H. The China Shock: Learning from Labor-Market Adjustment to Large Changes in Trade. Disponível em: <http://www.ddorn.net/papers/Autor-Dorn-Hanson-ChinaShock.pdf>. Data de acesso: 17 de jun. 2017.

Contudo, diferentemente do que se esperava nas projeções feitas no último decênio do século XX, que previam trabalho sem especialização se direcionando para outros setores, o emprego foi perdido estruturalmente, transformando-se em saída efetiva da força de trabalho ou desemprego de longa data. Como consequência, houve queda na renda real média de trabalhadores não especializados de forma intensa. Isso, segundo D. Autor, ocorreu sobremaneira nos EUA por ausência ou insuficiência das políticas estatais de amparo ao desemprego em comparação a outros países europeus. Em paralelo, aumentava-se a possibilidade de substituição do trabalho pela tecnologia, caso fosse mantida a produção dentro do país. Com maior desemprego estrutural e consequente renda mais baixa para trabalhadores com apenas ensino básico ou médio completos, há aumento do prêmio pela educação superior.

Daron Acemoglu, por outro lado, aborda de forma mais profunda a mecanização. Este afirma que, para além dos incentivos institucionais à educação superior vistos desde a década de 1970 nos EUA, o avanço tecnológico teria ocorrido com o que ele chama de *skill-bias* – predominância de inovações que privilegiam a produtividade média do trabalho especializado<sup>6</sup>, em detrimento aos não especializados. Nesse modelo, a tecnologia avançaria de forma endógena buscando a maximização de lucro. Diferentemente do século XIX, onde a tecnologia avançou de forma a substituir o trabalho especializado de artesãos e não se verificou o prêmio por especialização – i.e. tecnológico sem *skill-bias* - nas últimas décadas, as oportunidades de maximização do lucro se viam na maior possibilidade de produtividade do trabalhador especializado com apoio de novas tecnologias. A maior produtividade aumentaria os salários relativos dos trabalhadores especializados e, dado o aparecimento de oportunidades de aumentar essa produtividade via tecnologia de forma escalar, endogenamente e de forma retroalimentadora; o salário relativo dessa categoria aumentaria. Além disso, apesar de ocorrer paralelamente a incentivos estatais que geravam forte aumento do número de trabalhadores especializados, criou-se um cenário onde o prêmio pela educação superior se intensificou, ao invés de reduzir, com maior oferta de trabalhadores especializados.

Para além disso, segundo o economista, o caráter de automação verificado em diversas tecnologias nas últi-

6 ACEMOGLU, Daron. Technology and Inequality. Disponível em: [http://www.nber.org/reporter/winter03/technologyandinequality.html#N\\_13](http://www.nber.org/reporter/winter03/technologyandinequality.html#N_13). Data de acesso: 16 de jun. 2017.

mas décadas contribui para substituição permanente do trabalho via emprego de robôs substituindo trabalho manual. Isso reduz a razão de trabalhadores empregados sobre a população em cerca de 0,18 a 0,34<sup>7</sup>. Ao mesmo tempo, outras mudanças organizacionais do mercado de trabalho – dada endogeneidade do modelo – tornam mais lucrativo focar recursos em recrutamento de especializados no lugar de não-especializados, pois com estes ainda haveriam custos de treinamento<sup>8</sup>. Consequentemente, diminuiria a demanda por trabalhadores especializados, reduzindo seu salário mediano. Tudo isso corrobora a diminuição relativa dos salários medianos de trabalhadores de baixo capital humano agregado frente à mediana do salário de trabalhadores especializados.

O ponto de vista de Acemoglu sobre endogeneidade da tecnologia pode ser complementado pela análise baseada em um modelo de crescimento endógeno de longo prazo com microfundamentação quanto a setores de produção e pesquisa, proposta por Paul Romer em 1990<sup>9</sup>. No modelo, a economia seria dividida em três setores: um de produção de bens finais, um de bens intermediários e outro de pesquisa. Este venderia o direito de produção, isto é, a patente, para um tipo de capital específico intermediário, que seria utilizado junto a outros capitais intermediários na produção do bem final. Pesquisas e invenções gerariam oportunidade para o setor intermediário vender monopolisticamente seus capitais para o setor de bens finais.

A oportunidade de lucros monopolísticos incentivaria a criação de novas tecnologias, e as políticas antitruste teriam de mudar os incentivos à inovação negativamente via mercado de patentes. O incentivo tecnológico de maximização de lucro através do ganho gerado por patentes é de caráter monopolista e concentrador de renda em um determinado setor produtivo intermediário ao contribuir de duas formas para forte aumento da desigualdade inter-setorial na economia: tanto aumentou a remuneração do trabalhador especializado pela evolução acelerada de tecnologias de setores de alta especialização, quanto diminuiu a remuneração do trabalhador não especializado através da substituição pela máquina. Isso teria ocorrido devido

ao acelerado avanço de tecnologia em setores nascentes de alta especialização nas últimas décadas, como de computação e automação, de caráter *skill-biased* conforme verificado por Acemoglu, substituindo fatores de baixo capital humano agregado.

Considerando as proposições acima, pode-se concluir que a forte atuação da tecnologia e, no caso dos EUA, e a ausência de políticas ativas governamentais foram os principais causadores do desenvolvimento adverso da distribuição de renda dentro de países.

Proposições sobre a abertura do comércio como única razão do aumento da desigualdade são incompletas, visto que houve menor destruição de empregos em países europeus expostos ao mesmo choque de comércio com países como a China, principalmente devido às ativas políticas de reinserção do trabalhador no mercado de trabalho e expressivo auxílio ao desempregado nestas nações - como demonstrado por David Autor. Considerações sobre a tecnologia e incentivos institucionais à inovação *skill-biased* e com interesses monopolísticos explicam de maneira mais satisfatória o movimento global de aumento da desigualdade de renda entre os trabalhadores especializados e os sem ensino superior, ao mostrarem que a destruição efetiva de vagas ocorria pelo avanço da automação em ritmo bastante acelerado.

À luz dessas proposições e evidências apontando para um papel decisivo de instituições ao reinserir o trabalhador no mercado de trabalho, podemos argumentar a necessidade de fortalecimento e eficiência de benefícios e amparos ao desempregado no curto prazo, para assim diminuir os custos da abertura comercial e realocar a força de trabalho - a fim de evitar aumento vertiginoso da desigualdade dentro de economias avançadas, como afirmam Dix-Carneiro<sup>10</sup> e David Autor -, e propor políticas que busquem uma maneira ótima equilibrar incentivos à inovação. No longo prazo, dado o movimento ainda forte em direção à globalização, o mais benéfico para nações desenvolvidas é buscar maior incentivo à educação superior, de forma a se utilizar dos benefícios de vantagens comparativas existentes entre países desenvolvidos e o resto do mundo.

7 ACEMOGLU, Daron; RESTREPO, Pascual. Robots and jobs: Evidence from the US. Disponível em: <http://voxeu.org/article/robots-and-jobs-evidence-us>. Data de acesso: 16 de jun. 2017.

8 Op. Cit. Nota 6.

9 ROMER, Paul M. Endogenous Technological Change. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~promer/Endogenous.pdf>. Data de acesso: 18 de jun. 2017.

10 DIX-CARNEIRO, Rafael. The dynamics of labor market adjustment to trade liberalization. Disponível em: <http://microeconomicinsights.org/the-dynamics-of-labor-market-adjustment-to-trade-liberalization/>. Data de acesso: 16 de jun. 2017.



**LEONARDO  
PROENÇA**

Economia  
FEA USP

## Diga-me com quem andas e te direi quem és

Que o Brasil precisa de reformas profundas para superar a maior crise de sua história, todos sabem. No centro das discussões estão as reformas Trabalhista e Previdenciária, que vêm recebendo grande atenção da mídia, por lidarem com assuntos sensíveis aos brasileiros. Entretanto, o mesmo holofote não é partilhado por outra reforma primordial para que o Brasil retome uma trajetória de crescimento sustentável: a abertura comercial e inserção do país nas grandes cadeias globais de produção.



Recentemente, o Brasil foi alvo de críticas da Organização Mundial do Comércio precisamente por ser um país fechado ao longo de sua história. Ainda que os representantes brasileiros tenham diminuído o peso do parecer da Organização, dados do Banco Mundial de 2015 o corroboram. A entidade apurou que a participação do comércio externo no PIB do Brasil é de apenas 27%, um número baixo se comparado aos outros membros do BRICS. A China apresenta índice de 40%, a Índia, 42%, a Rússia, 49%, e a África do Sul surpreendentes 72%.

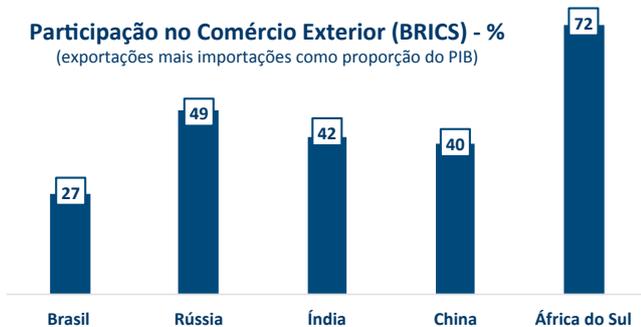


Ministro das Relações Exteriores, Aloysio Nunes. Foto: Marcelo Scarpis

A possível entrada do Brasil na **OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico** - representaria um incentivo para mudar esse quadro. Nas palavras de seu secretário geral, Angel Gurría, a entidade promove um fórum onde governos podem comparar e trocar experiências políticas, identificar boas práticas e incentivar certas condutas e decisões; buscando resolver problemas comuns e impactar o bem-estar social e econômico desses países. Dela fazem parte as economias mais avançadas do mundo, sendo que nos únicos latino-americanos membros, México e Chile, o comércio externo representa 73% e 60% do PIB, respectivamente.

Um dos principais motes da Organização é a defesa de mudanças institucionais em seus países membros, para garantir maior competitividade, inovação e produtividade. Para ser membro pleno do grupo é necessário enviar um pedido formal, como fez o Brasil, e aguardar que seus atuais integrantes discutam internamente a possibilidade e elaborem um guia de medidas às quais os candidatos devem se adequar condicionalmente à sua aprovação. O processo dura em média três anos, desde o pedido até a entrada efetiva.

**Participação no Comércio Exterior (BRICS) - %**  
(exportações mais importações como proporção do PIB)



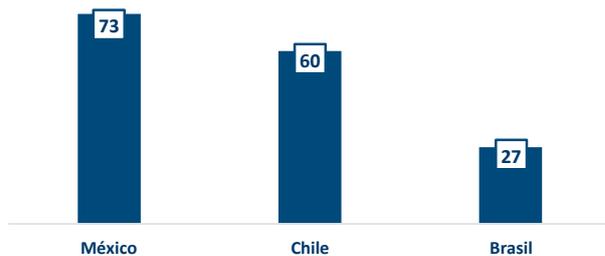
O Brasil deu início ao processo de entrada na Organização, em carta assinada pelos ministros Aloysio Nunes - das Relações Exteriores - e Henrique Meireles - da Fazenda -, afirmando que “aproximar-se da OCDE é parte de uma estratégia mais ampla para consolidar caminho rumo ao desenvolvimento sustentável e inclusivo.” O país, como parceiro-chave do grupo, já participa - sem poder de decisão - de 23 comitês e está em conformidade com muitas das normas recomendadas pela entidade. Contudo, o governo brasileiro terá que se dispor a sanar alguns problemas já conhecidos. A organização aponta que os principais desafios para a administração pública brasileira estão na superação de gargalos de infraestrutura, na melhoria da política tributária, na redução da burocracia e da corrupção, no aumento da transparência e no fomento à inovação através de políticas educacionais. Claramente, nada que prejudicaria o país.

Ainda que não seja a solução para todos esses embaraços, a entrada na Organização pode significar aumento da pressão externa sobre o Brasil para que melhore suas políticas internas. Além disso, significaria um alinhamento com as medidas de defesa do livre mercado que são promovidas por ela. Novos dispositivos legais que restaurem a confiança nos mercados podem contribuir para a redução do risco financeiro e consequente atração de investimento estrangeiro em meio a um quadro grave de recessão. O Brasil já demonstrou esse interesse quando pediu adesão ao Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais, que facilita a entrada e saída de capitais estrangeiros no país.

Um peso estratégico pode ser dado à entrada no grupo, visto que o Brasil faria parte da OCDE, dos BRICS e do G-20. Cumprindo com os padrões da Organização, as possibilidades de acordos multilaterais podem aumentar, uma vez que seríamos o maior mercado emergente com governança e legislação econômica compatíveis aos moldes exigentes da OCDE. Como resultado da abertura comercial, alguns setores industriais podem ter seu desenvolvimento acelerado pela maior participação brasileira nas cadeias de produção, visto que até hoje “proteger a indústria nacional da concorrência externa” nada fez de concreto para que esse setor crescesse sustentavelmente num contexto de globalização como o atual.

Apesar de a entrada do Brasil na OCDE ser corroborada por seu histórico de participações como não membro, ela pode ser dificultada por alguns fatores. A

**Participação no Comércio Exterior (LATAM) - %**  
(exportações mais importações como proporção do PIB)



crise política pela qual o país passa é um dos principais, ao reforçar o quadro de incertezas. Ademais, a medida pode sofrer algum combate por parte daqueles que consideram que a aproximação do Brasil ao “clube dos países ricos” não passa de “entreguismo” e representa uma “ameaça à soberania nacional”. Sem embargo, essas críticas são fundamentadas na defesa de uma cultura burocrática que só atrapalha o desenvolvimento do país. As mudanças necessárias adequariam a legislação brasileira a modelos que deram certo em países com vasta reputação quando o assunto é desenvolvimento econômico.

