

# MARKETS ST.

EDIÇÃO Nº 21 | JUNHO 2018

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

## A MARÉ CHINESA

A onda de investimentos chineses no mundo gera otimismo e preocupação



ENTREVISTA COM  
PATRICE ETLIN

NOVO ANO  
NOVO BNDES

ORÇAMENTO  
UNIÃO EUROPEIA

POCKET RESEARCH  
ALPARGATAS S.A.

# Realização



# Equipe



**Thiago Toshiro Tokuyoshi**

Diretor e editor  
Contabilidade FEA USP



**Gustavo Ferreira**

Diretor associado POLI  
Engenharia Civil



**Marcelo Pagotto Figueiredo**

Editor e diagramador  
Economia FEA USP



**Nathan Souccar**

Diretor associado FGV  
Economia



**Ana Penteado**