Externamente, o processo ainda se encontra travado pela posição reticente de alguns países, como Israel e Estados Unidos. Este último teme que a OCDE vire uma “ONU da Economia”, como relatam fontes jornalísticas. A relutância destes e outros membros do grupo pode ser explicada pelo fato de que não só o Brasil enviou pedido de entrada, mas também Argentina, Peru, Romênia, Bulgária e Croácia. A negociação simultânea da entrada de vários países pode atrasar pautas de maior urgência para a Organização, o que motivou o adiamento do início das discussões, que teria ocorrido no dia 12 de julho, mas foi postergado para o dia 25 de setembro, conforme apurou o Jornal Valor Econômico.

A possível entrada do Brasil na OCDE representa uma guinada na política externa do país, antes focada na relação com os países em desenvolvimento. Agora, tentando aproximar-se dos países desenvolvidos, o Brasil busca mostrar-se minimamente comprometido às tendências mundiais, o que pode ser benéfico para a retomada da classificação de risco do país. Não restam dúvidas de que há muito ainda a ser feito e que as instituições nacionais estão abaladas, mas qualquer passo na direção do desenvolvimento deve ser visto com bons olhos. ■



# Como surgiu a primeira organização bancária - e como ela terminou em cinzas

**MARCELO HAMBURGER**

Engenharia de Produção  
POLI USP



A primeira organização privada bancária não foi criada para atender ao seu atual e determinado fim. Em sua origem, consistia em um exército transnacional religioso, cujos guerreiros eram monges que haviam feito votos de pobreza, renunciando aos bens que possuíam. A transformação, evolução e fim desse exército, conhecido na história como a Ordem dos Cavaleiros Templários, trazem diversas lições e paralelos com a atualidade, tornando-se objeto peculiar e interessante de estudo.

Em 1119, pouco depois da Primeira Cruzada, os Cavaleiros Templários foram criados com o objetivo de proteger peregrinos em suas viagens, visto que um grande número de católicos desejava visitar Jerusalém. A viagem, entretanto, era muito perigosa. Diversos reis, duques, condes e outros nobres, buscando satisfazer a Igreja, que detinha grande poder político na época, e movidos por sua religiosidade, passaram a fazer enormes doações para a Ordem, principalmente de terra. Além disso, os novos membros, ao realizarem seus votos de pobreza, doavam tudo que possuíam para a Ordem. Assim, os Cavaleiros Templários se tornaram ricos e detentores de grandes propriedades de terra por toda Europa Ocidental e parte do Oriente Médio. Além disto, por determinação do Papa, a Ordem era isenta de impostos, contribuindo para o acúmulo de riquezas desta.

Os Cavaleiros Templários, desta forma, tornaram-se guerreiros de elite, lutando nas Cruzadas e na Reconquista Ibérica. Paralelamente, desenvolveu-se uma atividade até então desconhecida: a atividade bancária. Os peregrinos precisavam de recursos suficientes para pagar os custos de viagem e, ao mesmo tempo, evitar carregar muito dinheiro, já que a viagem continuava sendo muito perigosa. Assim, os Cavaleiros desenvolveram um sistema no qual o peregrino deixava seu dinheiro com a Ordem, em seu determinado local de partida e, em troca, recebia cartas que permitiam a posterior retirada do dinheiro com outros Cavaleiros Templários. Deste modo, criou-se, como consequência das necessidades dos peregrinos, o primeiro sistema privado de crédito.

Além de tais serviços de transferência de dinheiro, os Cavaleiros Templários passaram a realizar acordos de venda de terras, depósito de bens em cofres e empréstimos. Todas essas atividades conferiram à Ordem grande poder político. Esse poder é evidenciado pelo fato de que, mesmo com a proibição da usura pelo Catolicismo, os Cavaleiros puderam continuar com suas atividades. Além disso, foram proprietários até mesmo de todo o Chipre.

Essas cartas de crédito dos Cavaleiros Templários obtiveram um destino surpreendentemente moderno: tornaram-se uma forma de moeda. A população passou a trocar serviços por tais cartas, que circulavam como um cheque. Aproveitando-se de tal fato, em épocas de colheitas ruins, os Cavaleiros executavam a hipoteca e tomavam as propriedades, adquirindo, desta forma, mais terras. Pode-se ressaltar também que os Templários passaram a emitir mais cartas e empréstimos do que o valor que tinham depositado, colocando em uso uma das principais bases do sistema bancário moderno.

Apesar deste enorme poder financeiro obtido pelos Cavaleiros, nem tudo correu tão bem ao longo dos anos. A partir de 1180, a Ordem foi derrotada em importantes batalhas nas Cruzadas, perdendo Jerusalém e, conseqüentemente, a grandiosa fama de tropa de elite. Em 1300, os católicos foram definitivamente expulsos da Terra Santa. Tal fato, atrelado à reputação prejudicada da Ordem, motivou as principais forças políticas europeias a não apoiarem mais os Templários.

Foi diante desse contexto de instabilidade que uma das mais poderosas organizações em termos políticos, militares e econômicos da época encontrou seu súbito fim. O Rei francês Filipe IV havia tomado grandes empréstimos dos Cavaleiros e, além disto, arcava com problemas de renovação de suas reservas, não conseguindo liquidar suas dívidas com a Ordem. Filipe temia que a ela tentasse tomar parte de seu território, a fim de formar um estado próprio independente, já que os Cavaleiros haviam se tornado um exército sem terras. Devido a tais fatores, em outubro de 1307, Filipe ordenou a prisão de diversos membros franceses dos Cavaleiros Templários. Estes, torturados, foram obrigados a “confessar” heresias. Muitos ainda foram queimados vivos em praça pública.

A população de Paris se revoltou contra a Ordem e o escândalo se espalhou pela Europa. O Papa Clemente ordenou, então, que todos os monarcas cristãos executassem a prisão de todos os Cavaleiros Templários e o confisco de suas respectivas propriedades. Em 1312, o

Papa declarou o fim da Ordem dos Cavaleiros Templários.

Considerando o destino dos Templários, outras ordens, como os Cavaleiros Hospitalares, principiantes no ramo das atividades bancárias, desistiram destas e passaram a buscar dinheiro de outras formas. Assim, a atividade bancária sofreu significativo recuo.

É inegável que a Ordem foi precursora da atividade bancária contemporânea. Sistemas de depósito, de crédito, empréstimos, transações e emissão de cheques que superam o valor real, utilizados na época em questão, ainda são práticas comuns na atualidade.

Desta história, retiram-se os traços e características de tal organização. Devido ao controle total do sistema financeiro da Europa Ocidental pelos Templários, estes obtiveram o domínio sobre Chipre e estiveram entre os mais poderosos do mundo. Esse “monopólio bancário” garantiria a supremacia de determinado grupo. Sem a intervenção e manipulação política do Rei Filipe, seria cada vez mais difícil detê-los. No entanto, as ações interventivas de Filipe causaram retrocessos na economia que durariam séculos. Desta forma, o sistema bancário mostra-se, desde sua origem, instrumento de soberania e controle, passível de intervenções que podem alterar todo o curso da economia vigente. ■

## Compra de Créditos e Financiamento em Recuperações Judiciais



**ANTONIO  
PENIDO**

Administração  
FGV

Muito se sabe acerca do caos político que o Brasil vive nos últimos anos, com diversos casos de corrupção, indiciamento de políticos e até mesmo o impeachment de uma Presidente da República. Não bastasse esses problemas, o país também se encontra em uma crise econômica devido à diminuição do consumo, dos investimentos diretos e à retração do crescimento. Aliado a esse fator, houve enfraquecimento do mercado de crédito no país, cujas taxas básicas de juros estão entre as maiores do planeta.

Quem sai prejudicado, de fato, dessa sucessão de problemas são as empresas da economia real, que têm suas receitas diminuídas e o crédito dificultado, precisando decretar recuperação judicial ou até mesmo a falência. O que poucos sabem é que, nos casos de recuperações judiciais, os passivos das companhias podem se tornar uma oportunidade de negócio.

Até os dias atuais, grandes empresas do país, como a Oi, de telefonia móvel, a Parmalat, de leite e derivados, e a OAS, da construção civil, entraram no processo de recuperação. De acordo com dados do Serasa Experian, 1.863 pedidos de recuperação foram feitos no país somente em 2016. Nesse contexto, surgem as oportunidades de investimento através dos “*distressed assets*”, ou ativos podres, que são fundos (alguns de Private Equity) ou operações especializadas em ativos depreciados de elevado risco de uma companhia que tem um bom negócio e passou por dificuldades financeiras.

A mais interessante forma desse tipo de investimento está na compra de títulos de um banco contra a empresa investida (passivo da empresa em recuperação), com um deságio, de maneira a interferir no plano

de recuperação judicial, convergir o crédito em Equity ou vendê-lo futuramente com ágio na operação. Para os bancos que vendem os créditos, considerados podres, o benefício dessa operação consiste no fato de que o valor com deságio, ao entrar no caixa, já está tributado pelo período fiscal anterior, uma vez que foi lançado como Provisão para Devedores Duvidosos (PDD) e configurou-se como prejuízo.

No âmbito da recuperação judicial, existe um tipo de financiamento específico para as companhias, chamado de “DIP Financing”. Essa modalidade é largamente utilizada no exterior e ganhou relevância no Brasil com a Nova Lei de Recuperações Judiciais. Sancionada em 2005, a Lei no 11.101 inspirada no “Chapter 11”, a lei federal de falências dos Estados Unidos, se insere no espaço das antigas “concordatas” e facilita a continuidade das empresas. Nesse tipo de investimento, o prestador de recursos ganha o “superprivilégio” de não participar em um eventual concurso de credores, caso a empresa em recuperação não consiga se reerguer. Ou seja, na liquidação forçada da empresa, a instituição financeira que emprestou capital para a companhia tem direito de receber antes dos outros credores.

Neste ano, o país tem mostrado leves sinais de retomada do crescimento. Com a recente aprovação da reforma trabalhista, as reformas tributária e previdenciária em curso e as diminuições da taxa de juros, o mercado mostra sinais de ânimo. Assim, por mais que diversas empresas estejam passando por problemas financeiros, o investimento em seus passivos ou ativos podres continua sendo uma oportunidade para os fundos “*distressed*” que queiram apostar em uma boa gestão e na retomada do crescimento das companhias. ■

# Desalinhamento entre a Democracia Representativa e a Economia Globalizada



MARCOS  
COUBE

Administração  
FGV

A globalização é um termo usado de diversas maneiras, sem um consenso exato sobre como o fenômeno deve ser explicado. Após a década de 70, novas tecnologias e instrumentos permitiram a “deslocalização” de empresas e a interconexão da produção, unificando os mercados, sobretudo o financeiro. Ocorreu assim a concentração dos centros de criatividade e a dispersão em massa da produção, em busca de “maximizar os fatores de produção” através do mundo. Sem dúvida, essa intensificação produziu o crescimento da produtividade em geral, da massa de capitais no mundo e possibilitou a redução da pobreza. Porém, nos últimos anos, a distribuição desses ganhos foi muito desigual entre os países pobres e ricos, e também dentro deles, o que tem alertado muitos. Uma maior dificuldade global do controle nacional de decisões pela concentração de poder nos polos criativo, produtivo e bancário pode estar ligada à tendência de deslegitimação dos partidos políticos e outras formas de coesão.

A falta de engajamento público moderna é facilmente percebida e comprovada por diferentes indicadores usados pela ciência política. Para começar, a média do comparecimento às eleições nos países em que o voto é facultativo vem caindo drasticamente, junto com a filiação partidária. Consequentemente, partidos são forçados a outra forma de suporte financeiro, como corporações. A queda da confiança nos políticos pela população também atesta a suspeita de que a crescente aproximação com o setor privado afeta a justiça dos sistemas político partidários. Sendo assim, o interesse público pela política decaiu. Uma conclusão possível é que o cidadão ordinário percebeu que seu destino é muito mais dependente de transnacionais, mercados e agências internacionais do que da política em si. Essa explicação pode ser conectada ao fortalecimento de forças populistas antipolíticas, que usam ameaças e incertezas sobre a globalização em suas retóricas, como fez o presidente americano Donald Trump.

As consequências da globalização são visíveis no processo de construção e consolidação democrática, ora constituindo um fator da sua promoção, ora um elemento de sua fragmentação. A interdependência entre estados, empresas e mercados é praticamente irreversível, tornando a globalização uma nova realidade à qual instituições políticas atuais precisam se adaptar. Nesse contexto, a relação entre forças globais - como alianças regionais, coalizões, blocos econômicos - e nacionais assume a maior relevância. A concepção territo-

rial do estado-nação não consegue permanecer imune aos fluxos transacionais promovidos pela globalização, que podem impactar sua integridade e soberania. Os interesses dos estados podem ser facilmente confundidos com interesses do capital internacional. Isso demonstra como os estados, enquanto agentes singulares em um processo global, podem constituir um obstáculo à consolidação da democratização. Porém, a confiança nas famílias, no localismo e na democracia continua constituindo maioria na população, e não vem caindo aceleradamente, em contraste com outros índices.

Teria a globalização contribuído para o alargamento da democracia? Alguns intelectuais estão dizendo que há essa possibilidade. O ressentimento generalizado com a direção dos desdobramentos econômicos globais e com a falta de transparência em instituições pode se traduzir em novas formas de mobilização política. Estas seriam diferentes em dois sentidos: tanto na individualização, no sentido de contribuições próprias à causas, manifestações e movimentos, quanto no sentido coletivo global, promovido pela nova interconectividade e apoio a causas maiores que uma nação. Esses novos movimentos vêm sendo notados em diversos países, mas muitas vezes não são percebidos ou são atribuídos como consequência de uma crise econômica. Os movimentos ambientais, dos direitos humanos e da redução da desigualdade entre os países podem ser exemplos de movimentos políticos globais, possíveis somente pela nova interconectividade. Mas as instituições internacionais existentes possuem instrumentos muito fracos para atender a essas demandas e os governos nacionais tem suas próprias pendências para cuidar, em geral econômicas.

O contexto de incertezas produzido após a crise financeira dos subprimes abalou diferentes países em seu equilíbrio fiscal, muitos dos quais não se recuperaram até hoje. Segundo o World Economic Outlook de abril deste ano, produzido pelo FMI, a média da posição entre os países credores e devedores, que já vinha se alargando nos últimos anos, tende a aumentar ainda mais. Muitos países de economia emergente se veem em um cenário de estagnação da produtividade, crescente dívida pública e PIB abaixo das expectativas. O Brasil é um exemplo. Em um cenário como esse, é preciso elevar o resultado primário para estabilizar o endividamento público, o que não requer necessariamente que o estado seja mínimo. O tamanho do estado e seu impacto sobre a vida dos cidadãos é diferente do

## Mercado de crédito: entre trancos e barrancos



WILSON  
PEREIRA  
ROCHA  
JUNIOR

Economia  
INSPER

equilíbrio fiscal. Porém, a estratégia econômica de cada estado deve levar em conta seu tamanho inicial e a composição de suas despesas e receitas. Essa composição deve estar de acordo com a vontade da população.

Em geral, a população demanda uma realocação da despesa primária para programas de maior impacto; como saúde, educação e infraestrutura urbana; mas não se sente disposta a pagar mais impostos pela melhoria desses serviços. O fenômeno é resultante da desconfiança com os representantes políticos. Há, porém, maneiras de suavizar as crises e tentar reaproximar a sociedade à política. As (Parcerias Público-Privadas, ou PPPs, são novas alternativas que permitem o investimento em infraestrutura pública financiado pela iniciativa privada, diminuindo as possibilidades de corrupção e dando maior oportunidade a empresas sem acesso ao poder.

O Banco Mundial liberou em maio um relatório que evidencia o potencial das PPPs para encerrar o déficit de infraestrutura na América Latina e no Caribe, alegando que, se bem concebidas, podem maximizar qualidade, eficiência e transparência. As PPPs já representam 40% dos investimentos desse tipo na região e são uma alternativa viável para diminuir os riscos do setor público e a crescente desconfiança e impulsionar o crescimento sustentável dessas economias. As democracias terão que utilizar desse e de muitos outros novos mecanismos verticais, ou menos horizontais, para se adequar à sociedade globalizada se quiserem prosperar no futuro. ■

Nas idas e vindas da economia brasileira, o mercado de crédito oscila com o ciclo econômico corrente. O Brasil já passa por dois anos de contração significativa da atividade produtiva. A partir disso, é esperado que a inadimplência seja um fantasma a sondar os credores de um sistema bem provisionado e bem capitalizado.

As dificuldades financeiras que as empresas enfrentam devem continuar a provocar volatilidade nos índices de inadimplência. O mercado financeiro esperava sua redução a partir do final do primeiro semestre de 2017, com uma queda mais consistente em 2018, de acordo com um relatório do banco Credit Suisse. Dados divulgados pelo Banco Central do Brasil em maio reforçaram a percepção de um ambiente difícil para o mercado, devido ao aumento na taxa de inadimplência. Pode-se admitir que a atual fragilidade do mercado de trabalho, o endividamento das famílias - 4 a cada 10 adultos estão com nome sujo - e a incerteza política sejam fatores que contribuem para a instabilidade do mercado de crédito nesse momento.

A respeito do juro de crédito livre - ou seja, sem destinação específica, excluindo-se o BNDES, habitação e o crédito rural -, a taxa para pessoas físicas caiu de 68,1% ao ano em abril para 63,8% em maio deste ano, de acordo com o relatório do Banco Central. Junto com esse movimento, a queda dos juros médio do sistema mostrou paralelo com a redução do spread (diferença entre a taxa de captação e aquela cobrada do tomador final), de 22,3% em abril para 21,2% em maio. Esse cenário para os mais otimistas seria um momento de fôlego para o mercado. Porém a piora no grau de inadimplência do crédito livre para empresas torna o ambiente um pouco mais desafiador para uma recuperação.

O mercado de crédito possui grande importância na retomada econômica do Brasil. Esse produto financeiro pode sinalizar uma injeção de ânimo do consumo das famílias, tanto em empréstimo bancários, quanto com os cartões de crédito, que tiveram os juros rotativos reduzidos recentemente. O crédito corporativo também pode ser aliado a uma expansão em capital de giro das empresas. Isso possibilitaria aperfeiçoamento tecnológico e geração de emprego, proporcionando um reaquecimento de setores fragilizados, o que controlaria o ciclo vicioso de alta inadimplência.

A redução da taxa nominal de juros se traduz em um menor custo de oportunidade de tomar empréstimos. Entretanto, o cenário de incerteza política e de déficit fiscal torna o ambiente instável, por mais que alguns indicadores relativos a pessoas físicas tenham esboçado sinais positivos. Essa oscilação faz com que as instituições credoras redobrem os cuidados e gerem uma restrição do crédito indesejável para a retomada de crescimento econômico nos mais variados setores. ■

# Carro autônomo: o smartphone do automobilismo



SAMUEL ZANCRA

Engenharia de Produção  
POLI USP

Já pensou em deslocar-se pela cidade sem se preocupar em guiar seu carro, ganhando tempo para conversar, estudar ou relaxar? Certamente, em poucos anos, essa situação será comum em função do aperfeiçoamento das atuais tecnologias e regulamentações de trânsito. Analisando as consequências dessa tendência, notam-se vantagens consideráveis, similares à revolução causada pelo smartphone. No entanto, quais os impactos econômicos da chamada “era do carro autônomo”?

O processo é lento, mas a corrida entre empresas já começou: Uber, GM, Tesla, Google e Apple são apenas algumas detentoras de projetos no setor. Elon Musk, CEO da Tesla, empresa automobilística cujo valor de mercado já se equipara ao da General Motors, afirma que seus carros serão 90% autônomos já em 2017. O que seria das ruas com a circulação desses veículos? Estudos da Universidade de Stanford revelam que a tecnologia causaria uma redução do número de acidentes e otimização do tráfego das vias urbanas.



Hoje, milhares de pessoas gastam horas atravessando cidades para se deslocar de casa ao trabalho, permanecendo improdutivas durante este período. Dessa forma, a partir do momento em que uma máquina dirige, as pessoas conseguirão otimizar seu tempo mais facilmente, desempenhando atividades laborais enquanto se deslocam, como responder e-mails, ler jornais ou fazer uma videoconferência, por exemplo. Ademais, a segurança advinda dessas tecnologias permite um trânsito mais fluido, tendo em vista a redução do número dos acidentes, causadores de lentidão, além da possibilidade de aumentar o limite de velocidade. Assim, gastariam menos tempo com deslocamento entre destinos. O banco americano Morgan Stanley calculou que o resultado em economias decorrente do aumento de produtividade, da redução de custos de acidentes e de combustíveis seria equivalente a US\$ 1,3 trilhão por ano nos EUA.

Outra forte tendência é a criação de frotas de táxis autônomos, afetando intensamente a indústria automobilística e suas adjacências. Atualmente, a maioria dos veículos permanece estacionada cerca de 90% do

seu tempo. Os que demoram 1 hora para ir e voltar do trabalho deixam seus carros 23 horas parados. Essa ineficiência seria eliminada pelos veículos autônomos, os quais, por não necessitarem de um motorista, poderiam circular praticamente 24 horas por dia. Desse modo, empresas como a Uber reduziriam drasticamente seus custos por viagem, já que 75% do valor da corrida é destinado ao motorista. Assim, poderiam oferecer um serviço mais barato para seus usuários e estimular o uso dessa modalidade de transporte.

Nessa situação, haveria mudança no paradigma de posse de um veículo próprio, principalmente pelas pessoas mais jovens, levando a redução do número de carros em circulação no longo prazo. Sem dúvidas, isso afetaria drasticamente a venda das atuais montadoras, limitadas a vender para poucas operadoras de frotas e clientes particulares. Além delas, outras companhias, como seguradoras, empresas de estacionamentos e autopeças convencionais, também sofreriam grande impacto na receita advinda de veículos em circulação.

Por outro lado, as companhias de tecnologia produtoras de softwares, câmeras de alta performance, sensores, baterias elétricas e radares se desenvolveriam exponencialmente, por produzirem os principais componentes dos veículos autônomos.

Outro grande impacto ocorreria no setor de transporte de cargas, hoje composto por milhões de motoristas de caminhões. Com avanço tecnológico, o tempo de viagem seria encurtado, já que os computadores de bordo não precisariam descansar e tampouco comer, por exemplo. O preço dos fretes também tenderia a cair, já que as transportadoras eliminariam os custos de mão de obra, chegando a poupar 168 bilhões de dólares, segundo relatório do Morgan Stanley. Isso geraria grande ganho de eficiência operacional para diversos setores da economia que dependem de entregas de mercadorias. Em contrapartida, é notável que diversos postos de empregos seriam extintos, trazendo uma onda de desemprego nesses setores.

Diante de tais fatos, nota-se o impacto de veículos autônomos na dinâmica dos transportes particulares. Uma revolução automobilística está por vir, guiada pelas grandes empresas de tecnologia. Para suportar o impacto econômico, as atuais montadoras precisam inovar. Da mesma forma que o smartphone se tornou um item essencial, as próximas gerações talvez indaguem: como era possível viver em um mundo em que os seres humanos conduzi-**am** os carros? ■

# Os efeitos da crise de 2008 ao sistema bancário nacional e global, quase uma década depois do choque



GUSTAVO GROFF

Economia  
INSPER

A engenharia de grandes construções urbanas japonesas é desenvolvida para prevenir impactos de terremotos. Anos de experiência com desastres naturais tornaram os japoneses mais resilientes a esses eventos.

O fato de o Brasil ter enfrentado períodos economicamente turbulentos fez com que algumas pessoas dissessem que os brasileiros aprenderam a conviver com isso, como os japoneses aprenderam a conviver com terremotos e tsunamis. Ou seja, ou foram criados mecanismos para prevenir situações de stress ou o mercado gradualmente se adaptou

Há uma concentração bancária massiva nos últimos anos. Em 2017, os quatro maiores bancos que atuam em território nacional - Banco do Brasil, Itaú, Caixa Econômica Federal e Bradesco - controlam 72,4% dos ativos disponíveis no mercado financeiro, contra 52,8%, antes da crise de 2008.

Esse fenômeno não é exclusividade brasileira. A crise de 2008 não afetou apenas o Brasil. Nos Estados Unidos, desde o *boom* da crise, 37 bancos desapareceram e foram concentrados em apenas 4. O Bank of America incorporou 12 bancos americanos, enquanto o Wells Fargo, 8. O JP Morgan Chase, por sua vez, é resultado da fusão de 11 bancos.

Além da notória concentração bancária de uma maneira global, outra grande mudança no sistema bancário mundial foi a regulação dos bancos e dos instrumentos financeiros. Talvez o maior símbolo disso seja a realização de stress tests, feitos anualmente para medir e regular a capacidade dos grandes bancos de sobreviverem a futuras crises. O aumento da regulação também pode ser evidenciado pela quantidade de pessoas trabalhando na área de “controle” nos bancos. O JP Morgan Chase, por exemplo, hoje emprega mais de 50.000 pessoas nessa área, contra 24.000 em 2011.

Percebe-se também um maior número de regulações em relação ao capital dos bancos. Supervisores e banqueiros concordam que a crise expôs demais seus “colchões de reserva”. Diante disso, um novo conjunto de regras em desenvolvimento, denominado Basel 3, exige que os bancos adicionem equidades e dívidas conversíveis aos seus balanços de pagamentos. Em outras palavras, o objetivo é que um grande banco consiga absorver até os maiores impactos de uma crise sem precisar derrubar outras instituições ou precisar ser resgatado.

Todo esse cenário aponta para uma maior segurança dos bancos que, por si só, se converte em uma maior segurança aos seus clientes. Ou seja, um aumento da oferta de linhas de crédito deveria ser esperado, assim como um barateamento das taxas de serviço: maiores benefícios e segurança ao cliente. Parece algo simples de se transmitir, mas não é. A máxima de que grandes bancos são *too big to fail* (muito grandes para falir) parece não surtir mais tanto efeito, ao menos no Brasil. O Lehman Brothers quebrou e o Monti dei Paschi di Siena, italiano, corre sérios riscos de falência.

Não é o que se observa no Brasil. O Itaú vem expandindo sua atividade, ganhando muito mercado no Brasil, com mais de 2 trilhões de reais de ativos em operação. Os outros 3 grandes bancos brasileiros também seguem o mesmo rumo, concentrando cada vez mais o sistema bancário nacional.

Quase uma década após a grande crise, o governo parece, pelo menos por enquanto, não se preocupar tanto com tal concentração, e sim com a redução do custo de crédito, hoje escasso e caro. Para isso, há estudos para o ingresso de bancos estrangeiros no país. Resta saber quais serão as consequências no longo prazo, em meio a um mercado bancário consolidado e excessivamente concentrado. ■

# Economia e Popularidade Política



**GABRIELA DIAS**

Administração  
FGV

Ao analisar o conjunto de fatores que define a popularidade dos presidentes no Brasil observa-se que dois elementos têm peso na orientação das curvas: o desempenho da economia e os escândalos políticos. Dessa forma, a seguir será feita uma análise da aprovação dos governos pós-ditadura pela população, que tem como base os dados da pesquisa de opinião Datafolha, e como aspectos econômicos e políticos influenciaram esses resultados.

Os primeiros governos civis tinham como objetivo aplacar os desequilíbrios econômicos deixados pelos militares e o “milagre brasileiro”: inflação superior a 200% ao ano, período de recessão e contas governamentais desarrumadas. Nesse contexto, os presidentes José Sarney e Fernando Collor seguiram trajetórias parecidas, começando com grande expectativa da população e terminando como uma enorme decepção.

José Sarney, o primeiro presidente após o período militar, lançou as primeiras tentativas de conter a inflação. O Plano Cruzado de 1986 foi o mais próximo de um sucesso, derrubando o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) de 17,20% em janeiro para -1,31% em março. A aprovação nunca foi tão grande, porém o sucesso foi efêmero. Após a eleição em massa de governadores do PMDB, a inflação saiu do controle e o presidente afundou em impopularidade. Três meses antes de entregar o cargo, cerca de 56% da população considerava seu governo ruim ou péssimo e a inflação estava próxima de 2000% ao ano.

Depois do fracasso de Sarney, havia grandes expectativas sobre seu sucessor, que tinha um discurso anticorrupção e modernizador. Nada menos do que 71% dos brasileiros esperavam que Collor fizesse um governo ótimo ou bom. Ironicamente, ao final de dois anos, 68% da população reprovava seu governo. Entre os fatores que o levaram do auge à decadência estão o Plano Collor, que confiscou as poupanças, a volta de hiperinflação e as denúncias de corrupção que fizeram ele renunciar para evitar o impeachment.

Posteriormente, Itamar Franco assumiu com expectativas mais baixas causadas pela séria crise que devastava o país: a inflação chegava a casa das centenas novamente. Em novembro de 1993, cerca de 41% da população desaprovava seu governo. O Plano Real, com o controle duradouro da inflação, reverteu essa situação e ele deixou o Planalto muito mais popular do que

entrou. Além disso, o ministro da Fazenda que implantou o Plano, Fernando Henrique Cardoso, foi levado à Presidência da República.

FHC iniciou seu mandato com popularidade muito semelhante à obtida por Itamar no final de seu governo: em março de 1995 a aprovação do presidente era de 39%, considerava seu desempenho regular 40% da população e ruim/ péssimo cerca de 16%. Durante o primeiro mandato, ele governou com a inflação caindo e sobreviveu a seguidas crises internas, como o constante ataque às privatizações de empresas nacionais e o massacre de Carajás, no qual 19 homens do Movimento Sem Terra foram mortos pela polícia militar. O seu melhor momento ocorreu no começo de 1997, onde cerca de 85% da população classificou seu governo como regular, bom ou ótimo, pouco tempo antes de ele aprovar uma emenda constitucional que lhe daria o direito de candidatar-se à reeleição.

A política econômica de FHC não era mais tão eficiente, então a sua rejeição começou quando sua equipe econômica desvalorizou o real, a inflação subiu e chegou novamente a dois dígitos. Já no final do primeiro ano do segundo mandato, 56% dos brasileiros desaprovavam o governo do presidente. Para finalizar, no penúltimo ano de seu governo, a Crise do Apagão derrubou de vez sua popularidade. Com a população tendo que conviver com o racionamento de energia a partir de maio, em julho de 2001 apenas 19% dos brasileiros aprovavam o mandato.

FHC terminou seu governo com uma popularidade média. O seu sucessor, Luís Inácio Lula da Silva, surpreendentemente elegeu-se presidente com mais de 58 milhões de votos, após três derrotas consecutivas. Contudo, logo em 2005 o escândalo do Mensalão, denúncias de corrupção e a queda de Antônio Pallocci da Fazenda, minaram sua popularidade chegando a 30% de desaprovação. O presidente se recuperou no ano seguinte, ficando famoso pela sua política de redistribuição de renda que começava a dar dividendos políticos. Em menos de 12 meses ele se recuperou e, para o desespero da oposição, teve um pico de popularidade em um ano eleitoral.

Sendo reeleito, o seu segundo mandato foi alavancado graças ao incentivo ao consumo e política de crédito ampliado. Nem a alta da inflação em 2007, nem a crise global em 2008 derrubaram sua popularidade,

por mais que o PIB tenha se retraído no ano posterior. Era cada vez menor o medo do desemprego, chegando a 27,1 pontos, uma das mais baixas da série histórica que tem média de 48,6 pontos, bem como crescia a confiança do consumidor, que chegava aos 115 pontos no final, ambos medidos pela CNI.

Lula terminou o período sendo o presidente mais popular do Brasil, com 83% da população considerando o governo bom ou ótimo. Esse resultado o ajudou a eleger sua sucessora, Dilma Rousseff, a qual fez uma “faxina ética” ao demitir ministros envolvidos em casos de corrupção. Esse fato garantiu-lhe o apoio maciço da população, 59% aprovava o governo dela – o maior índice para o primeiro mandato desde a redemocratização. Todavia, Dilma era criticada pela sua relação com o Congresso: a oposição a acusou de governar “por decreto”, já que mais de 140 medidas provisórias foram editadas pelo governo.

Em junho de 2013, uma onda de protestos tomou conta das capitais do país com diferentes demandas. Isso prejudicou a presidenta em 2014, onde a eleição apertada a reelegeu com 51,64% dos votos. O segundo mandato foi conturbado, em 2015 o PIB caiu 3,8%, a inflação bateu 7% nos primeiros meses do ano e a taxa de desemprego alcançou 8,5%, de acordo com o IBGE. O cenário de crise econômica, juntamente com a atuação da Lava Jato, impulsionou uma reprovação do governo de 71%, sendo a mais alta taxa de rejeição da série histórica. O isolamento político causado pela falta de apoio generalizada culminou no afastamento da presidenta em 2016.

Por fim, o presidente atual, Michel Temer, é a prova de como o desempenho econômico e os escândalos afetam a popularidade dos presidentes. O atual índice de desemprego de 13,7%, de acordo com os dados da PNAD Contínua do IBGE, bem como a dificuldade de estabilizar o consumo das famílias e a produção industrial são fatores importantes da economia. Apesar do presidente afirmar que não se preocupa com a popularidade, o seu índice de rejeição é o segundo mais alto da série histórica: 69% acham o governo ruim ou péssimo. Além disso, as recentes delações de Joesley Batista da JBS, levaram 83% da população a acreditar que Temer estava envolvido diretamente nos esquemas de corrupção.

Com base nessa análise da popularidade de todos os presidentes desde a redemocratização e dos fatores que influenciaram a flutuação dessa taxa, conclui-se que a popularidade dos presidentes no Brasil é altamente volátil e está atrelada principalmente aos dois fatores indicados no começo do texto. Dessa forma, fica claro que para ser amado no Brasil bastam duas coisas extremamente difíceis na política brasileira: não se envolver em escândalos e manter a economia crescendo. ■

## A concentração bancária no Brasil e o futuro dos serviços ao consumidor



**BRUNO BETENSON**

Administração  
FGV



**GABRIEL KON**

Contabilidade  
FEA USP

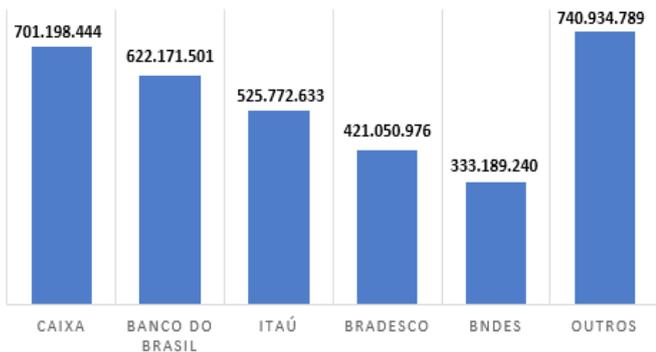
O sistema financeiro nacional caracteriza-se por possuir poucos *players*, que detêm parcelas expressivas do mercado. Este quadro não é favorável ao consumidor, que tem uma oferta de produtos caros e até de má qualidade. Embora a ascensão das *fintechs* tenha mostrado uma possibilidade de mudar este cenário, não é possível saber se esta será uma tendência a ser consolidada no futuro.

Atualmente, de acordo com o Banco Central, 77,84% do mercado de crédito brasileiro é controlado por 5 instituições financeiras: Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, Caixa Econômica Federal e BNDES. Além disso, as 4 primeiras instituições citadas também controlam 72,4% dos ativos financeiros no país. Essa concentração acarreta serviços menos diversificados e de menor custo-benefício, além de maiores taxas de juros e spreads bancários. Ao consumidor interessam mercados mais competitivos, nos quais pode ter mais alternativas disponíveis.

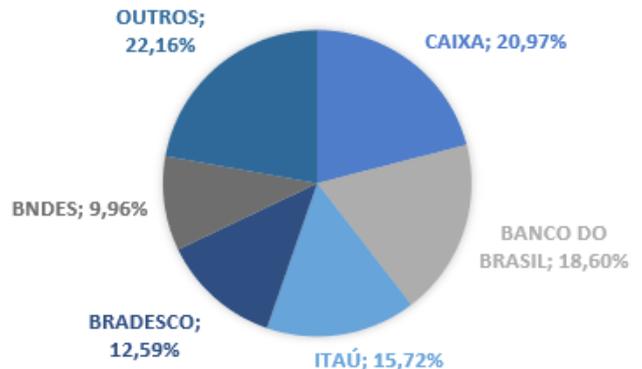
Essa realidade do mercado brasileiro abriu espaço para a ascensão das *fintechs*, segmento de *startups* que criam inovações nas áreas de serviços financeiros com processos altamente baseados em tecnologia, como também para outras empresas, como corretoras independentes. Visando satisfazer uma demanda dos consumidores por alternativas, estas empresas estão começando a oferecer um portfólio de produtos financeiros com taxas mais acessíveis.

O reconhecimento do potencial dessas novas instituições financeiras, somado ao receio de perder clientes e espaço no mercado, fez com que os bancos tanto se inspirassem nas estratégias adotadas por elas, como iniciassem um processo de sucessivas aquisições. As transações que estão sendo efetuadas pelos grandes

### CARTEIRA DE CRÉDITO NO BRASIL POR INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (EM R\$ MIL)



### PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE CRÉDITO DAS PRINCIPAIS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL



Fonte: Banco Central

bancos refletem essa tendência: o Santander comprou a GetNet, operadora de cartões de crédito, por R\$ 1,1 bilhão e a Contasuper, startup paulista de contas pré-pagas digitais, por R\$ 150 milhões, com o objetivo de entrar em mercados inexplorados. Já o Bradesco criou sua nova plataforma, a Next, que consiste num banco digital independente, que irá concorrer com os já estabelecidos Nubank e Original.

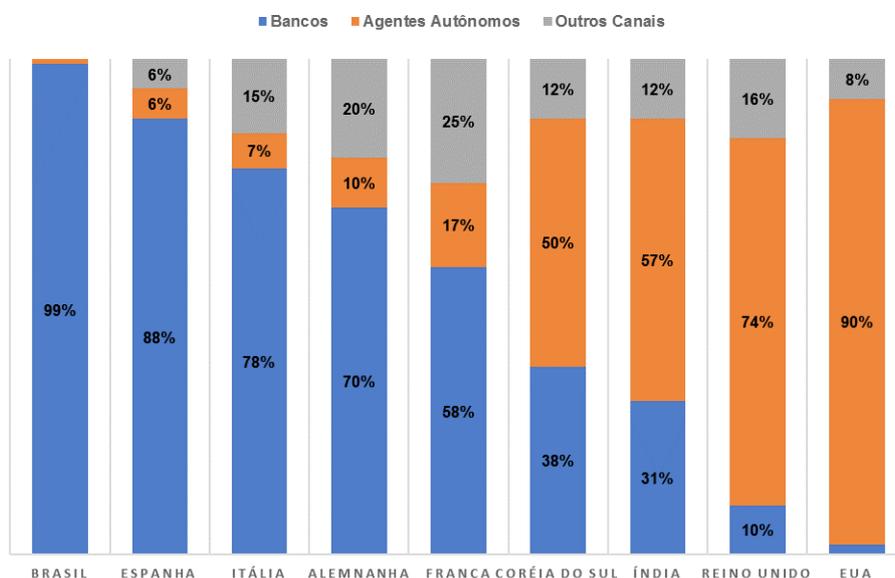
A aquisição da XP Investimentos pelo Itaú também revela a estratégia de aproximação via expansão inorgânica que vem sendo utilizada pelos bancos. A transação ocorrida no dia 11 de maio deste ano negociou a compra, por parte do Itaú, de 49,9% da maior corretora independente brasileira. Nela, o banco desembolsou R\$ 6,3 bilhões e ainda pretende adquirir 75% da corretora nos próximos anos.

Aumento de credibilidade e ganho de sinergia estão

entre os principais objetivos da XP na aquisição. A recente desistência de realizar um IPO, por meio do qual obteria uma grande quantidade de capital para seu crescimento e consolidação no mercado, revela e reafirma o interesse da XP na negociação. Já o Itaú trouxe para perto de si a empresa de serviços financeiros que vem incomodando todos os bancos de varejo.

Com o discurso da “desbancarização” durante o ano de 2016, a XP cresceu e conquistou clientes, colocando-se como uma plataforma de fácil acesso e com um diversificado portfólio de produtos, pertencentes a diferentes instituições financeiras. Desse modo buscou, durante sua trajetória, mostrar-se mais competente e capaz de cuidar dos investimentos de seus clientes como qualquer outro banco. Com a aquisição, muitos dos clientes sentiram-se traídos e, no mercado em geral, instaurou-se a sensação de que a XP se rendera à concentração do sistema financeiro nacional,

### DISTRIBUIÇÃO DE INVESTIMENTOS NO MUNDO



Fonte: Lipper FMI data digest, Strategic Insight, Cerulli Associates, Asian Industry Associates, J.D Power do Brasil, Anbima, Oliver Wyman analysis

# Os hábitos de investimento estão se alterando no Brasil?



**JOÃO FILIPE  
FRAGOSO**

Economia  
INSPER

contradizendo aquele seu discurso, responsável em grande parte pelo crescimento e ganho de mercado da corretora.

Diante dessa percepção, a XP buscou se justificar. Guilherme Benchimol, fundador da empresa, afirma que a aquisição pelo banco não impactará no modelo de negócio. Porém, o Itaú conquistou duas cadeiras no Conselho de Administração, conferindo-lhe influência nas tomadas de decisão da corretora.

Quanto ao destino da concentração do sistema financeiro, não há consenso. Por um lado, acredita-se que o cenário pode ser favorável às fintechs e corretoras independentes, caso mais investidores estrangeiros invistam nestas empresas e os consumidores comecem a migrar para estas instituições. Por outro lado, caso queiram fazer frente aos bancos, estas empresas precisam atender às regulações do Banco Central aplicáveis ao setor, como por exemplo os empréstimos compulsórios e determinados prazos e políticas, que podem dificultar sua permanência neste mercado. Essa incerteza também está refletida nas possíveis ações do CADE, que pode começar a barrar aquisições e influenciar esta concentração de mercado.

Neste embate, resta saber como ficarão os interesses do consumidor. Isto é, se a disputa entre bancos e empresas como as fintechs e as corretoras independentes vai trazer uma oferta de produtos e serviços variados com preços justos, ou se a situação permanecerá como está.



Nos últimos meses pôde-se observar em muitos veículos de mídia um número crescente de peças publicitárias por parte de corretoras de valores. Essa popularização das corretoras ocorre com crescimento exponencial de adesão do público por empresas inovadoras de serviços financeiros, as fintechs, a ponto de se formarem filas para a abertura de contas em tais instituições.

Em geral, não se vê na população brasileira uma cultura de aplicar economias em investimentos. A iniciativa de flexibilizar contrações de crédito, inaugurada na última década, induziu ao gasto do dinheiro poupado pelo brasileiro, privilegiando o consumo por um longo período. Como resultado, o ato de poupar ficou em segundo plano. A modalidade de investimento em renda fixa é pouquíssimo explorada, enquanto a de renda variável é praticamente nula, estando praticamente restrita às camadas de alta renda. Era de se esperar que, em um momento de queda de renda e desemprego ascendente, o hábito de poupar se retraísse ainda mais.

Hoje, a regressão das corretoras não se faz evidente. Ao contrário, a presença de empresas que fornecem auxílio para investimentos, no ambiente de mídia digital, se mostra relevante. Pode-se perceber, ainda, nesse cenário, uma tentativa – principalmente em se tratando da XP Investimentos – de difundir sua

atuação junto às classes mais baixas: os anúncios que contam com uma figura popular, como Murilo Benício, concretizam essa investida. A aquisição dessa empresa pelo Itaú também demonstra o potencial de crescimento que o segmento possui.

Os serviços de crédito têm evoluído, puxados por empresas como o Nubank, Banco Original e Banco Next. Tais companhias não apresentam a tradicional solidez dos grandes bancos, mas quebram com paradigmas que deixam o brasileiro insatisfeito enquanto imerso em uma densa crise política e econômica: falta de transparência e burocracia exacerbada.

As fintechs, então, crescem em um momento de desconfiança da economia. O segmento de crédito, em uma fase que sugeriria uma retração, avança por caminhos alternativos, revolucionando o relacionamento entre clientes e prestadoras de serviços financeiros.

É muito interessante notar essa evolução no mercado financeiro brasileiro. Superada a crise econômica e política em que o Brasil se encontra, o potencial de crescimento desses agentes se mostra importante, podendo, no futuro, contribuir com mudanças positivas de hábitos da população que podem culminar em otimização de poupanças, melhores condições de vida e maior educação financeira. ■

# O triângulo não tão amoroso: Fusões, Aquisições e o Estado



**HENRIQUE MOREIRA RIZZOLI**

Economia  
INSPER

Um dos assuntos mais comentados atualmente no mundo dos negócios e também no mercado de educação do país foi a compra da Estácio por parte da Kroton em uma operação avaliada em cerca de R\$ 5,5 bilhões. A Kroton e a Estácio são as duas maiores companhias do setor de educação no Brasil com 35,54% e 15,15% de market share, respectivamente. O intuito era criar uma gigante no setor, obtendo metade da participação de mercado e possíveis sinergias que impulsionariam ainda mais o crescimento da fatia de mercado do grupo.

Entretanto, no dia 28 de junho, o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) rejeitou a fusão das duas empresas e frustrou os conselheiros e acionistas das duas partes. A partir desse fato abre-se uma discussão: “Até onde o estado deve ou pode interferir nas operações de compra e venda de companhias dentro do livre mercado?”

O CADE existe desde 1994, com funções relacionadas à fiscalização da gestão econômica e do regime de contabilidade das empresas. A partir de 2012, com a criação da Lei de Defesa da Concorrência, Lei nº 12.529/2011, o CADE passou a ter o papel de controlar “infrações à ordem econômica”, ou seja, proteger o ambiente competitivo dos mercados, evitando a constituição de monopólios por meio de crescimentos inorgânicos.

No caso específico da fusão entre as duas gigantes do mundo da educação, Alexandre Cordeiro, conselheiro do CADE, alegou que a operação “geraria altos níveis de concentração, inclusive com a for-

mação de monopólios”. Já Cristiane Schmidt, também conselheira e dona do único voto a favor da transação, afirmou que a fusão poderia ocorrer com certas restrições, como as vendas das marcas Uniderp e Anhanguera, por parte da Kroton. A partir dessas informações é notável a chance de que fosse estabelecido um monopólio a partir dessa operação.

Quando uma restrição dessa dimensão vem à tona, principalmente pela divulgação em massa, é possível que as pessoas tenham uma certa antipatia em relação à ideia de existirem proibições e interferências como essa dentro do mundo das transações. Entretanto, é importante ressaltar que, sem elas, existiriam diversos monopólios que prejudicariam o principal alvo dessas mesmas empresas: o consumidor final. Mercados menos pulverizados significam maior poder sobre os preços por parte dos vendedores. Dessa forma, a qualidade do produto e o preço que reflete a real oferta e demanda seriam distorcidos pela não existência de um ambiente competitivo.

Outro ponto importante é que esse tipo de restrição não é tão rígido quanto parece. Desde a criação da Lei de Defesa da Concorrência, o CADE restringiu completamente oito operações de fusão e aquisição das cerca de 4,5 mil que ocorreram no período, ou seja, menos de 0,2% do total. Assim, percebe-se que mesmo com restrições, diversas operações de compra e venda continuam acontecendo no país, sem prejuízos significativos.

Nesse contexto, a Kroton tende,

assim como já anunciou, a crescer mais ainda de forma orgânica. Até é possível que cresça de forma inorgânica, porém isso ocorrerá através de aquisições de companhias que atuam em regiões específicas, aumentando sua abrangência e ao mesmo tempo deixando boa margem para a concorrência no âmbito nacional.

#### Bibliografia:

<http://www.g1.globo.com>  
<http://www.valor.com.br>  
<http://www.portal.estacio.br>  
<http://www.kroton.com.br>  
<http://www.exame.abril.com.br>  
<http://www.cade.gov.br>

# O ano dos IPOs

**PEDRO GARRIDO**

Engenharia de Produção  
POLI USP



Apesar de todas as incertezas políticas, a recessão econômica dos últimos anos e as perspectivas de baixo crescimento do PIB, 2017 apresenta-se como um ano animador ao que tange aberturas de capital (IPOs). De acordo com Gilson Finkelsztain, presidente da B3 (antiga BM&FBOvespa) este ano já conta com cinco aberturas de capital bem-sucedidas e outras em andamento, entrando como ano destaque desde 2011.

Um IPO (do inglês: *Initial Public Offering*) é a primeira vez em que as ações de uma empresa serão vendidas ao público, isto é, será possível comprar “pedaços” desta empresa na bolsa de valores em que ela abrir seu capital. Ao se registrar na CVM e ter seu capital aberto, a empresa precisa ser constantemente auditada e cumpridora de regras quanto à sua governança corporativa. Abrir o capital é uma alternativa para obter caixa sem adquirir novas dívidas, ou seja, os investidores que comprarem as ações emitidas estarão fornecendo dinheiro extra que poderá ser utilizado de diversas formas pela empresa. Em geral, um IPO é seguido de um plano de expansão.

Só no primeiro semestre, já se observa a abertura de capital de grandes empresas: em fevereiro, a Movida e Hermes Pardini; em abril, a companhia aérea Azul e em julho, o supermercado Carrefour e a Biotoscana estrearam suas ações na bolsa, totalizando cinco IPOs e superando drasticamente os apenas três realizados nos últimos três anos.

A primeira empresa a abrir seu capital este ano, a Movida, atua no segmento de locação de veículos, comercialização de carros seminovos e gestão e terceirização de frotas. Esta, por sua vez, encontra-se em todos os estados do país e é a segunda maior em market share no segmento de rent-a-car, atividade core da companhia. Poucos dias após a abertura de capital da Movida, neste mesmo setor, a tentativa de IPO da Unidas teve de ser adiada, devido à incapacidade do mercado de absorver duas aberturas de capital no mesmo segmento em uma janela de tempo tão curta. Assim, espera-se que, ainda em 2017, outra empresa desta área de atuação realize seu IPO.

No segmento de medicina diagnóstica, a Hermes Pardini buscou o mercado de capitais para obter recursos. Seu business, caracterizado pela força regional, a empresa líder em Minas Gerais informou no prospecto da oferta que o caixa extra será destinado para o aumento da atuação da empresa: “*que pode ocorrer tanto por meio de aquisições de empresas do setor de medicina diagnóstica, quanto da abertura de novas unidades*”, permitindo cogitar uma expansão para fora de seu estado matriz, possivelmente com a utilização de novas marcas.

Após três tentativas frustradas de ir ao pregão, a companhia de linhas aéreas Azul conseguiu finalmente abrir seu capital em um IPO cuja demanda por papéis excedeu em cinco vezes a quantidade de ações ofertadas. A terceira maior companhia do setor informou que pretende utilizar esta injeção extra de caixa para amortizar dívidas e reforçar o capital de giro que diminuiu nos últimos anos. A empresa foi listada no nível 2 da bolsa de São e Paulo (B3) e na bolsa de Nova York (NYSE).

Na sequência, com a delação premiada de Joesley Batista, o mercado esperava que os ânimos baixassem e que grandes IPOs ficassem apenas para o futuro. Porém, apenas dois meses depois, a rede de supermercados Carrefour foi à bolsa para obter investidores. Este IPO movimentou R\$ 5,1 bilhões e foi o maior do país desde a abertura de capital do BB seguridade, em 2013. A empresa foi avaliada em R\$ 29,7 bilhões, em contrapartida à sua principal concorrente, o Grupo Pão de Açúcar, que hoje vale R\$ 17,7 bilhões. Segundo a companhia, o principal destino dos recursos será o pagamento de dívidas com sua matriz francesa que representa aproximadamente 60% do valor arrecadado.

No final do mês de julho, a Biotoscana realizou seu IPO. A empresa, fabricante de medicamentos de alta complexidade e líder na América Latina, utilizará o caixa adquirido para amortizar dívidas. Sua abertura de capital foi a forma que o fundo de private equity Advent International encontrou para desinvestir e auferir lucro sobre a operação com esta empresa.

Um mercado com uma grande quantidade de empresas listadas em bolsa oferece maiores oportunidades e opções de investimentos. Dessa forma, a continuidade da abertura de capital de tantas empresas, como esperado neste ano, permite a alocação de recursos mais eficientes e é favorável para a economia do país como um todo. ■

# Criptomoedas, Blockchain e ICO

## Criptomoedas:

Criado pelo hacker, ou organização de *hackers*, sob o pseudônimo de Satoshi Sakamoto, em meados de 2008, o *Bitcoin* é, sem dúvidas, a mais famosa e valiosa criptomoeda em circulação. O crescimento de sua popularidade teve início quando Laszlo Hanyecz, no dia 17 de maio de 2010, comprou uma pizza da Domino's por 10.000BTC (que equivalem a aproximadamente R\$90 milhões – 23/07/2017), de modo a consolidar a compra da pizza mais cara da história – a primeira compra documentada utilizando uma criptomoeda. Desde então, o Bitcoin passou a influenciar cada vez mais o mundo, ganhando reconhecimento e valorização.

Apesar do nome “criptomoeda”, o *Bitcoin* e as demais moedas digitais ainda não podem ser consideradas moedas em sua essência. Segundo a tese de mestrado para a Universidade de Economia e Negócios de Viena (*Wirtschafts Universität Wien*), elaborada por Peter Surda sob o nome *Economics of Bitcoin: is Bitcoin an alternative to fiat currencies and gold?*, as criptomoedas não satisfazem todas as condições necessárias para que sejam consideradas moedas.

Pela definição de Surda, uma moeda deve satisfazer a três condições simultaneamente. I) Reserva de valor; II) Meio de troca; III) Unidade de conta. Atualmente, devido à alta volatilidade e à falta de aceitação de criptomoedas em negociações do dia a dia, elas apenas satisfazem à terceira sentença. Desse modo, não podem ser consideradas moedas.

## Blockchain:

O Blockchain é uma tecnologia desenvolvida juntamente ao *Bitcoin* que permite o processamento e transferência deste entre carteiras. Todas as transferências de *Bitcoins* são englobadas em blocos, que são processados pelos mineradores por meio de complexos algoritmos de criptografia e, posteriormente, ligados por



GABRIEL AULER

Engenharia de Produção  
POLI USP

meio de *hashs*. Os blocos em cadeia (daí o nome *blockchain*) compõem um tipo de contabilidade que registra todas as transferências da criptomoeda, que então é enviada aos nós do sistema.

Esse tipo de tecnologia apresenta uma série de benefícios em termos de segurança e velocidade. Atualmente, o sistema financeiro depende de um agente intermediador para que transferências sejam efetuadas. No sistema de *blockchain*, isso não é necessário, uma vez que os agentes das transações têm acesso a todo o banco de dados das transferências e podem processá-las diretamente, sem depender de um elemento central. Dessa forma, não só há redução de custos pela eliminação do agente intermediador, mas também há aumento da agilidade dos processos, uma vez que se reduz a burocracia envolvida em uma transferência.

## Os problemas do Bitcoin

Apesar de extremamente popular e com um market cap de US\$44,75 bilhões, o *Bitcoin* não é perfeito e apresenta uma série de problemas. O próprio sistema remunera os mineradores por processarem as transações dando-lhes uma certa quantia de *Bitcoins* a cada bloco processado. No entanto, esse prêmio é reduzido à metade a cada quatro anos (de modo que o último BTC será emitido em 2140, totalizando 21 milhões de BTC em circulação). Sendo assim, inevitavelmente, uma hora a mineração não será mais financeiramente viável.

Outro problema é a dificuldade de processamento dos blocos e seus respectivos tamanhos. O software foi construído de modo que a dificuldade para se processar um bloco fosse proporcional ao poder de processamento dos mineradores. Ou seja, quanto mais mineradores existirem, mais difícil e demorado será processar um bloco. Além disso, como o *Blockchain* requer que todas as transações estejam em todos os nós – como são chamadas as ligações entre os blocos. Para que um novo minerador entre no processo, ele deverá fazer o down-

▲#	Name	Market Cap	Price	Circulating Supply	Volume (24h)	% Change (24h)
1	 Bitcoin	\$45,242,905,555	\$2747.70	16,465,737 BTC	\$1,030,090,000	-2.35%
2	 Ethereum	\$21,172,676,544	\$226.43	93,505,260 ETH	\$628,069,000	-1.66%
3	 Ripple	\$7,446,219,852	\$0.194462	38,291,387,790 XRP *	\$189,742,000	-0.53%

Fonte: <https://www.coinmarketcap.com> acesso em 22:32 - 23/07/2017

load de centenas e talvez milhares de gigabytes, o que tornaria o processo mais lento e inviável.

A computação quântica também representa uma ameaça. Uma vez que proporciona a capacidade de quebrar qualquer tipo de criptografia atual, um elemento com um computador quântico pode hackear facilmente qualquer carteira de criptomoedas ou até mesmo alterar aspectos no *Blockchain*, mudando transações passadas e corrompendo totalmente a segurança dessa tecnologia.

Não obstante, o fato do *Bitcoin* e do *Blockchain* serem open source, e, portanto, maleáveis, permite contornar esses obstáculos com o tempo. Taxas de transação podem ser implementadas num mercado de empresas de mineração para viabilizar financeiramente o negócio. Já existem carteiras que não requerem o download de todos os dados do *Blockchain*. Por fim, a computação quântica pode comprometer todo o sistema financeiro atual, sendo as criptomoedas, desta maneira, o menor dos problemas.

### A revolução do *Blockchain*

“*Even if it crashes, Bitcoin may make a dent in the financial world*” – The Economist.

Pode ser que em dez anos o *Bitcoin* não exista mais, e que outra criptomoeda tenha tomado seu lugar. Pode ser que ainda seja o *Bitcoin* a criptomoeda mais valiosa em termos de *market cap*. O importante, entretanto, é notar que os benefícios gerados pela tecnologia de *Blockchain* serão impactantes nos anos futuros.

Diversas empresas, atualmente, já empregam o *Blockchain* em seus sistemas. Alguns dos maiores bancos do mundo, como o Goldman Sachs, investem milhões de dólares em sistemas que empregam essa tecnologia, visando ao corte de custos e aumento da eficiência em transações e armazenamento seguro de dados.

A Ripple, também baseada no *Blockchain* e desenvolvida pela *OpenCoin*, é um exemplo disso. Financiada por empresas de *Venture Capital*, dentre elas a Google Venture e a chinesa IDG Capital Partners, é utilizada por grandes bancos internacionais como UBS e Santander. Com um design de software um pouco diferente, a Ripple confere mais segurança e agilidade nas operações internacionais que as demais criptomoedas.

### ICO (Initial Coin Offering)

Um ICO consiste no levantamento de fundos para uma *startup*. É, então, análogo ao IPO. As principais diferenças residem no fato de que, ao invés de vender ações, são negociadas criptomoedas, que representam parte da empresa. Visto que o *Securities Exchange Commission* (SEC) ainda não possui regulamentação para esse tipo de operação, muitas startups recorrem a esse método como forma de burlar regulações e leis rigorosas para levantamento de fundos, que são necessárias e obrigatórias para bancos e *venture capitalists*.

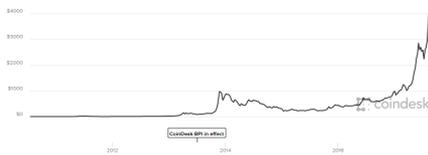
Outros temas importantes e relevantes relacionados às criptomoedas e ao *Blockchain*, extensos demais para este artigo, são a relação destes com a corrente de pensamento liberal e com a Escola Austríaca, além do vínculo econômico muito explorado na tese de Surda, como a prevenção de ciclos econômicos por meio da oferta inelástica de *Bitcoins*. ■

# BLOCKCHAIN: A TECNOLOGIA POR TRÁS DO BITCOIN



Rubens Terra  
Victor Natal

**Bitcoin e as criptomoedas** - É provável que você já tenha ouvido falar de criptomoedas, principalmente da mais famosa delas, o Bitcoin. Já deve ter ouvido dizer que investir em Bitcoin é um bom investimento, pois a moeda se valorizou muito desde que começou a circular (o que é verdade, olhe o gráfico abaixo):



Fonte: coindesk.com

Porém, cuidado! Existe uma máxima no mundo dos investimentos que diz: “Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura”. Por isso, esse artigo não é, de forma alguma, uma recomendação de compra de Bitcoin.

**The Blockchain Revolution** - O que poucas pessoas conhecem é a tecnologia que está por trás das criptomoedas e, por consequência, do Bitcoin. É o chamado blockchain. O conceito é complexo, então vamos tentar simplificar as coisas. Blockchain é um conjunto de servidores espalhados pelo mundo (cada servidor é um nó da cadeia) e que armazenam, concomitantemente, o registro completo da sequência de todas as operações realizadas desde o início de seu registro (o regis-

tro completo é chamado de ledger). Qualquer usuário pode requisitar uma cópia do ledger e se tornar um nó.

O que torna o blockchain tão poderoso é que os nós mantêm toda a informação descentralizada, de forma que não há necessidade de um controle central. Além disso, eles precisam entrar em consenso sobre a validade das operações, assim, para fraudar um registro passado, um usuário precisaria fraudar a uma grande parte dos nós do blockchain (ou seja, milhares ou milhões de servidores), o que é virtualmente impossível hoje, pois requer um poder de processamento computacional extremo.



Fonte: conexaofintech.com.br

**Bitcoin, blockchain, que que tem?** Como funciona uma operação com Bitcoin?

1) Algum usuário faz uma transação, enviando um código de transferência da sua conta para a conta de outro usuário.

2) Essa operação entra em uma fila de validação e um código criptografado único precisa ser resolvido para que a operação seja efetivada.

3) Vários nós da cadeia tentam resolver o código criptografado para validar a operação (qualquer nó pode tentar resolver). Ao ser validada a operação passa a fazer parte do registro geral e é espalhada por todos os nós do blockchain, que entram em consenso.

4) O nó que resolveu o problema (isso é chamado de “minerar”) e conseguiu espalhar mais rápido essa informação dentro da cadeia, é recompensado com Bitcoins pela validação da operação (é assim que ocorre a emissão da moeda).

Ou seja, o bitcoin só funciona por causa do blockchain. Há quem diga que essa tecnologia é completamente disruptiva e que pode substituir cartórios, advogados, contadores, auditorias e até bolsas de valores! Ainda não é possível saber se, de fato, a tecnologia vai ser usada em tantos campos e se os governos não vão se manifestar contra, mas é fato que, como executivos do futuro, devemos observar essas movimentações e entender seus impactos. Bem vindos à Indústria 4.0.

Obs: alguns detalhes técnicos foram omitidos para efeito de simplicidade.



Beat The Market Co.  
Escola de negócios e Mercado Financeiro

**CONHEÇA NOSSOS CURSOS!**  
[www.btmco.com.br](http://www.btmco.com.br)

Mercado Financeiro

Excel Completo



# Bitcoin: volatilidade e riscos da criptomoeda

Primeira moeda digital descentralizada já criada, o Bitcoin tornou-se muito conhecido após passar por uma impressionante valorização. Diferentemente das moedas tradicionais, o Bitcoin não é emitido nem regulado por um banco central, mas gerado matematicamente por computadores em uma rede complexa, podendo ser transferido, online, de usuário para usuário, independentemente de taxas bancárias ou de câmbio. Além disso, a matemática por trás dessa moeda digital foi criada a fim de que exista um limite de Bitcoins a serem gerados, dessa forma, não há possibilidade de que algum órgão emita uma gama de Bitcoins para desvalorizar a moeda.

Assim, esse novo conceito de moeda revolucionou o mercado e ganhou popularidade entre investidores por consequência de sua exorbitante valorização recente. Só em 2017, a criptomoeda chegou a valorizar mais de 167%. Um Bitcoin, que em 2012 valia 5 dólares, passou a valer 700 em dezembro de 2016, chegando a um valor equivalente a, aproximadamente, 3000 dólares em junho deste ano. Contudo, por mais que o investimento na criptomoeda tenha se mostrado extremamente positivo, são inúmeros os riscos e incertezas que o Bitcoin traz para seus investidores.

Primeiramente, é difícil encontrar um ativo com volatilidade comparável à do Bitcoin. Segundo analistas, nem alguns ETFs arriscados e muito especulativos chegam a ter a volatilidade que a moeda digital tem. Um motivo pelo qual o valor do Bitcoin flutua tanto é que a confiança dos investidores no ativo é facilmente alterada por notícias positivas ou negativas em relação à criptomoeda. Assim, alguns eventos geopolíticos e declarações de governos, dizendo que existem chances do Bitcoin ser ou não regulamentado, influenciam diretamente no sentimento do investidor em relação à moeda, e, portanto, em seu preço.

Outra razão para tamanha volatilidade é a forma como o valor é atribuído a essa moeda digital, que é completamente diferente da forma como o valor é atribuído às moedas fiduciárias, por exemplo, as quais são controladas por governos que têm preocupação com taxas de juros, inflação e desemprego. Por existir um limite de Bitcoins que possam ser emitidos, a criptomoeda possui um comportamento semelhante ao do ouro, sendo uma alternativa para investidores quando economias que utilizam moedas fiduciárias mostram sinal de fraqueza e sendo, dessa forma, um ativo sujeito a especulações.

Ademais, a falta de legitimação do mercado mostra-se como um dos principais motivos para a alta volatili-



PEDRO MENDONÇA

Administração  
FGV

dade do Bitcoin. Por mais que existam inúmeras tentativas para a legitimação da criptomoeda, a estrutura do “Blockchain” do Bitcoin dificulta a regulamentação de seu mercado, o que só aumenta a tendência desse ativo a ser volátil.

Além da grande volatilidade, a crescente concorrência do mercado das moedas digitais é também uma ameaça ao Bitcoin. Ether, Litecoin, Monero, Ripple e Dash são algumas das muitas moedas digitais que surgiram recentemente e estão em ampla expansão. Muitos dizem que existe, ainda, a possibilidade de bancos centrais passarem a emitir suas próprias moedas digitais, as quais seriam mais seguras que as já existentes, pois teriam um lastro mínimo assegurado pelo governo emissor. Observa-se, portanto, que a exclusividade e o preço do Bitcoin tendem a diminuir à medida em que tais criptomoedas surjam, se fortaleçam e tornem-se parte da estrutura da economia global.

Contudo, entre as várias criptomoedas já existentes, o Ether destaca-se, atualmente, como o maior concorrente do Bitcoin. Moeda da plataforma de software Ethereum, o Ether tem atraído a atenção de muitos investidores pela sua valorização exorbitante. Desde sua criação, há dois anos, o Ether conquistou um mercado de aproximadamente 10 bilhões de dólares. Criada para realizar uma imensa variedade de transações, facilitando os mais diversos contratos, a rede Ethereum tem um propósito muito mais amplo e concreto que o Bitcoin, e, por isso, alguns analistas preveem que o Ether ultrapasse seu concorrente e torne-se a criptomoeda com a maior fatia do mercado no final de 2018.

Um outro risco relacionado ao Bitcoin é o atual conflito interno entre parte dos controladores da moeda digital. Em consequência de discordâncias entre dois importantes grupos de controladores, existe uma possibilidade de que, no final do mês de julho, a rede do Bitcoin se atualize, fragmentando-se em dois softwares distintos. Assim, se tal processo for concretizado, o Bitcoin se dividirá em duas moedas rivais entre si, o que mudaria completamente a estrutura de sua rede e do mercado das criptomoedas.

Dessa forma, o Bitcoin, embora seja um ativo que tenha passado por uma valorização notável e esteja em um mercado com boas perspectivas de crescimento, apresenta inúmeros riscos para seus investidores. A grande volatilidade, a dificuldade para a regulamentação de seu mercado, o crescente fortalecimento de seus concorrentes e os riscos técnicos de uma possível divisão da moeda são incertezas que devem ser levadas em consideração ao se comprar Bitcoins. ■

# Entrevista com Eduardo Alcalay



Vitor Moriguti, Ricardo Von Brusky, Artur Nepomuceno, Eduardo Alcalay, Leonardo proença, Gustavo Tasso, Macella Cassemiro, Thiago Toshiro

**Eduardo Alcalay é formado em Administração de Empresas pela FGV e Direito pela Faculdade Largo São Francisco, da USP. Começou sua carreira no Citibank, passou pela lendária casa que foi o Banco Garantia, foi sócio da GP Investimentos, CEO das Faculdades Estácio e hoje é CEO do Bank of America Merrill Lynch no Brasil. Ao longo desta entrevista, Eduardo discorre sobre os passos de sua carreira, os principais desafios que enfrentou, o que aprendeu e dá dicas para aqueles que estão entrando agora no mercado de trabalho.**

## Você poderia contar sobre o começo da sua carreira, como você entrou no mercado financeiro?

Decidi fazer Administração de Empresas porque sabia que tinha uma inclinação pra finanças. E meio que de última hora, não sei explicar o porquê, mas também resolvi prestar vestibular para cursar Direito. Fiz Administração na FGV e Direito na USP, na São Francisco. E comecei a gostar muito de Direito, mas sempre sabendo que minha vocação era na área de Finanças e Administração. Direito me agregou muito em conhecimentos totalmente diferentes, apesar de nunca ter advogado, mas com um arcabouço de saber debater, escrever e conviver com gente muito diferente do meio da FGV, do meio de Administração. Então foi ao longo da faculdade que eu percebi que eu gostaria de trabalhar com mercado financeiro.

## E como foi sua ascensão dentro do Garantia?

Foi bem rápida. Eu tive a combinação de preparo e oportunidade. Eu fiz análise de crédito no Citibank durante o meu período de trainee. Mas queria mudar do Citi pois tinha vontade de ir pra Investment Banking. Nem sabia direito o que era, mas eu lia e me interessava por isso. E naquela época – 1992, 1993 – o mercado de Investment Banking não era nada parecido com o que é hoje. Era um

mercado em formação e quem fazia alguma coisa parecida com Investment Banking na época era o Citi e o JP Morgan e eu descobri um tal de banco Garantia – “Uns caras do Rio de Janeiro, donos da Brahma, espertos pra caramba”. O Garantia estava vindo pra São Paulo ainda.

Aí que apareceu a combinação da oportunidade com o preparo. Tendo feito análise de crédito, Garantia estava formando naquele momento a área de IB e alguns seniores estavam precisando de uns juniores. E os caras me entrevistaram e falaram assim: “A gente precisa de alguém que saiba planilhar balanço, que entende de número de companhia. Para ontem! Você sabe fazer isso?” e eu respondi: “Por acaso, eu sei, e muito bem, diga-se de passagem, porque eu fiquei fazendo isso 2 anos e meio. Me coloca um balanço aqui que eu destruo ele”. Sobre minha ascensão lá, foi fruto de paixão por aquilo que eu comecei a fazer e gostar demais. Dediquei-me de corpo e alma, varava noite naquele banco, com um ambiente que era muito propício ao aprendizado. Desde sempre o Garantia tinha um DNA de colocar muita responsabilidade cedo na mão de pessoas relativamente novas, e se a pessoa entregava, ia acelerando. Como é hoje na Ambev. Era a mesma dinâmica. E daí eu tive a oportunidade, combinada do preparo e da competência e ia aprendendo e crescendo. Então fui o primeiro analista do Investment Banking do Garantia. Acima de mim tinham duas pessoas, o José

Olympio, atual presidente do Credit Suisse, e o Marcelo Medeiros, que hoje é um dos sócios da Cambuhy. O Marcelo Medeiros fazia M&A, e o Zé fazia Capital Markets, e eu era o analista que fazia de tudo para eles. Eu fui crescendo e fui indo mais para a área de Fusões e Aquisições até o momento em que eu, em 1995, com 27 anos, virei chefe de M&A do Garantia.

### **E daí você saiu de lá para fundar a Singular com o Armando Sereno? Como foi essa transição?**

Do Garantia eu passei dois anos em um banco americano, o DLJ, que abriu escritório na época e posteriormente foi comprado pelo Credit Suisse, com o Zé Olympio. De lá, eu fui contratado para ser o cara de desenvolvimentos de negócios da UOL, em 2000. A internet estava passando pelo seu primeiro boom, e todas as empresas valiam bilhões de dólares, a UOL era uma das grandes líderes. Eu fui para lá e a experiência acabou sendo mais tumultuada, pois a bolha da NASDAQ, nos anos 2000, explodiu e a mágica da internet se desfez. Fiquei 3 anos trabalhando nesse desafio e nessa diversidade, e dali eu acabei fundando a Singular, uma boutique de M&A com o Armando Sereno que era meu parceiro do Garantia. A ideia era fazer uma boutique focada em consultoria de M&A trabalhando em deals de middle market com aquelas coisas que os bancos grandes não faziam, com nosso estilo, nosso jeito, construindo uma equipe em 2003.

### **E o que te motivou a sair?**

Essa é uma ótima pergunta. Depois de um ano e meio de Singular eu vi que tinha tomado a decisão errada. Eu tinha feito um julgamento errado. Percebi que minha cabeça e meu DNA gostam mais de estar envolvido em grandes organizações, em transações mais complexas, de estar no mainstream. Se é para trabalhar no mercado financeiro eu quero estar nas instituições top de linha, que são as mais fortes, as que exigem mais, que têm mais recursos e que por consequência fazem as transações mais complexas. Eu olhava para os grandes negócios pensando que eu queria estar lá. E isso depende do gosto de cada um. Foi quando decidi sair. Mas isso foi uma coisa que eu descobri. E outra coisa, que também é importante, é que eu não estava me desafiando mais. Estava fazendo M&A, uma coisa que eu já sabia fazer. Mas me dei conta que eu queria continuar aprendendo, senão eu ia perder a garra e a vontade de ir trabalhar todo dia. Pensei em voltar pra IB, e apareceu o caminho de ir para a GP Investimentos, que era a grande novidade, por ser um negócio novo e diferente. Passar para o Buy Side. Passar a ser investidor, dono de empresa.

### **Uma curiosidade que eu fiquei em relação ao Garantia. A gente sabe que de lá surgiram vários nomes importantes do Mercado Financeiro. Queria saber o que você mais aprendeu lá dentro e o que você mais leva para a sua vida. Qual é o segredo do Garantia?**

A fórmula mágica não é muito diferente do que você

vê hoje na 3G. Eu conheço bem a 3G, Brahma, Ambev. Quase fui trabalhar lá. Essa é uma mensagem geral. Mas eu aprendi muito disso do Garantia, e vejo nos outros lugares. Quatro coisas: 1) Trabalhar Duro. Não tem substituto para trabalho duro. Se você quiser ir longe não vai ter free lunch. Tem que trabalhar muito. 2) Sempre estar aprendendo: aberto e disposto a aprender. O Jorge Paulo é um cara que hoje, com 78 anos, sempre anda com um livro debaixo do braço. E sempre está sentando com alguém e perguntando “Me conta aí sobre o seu negócio que eu quero entender melhor como faz isso”. Desde aprender sobre as situações mais simples até contratar o escritor Jim Collins. 3) Sempre fazer a coisa certa. Não tem desvio. Por mais que seja doloroso, difícil e trabalhoso, encara e faz o certo. 4) E por último, apesar da imagem agressiva – que não condizia com a realidade – que o Garantia tinha na época, seja uma pessoa simples e boa na vida. Porque o mundo dá voltas e a vida é longa. Tenho 26 anos de trabalho. Passei por diferentes ambientes e assuntos. E até hoje, para estar aqui nesse banco falando com vocês, eu claramente vi que cada um desses pilares foi testado nas entrevistas que eu fiz para estar aqui. Isso o Garantia me ensinou: trabalhar muito, aprender sempre, fazer a coisa certa, e ser do bem e simples.

### **Quais as principais mudanças que você enxerga daquele tempo para hoje?**

Velocidade e disponibilidade da informação. Mercado financeiro é muito dependente da informação. Naquela época, quando eu comecei a fazer Investment Banking (M&A), eu tinha que pesquisar muito sobre a empresa, não tinha Internet, então, para eu ter acesso a essas informações, eu assinava um serviço no qual eu fazia o pedido do que eu queria e ficava a noite rodando um servidor e de manhã chegava a folha de fax com artigos. A velocidade e a disponibilidade da informação ao mesmo tempo que facilitou a nossa vida porque chega-se ao conhecimento mais rapidamente, gerando produtividade, gerou muito mais demanda de trabalho, exige-se muito mais, temos um ambiente mais competitivo e intenso. Outra mudança foi um mercado muito mais variado, então, o mercado financeiro compete por mão de obra com diversas companhias, especialmente as tech companies, que são muito atrativas.

### **Você foi conhecido como “o homem das 3 mil metas” pela revista Exame durante a sua atuação na Estácio. Você poderia comentar um pouco sobre essa frase?**

Primeiramente, preciso dizer que têm dois momentos críticos na minha vida profissional: os anos de Garantia, que formaram meu DNA nessa linha que eu comentei dos 4 pilares, e os de Estácio, porque lá eu fui desafiado a um nível extremo. A natureza e a intensidade dos desafios me levaram a um outro patamar de desenvolvimento profissional porque me colocaram numa companhia com 12.000 funcionários, com back-grounds, ambições e cidades diferentes. Então, foi um desafio muito grande gerenciar uma grande organização

com um grande contingente de pessoas. As 3.000 metas vêm de uma jornalista. Ela passou um dia comigo na Estácio e eu mostrei para ela como gerenciávamos a companhia e eu disse para ela que todos tinham as suas metas individuais, mas que elas estavam alinhadas com o plano estratégico da companhia, que é o rumo que tínhamos que seguir negociado e aprovado com o conselho de Administração dos acionistas. Então, eu disse que desdobrávamos esse rumo em metas para a diretoria e essa diretoria, para os gerentes e assim por diante. De acordo com o meu aprendizado no Garantia, na 3G, na Ambev, o número de metas ideal é 6. E eu disse a ela que tínhamos umas 500 pessoas que tinham sido educadas a viverem nessa mentalidade de metas, fazendo a conta temos 3.000 metas. A beleza está em como contaminar uma companhia inteira com esse desdobramento de metas.

### **Quando falamos num sistema de metas, falamos em meritocratizar a gestão. Houve muita resistência a isso? Você considera que é um problema da cultura do brasileiro essa resistência a meritocracia?**

Não. Na Estácio, houve resistência, mas não foi cultural. Lá, tínhamos mundos diferentes. Havia professores que se opunham à mistura da educação com lucro, a chamada “mercantilização da educação” – diziam que “educação não é mercadoria”. Havia um preconceito muito forte em relação a isso, e apaziguar esse conflito foi um dos maiores desafios iniciais. Nós precisávamos trazer essas pessoas com a gente e colocá-los no nosso jogo. Não podíamos deixá-los de fora. Era preciso fazer os professores entenderem que a qualidade da educação deveria vir acompanhada de um modelo de negócio sustentável financeiramente. Ao mesmo tempo, exigia que os que trabalhavam no financeiro entendessem a dinâmica de ensino. Ao invés de ir para um extremo ou outro, era preciso que todo mundo se juntasse.

Também não considero que essa aversão seja um problema cultural do brasileiro. O brasileiro é muito aberto e sensível a questão da meritocracia. A propósito, quem faz uma contribuição muito grande para essa cultura pró-meritocracia crescer constante são os nossos amigos da 3G. Quando o Banco Garantia entrou nos anos 90 com um crescimento enorme, adotando um modelo revolucionário para a época, dando bônus para que os performassem melhor, eles contaminaram o mercado para que seguisse esse modelo. Não acho que haja uma resistência tão grande assim.

Pelo contrário. No setor público, em que, por natureza, não dá para implantar uma meritocracia forte, sinto às vezes que há pessoas nas empresas públicas que até têm vontade de entrar nesse sistema. Mas é outra natureza de governança.

### **Agora que você é CEO do Bank of America Merrill Lynch no Brasil, você poderia nos contar como é um dia-a-dia de um CEO de Banco de Investimentos e como o foi o processo de transição?**

Ser um CEO de um Banco tem muito a ver com o processo da minha vida. Eu fiquei em banco por 12, 13 anos e depois fui para o outro lado do balcão, como CEO de uma companhia pela GP. Quando eu estava para sair da GP, eu queria novamente ser CEO. Eu tinha voltado para o fundo depois de 4, 5 anos na Estácio, surgiram alguns projetos, mas o que eu realmente queria e tinha gostado era ser CEO. Então eu saí da GP para ser CEO no mercado. E surgiu o banco.

Ser CEO de um banco não é muito diferente de outra companhia, a não ser que aqui o produto que nós vendemos é banking, dinheiro, Investment banking, empréstimo, trading, advisory, principalmente. Sobre o meu dia-a-dia: temos muitos funcionários e várias áreas. Temos o pessoal do front que está lidando com o cliente diretamente, vendendo; o pessoal do middle, que dá apoio e suporte imediato às decisões comerciais, como a área de Análise de Crédito, onde iniciei minha carreira; e tem o back office, que compreende toda área de contabilidade, recursos humanos, compliance, jurídico. O meu dia-a-dia é estruturado em torno da coordenação e supervisão dos esforços do banco para crescer em termos de receita, nas áreas comerciais e de interação com os clientes nas diferentes áreas em que nós atuamos. Eu sou aquela pessoa com uma visão macro que empurra a equipe mais longe rumo aos objetivos do banco. Em termos de decisão importante, como crédito, risco, contratações, também tenho uma atuação forte. Além disso, também tenho de monitorar e ajudar nas decisões de back office – problemas em compliance, RH. É uma posição de liderança dos demais especialistas.

A questão é que eu tenho que entender e viver a alma do negócio. Saber um pouco de tudo. Eu tenho que liderar e inspirar as pessoas para fazer o conjunto funcionar, ter certeza que as áreas estão bem geridas e integradas, que todo mundo se conhece e entende o seu papel e como os seus papéis se completam com o dos outros para fazer o banco funcionar.

Tem uma nuance aqui no banco, que é o modelo de gestão matricial. Temos uma matriz, onde estão os especialistas globais, como a pessoa que é Head de Investment Banking Global, que tem uma relação direta com o Head do Brasil, do Chile, dos EUA. O head aqui reporta ao chefe funcional na matriz e também para o –country-head–, que sou eu. Aqui, ninguém manda sozinho. É um modelo híbrido de governança bem regulado. Essa dinâmica é coordenada e em linha com nosso modelo de governança global, com alçadas de decisões compartilhadas, e dentro do quadro regulatório brasileiro e internacional. Além disso, há o nível pessoal, todo mundo tem bom senso, liderança e vontade. Eu sei que não mando sozinho, mas eu tenho que saber me fazer importante, para orquestrar as pessoas para que tomes as decisões certas para atender às demandas dos nossos clientes e ser rentável.

### **Qual foi o momento mais difícil da sua carreira? E o que isso te ensinou?**

Acredito que o momento mais difícil foi durante o período que eu passei na Estácio. Quando cheguei lá eu me vi diante de uma companhia que estava machucada na sua alma, que era prover educação de qualidade para estudante universitários no mercado de ensino chamado de “jovens trabalhadores”- pessoas que trabalham de dia e estudam de noite, que buscam faculdades mais baratas. A Estácio se encontrava dessa maneira pois havia perdido a sua característica de entregar ensino de qualidade, os professores também estavam machucados e castigados, o que era um grande problema, pois como é que se melhora a faculdade se os professores não se encontravam mais animados e motivados a melhorá-la?

Em segundo lugar, era um assunto muito diferente e complexo pois para realizar o turnaround de uma empresa de educação não é a mesma coisa do que numa empresa puramente comercial. Ao realizar mudanças na empresa, você está impactando diretamente a vida e a alma das pessoas que estão estudando lá. A natureza e a magnitude do problema eram muito grandes, no meu primeiro ano na empresa eu fiquei uns bons meses sem dormir, o que me destruiu fisicamente e dificultava ainda mais na minha energia e capacidade para encarar e resolver o problema e dar a volta por cima. Mas com muita resiliência, esforço, dedicação, obsessão e apoio familiar a gente conseguiu dar a volta por cima, mas eu digo que o maior desafio da minha vida foram aqueles primeiros anos da Estácio.

### **Além do Jorge Paulo Lehman, quem foram as pessoas que mais te inspiraram?**

Beto Sicupira e Marcel Telles, acredito que essas pessoas, assim como Jorge Paulo Lehman, possuem uma virtude muito valiosa de transformar coisas muito complexas em simples, visto que dessa maneira conseguem transformar a cultura e o funcionamento de uma organização. Esse é um conflito constante nas companhias: manter as pessoas motivadas, com meritocracia e cuidando dos interesses dos acionistas é muito complexo, e essas pessoas fazem isso muito bem, de um modo que já foi testado por muitos anos em diversas companhias.

Além deles, o Fersen Lambranco e o Antonio Bonchristiano – ambos da GP Investimentos – também me inspiraram e me ensinaram muito. Acredito ser muito importante se inspirar todos os dias com pessoas novas, eu mesmo ao entrar no banco pude conhecer três pessoas novas que eu me impressionei muito com o quão boas elas são, e passaram a me inspirar desde então. E é isso que me faz acordar todo dia com disposição para fazer o melhor na organização.

### **Em relação as diversas transições que você teve na sua carreira, você tem alguma dica para os jovens que estão começando agora e estão passando por momentos importantes da carreira?**

Acredito que é muito importante ter calma e resiliência durante a carreira, demora para aprender, ninguém ganha um bônus grande rápido, o sucesso não é uma

linha reta, é cheio de altos e baixos. Acredito que tem que saber enfrentar crises, chefe chato e saber que no final possui uma saída. Ao mesmo tempo, paciência e resiliência não quer dizer acomodação e complacência, é sempre necessário ter bom senso e ver se o que você está fazendo está valendo a pena, acredito que esse balanço entre resiliência sem se acomodar é uma arte – é muito difícil encontrar o equilíbrio. Acredito que também é muito importante amar o que você está fazendo, porque assim encontrar esse balanço se torna muito mais fácil, pois você não se importa tanto com o salário ou se está demorando um pouco a mais.

### **Você comentou que o Jorge Paulo Lemann sempre anda com um livro embaixo do braço. Você tem alguma literatura que mudou sua visão e que te ajudou muito?**

Quando eu estava na Fundação Getúlio Vargas, comecei a ler uma revista de negócios em inglês, a Fortune Magazine. Logo após isso, eu me interessei bastante pela revista e comecei a assiná-la em conjunto com o meu irmão, que também fazia administração de empresas. Isso foi há 27 anos e até hoje eu assino e leio a revista Fortune Magazine. Outra revista que assinei logo após foi a The Economist e também continuo lendo e assinando até hoje.

Para quem trabalha com business, a Fortune irá te ensinar vocabulários e termos de negócios em inglês. Mas o que ela vai realmente te ensinar é o conhecimento de como os principais líderes de empresas tomam decisões nas organizações. E isso é um conhecimento muito valioso para quem quer ou trabalha com business. Já a The Economist não é uma revista de noticiário, e sim de opinião. Então se você quer ter opinião sobre um determinado assunto, você pode ler a The Economist. Às vezes, você pode até não concordar com a opinião do autor, mas você terá fundamentos para seus argumentos. Assim, eu recomendo fortemente a leitura periódica dessas duas revistas.

Já em relação a livros, eu tenho duas recomendações escritas por Jim Collins. O primeiro livro é “Good to Great”, onde o autor explica como as companhias crescem. E o segundo livro é “How the Mighty Fall”, onde o autor explica como grandes e poderosas organizações começam a ter desempenhos ruins.

### **Qual é o seu sonho grande?**

Meu sonho grande é fazer do Bank of America Merrill Lynch um dos bancos mais fortes e populares do Brasil no nosso segmento de atuação, tornando-o uma placa mais poderosa e respeitada. Eu estou focado e obstinado para fazer isso de maneira mais forte e mais intensa, partindo de uma marca que já é bem reconhecida, dado o trabalho excelente que meus antecessores fizeram para trazer o banco ao patamar que estamos hoje. Tal fato torna o meu objetivo mais difícil ainda. Porém, assim que é bom, desafio grande é desafio bom.

# Dividendos: A fórmula mágica para sonegar dentro da lei?



FRANÇOIS  
BORIS

Economia  
FEA USP

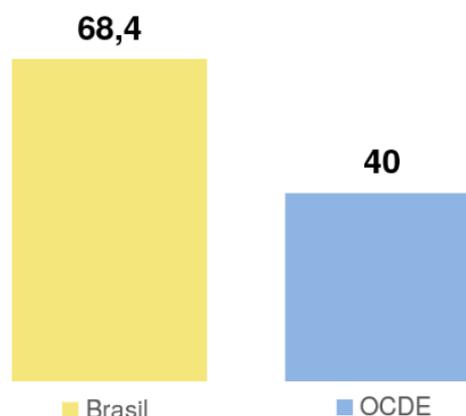
Em uma das edições de seu bem-recebido programa de tevê, Greg News, Gregório Duvivier trata de uma importante e delicada questão: impostos. Mais precisamente, Gregório expõe uma informação chocante: no Brasil, a camada mais pobre da população, com renda entre zero e dois salários mínimos, gastaria 48,8% de toda sua renda em tributos, enquanto os super-ricos, com rendimentos mensais acima de 132 mil reais, pagariam apenas 9%. Isso se deveria ao fato destes receberem sua renda em forma de dividendos que, apenas no Brasil e na nanica Estônia, não são tributados. Mais uma jabuticaba.



Duvivier propõe, então, a cobrança de impostos sobre dividendos no Brasil, atentando ao fato de que uma cobrança de apenas 15% já poderia diminuir em quase um terço o atual déficit fiscal brasileiro. E ele não está sozinho nisso: a economista Laura Carvalho, em recente coluna n'A Folha de São Paulo e Felipe Salto, diretor-executivo da Instituição Fiscal Independente do Senado Federal (IFI), recentemente tocaram no mesmo ponto. Teriam os ricos brasileiros descoberto, antes de todos, a fórmula mágica de “pagar menos impostos sem ir para a cadeia”, prometida por Gregório Duvivier no começo de seu programa?

Para conseguirmos responder esta questão precisamos entender como funciona a tributação empresarial no Brasil. De pouco importaria a não-cobrança de impostos sobre dividendos para a riqueza do empresário se já houvessem sido cobrados tributos sobre os lucros da empresa em proporção semelhante. Em recente pesquisa, a consultoria PricewaterhouseCoopers agregou diversas métricas com o objetivo de calcular o peso do sistema tributário de um país sobre suas empresas. Utilizando apenas um de seus indicadores, a Taxa Total de Impostos (TTR), que mede quanto do potencial total de lucro da empresa é levado pelos diversos tributos existentes em cada país, já se nota enorme diferença entre a carga tributária empresarial brasileira e a média dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), um conjunto de países, em geral, ricos.

## Taxa Total de Impostos (%)

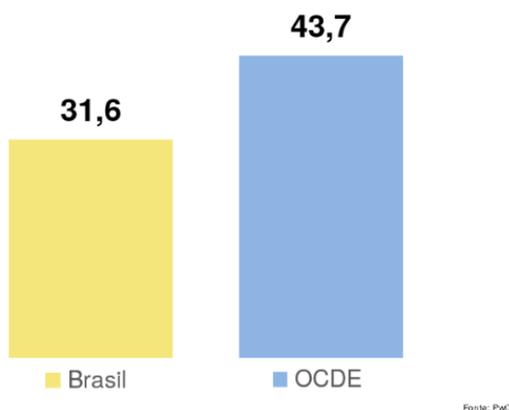


Fonte: PwC

Com uma Taxa Total de Impostos de 68.4% versus 40.1%, a diferença entre a carga tributária empresarial brasileira e a da OCDE é gritante. Isto significa que, ao compararmos duas empresas iguais, uma em cada “país”, a brasileira iria ter 47% menos dinheiro

para remunerar seus sócios (desconsiderando efeitos da tributação nos preços ou nas quantidades produzidas). A maior tributação empresarial no Brasil poderia ser “compensada”, todavia, pela cobrança de impostos sobre dividendos nos países da OCDE; de fato, essas nações cobram, em média, 27.2% dos dividendos em tributos. Deduzindo da nossa “empresa-exemplo” sediada nos países da OCDE tal alíquota de impostos sobre os dividendos, continua significativa diferença entre o dinheiro disponível para a remuneração dos sócios: o empresário brasileiro receberia 27.5% menos dinheiro que seu par internacional, dono de uma empresa igual em todos os sentidos.

### Lucro Empresarial Total (%)



Fonte: PwC

O lucro empresarial total considera todo o lucro da empresa sendo distribuído na forma de dividendos.

Enquanto, fiscalmente, a enorme carga tributária brasileira mais do que compensa a não-existência de um imposto sobre dividendos, a questão econômica é bem mais complexa. A menor tributação da atividade empresarial e a maior dos dividendos poderia tornar mais atraente para os empresários o reinvestimento produtivo dos lucros de suas empresas, aumentando a produção, desenvolvendo novos produtos e, provavelmente, gerando mais riqueza e empregos. Em contraste, a situação atual brasileira onera o investimento na produção—que, além de tudo, ainda encara altíssimos custos de oportunidade devido às enormes taxas de juros vigentes no país—e incentiva a distribuição do lucro empresarial por meio de dividendos, com efeitos possivelmente negativos para o crescimento econômico do país. Como resultado, terminamos donos de um sistema tributário não apenas excessivamente caro, mas também desastrosamente ineficiente no estabelecimento de incentivos econômicos.

Por fim, vale retornar à questão apresentada por Gregório Duvivier: os pobres pagam 48,8% de sua renda em impostos, enquanto os ricos pagam apenas 9%? Duvivier

não explica bem em seu programa, mas o dado de 9% de taxa para os super-ricos não se refere ao total de impostos pagos por esse grupo, mas apenas à quantidade paga via Imposto de Renda, tributo do qual boa parte da população pobre do país é isenta. Todavia, a situação real não é tão mais bonita que a apresentada por Duvivier. Voltando ao mesmo artigo do IPEA apresentado no programa, encontramos que, sim, os mais pobres gastam 48,8% de sua renda em tributos, enquanto os mais ricos (com renda acima de 30 salários mínimos), contribuem com apenas 26,3% da sua—um resultado desastroso da nossa atual política tributária, demasiadamente baseada em impostos sobre consumo, que impactam desproporcionalmente os mais pobres.

No fundo, a questão é bem mais profunda e de difícil discussão que o simplismo humorístico apresentado por Duvivier. A não-cobrança de impostos sobre dividendos no Brasil não é tanto causa, quanto consequência de um sistema tributário profundamente mal estruturado e causador de desigualdades, onde o processo produtivo é exorbitantemente tributado, mas não seu retorno para os donos ricos; onde produtos de necessidade básica são enormemente encarecidos por impostos e os amigos do rei aproveitam subsídios e desonerações. Frente a séculos de corrupção, podridão institucional e ineficiência, nenhuma bala de prata solucionará nossos problemas. Apenas a discussão, aberta e honesta, acerca dos nossos pecados estruturais. ■

---

MARKETS ST

---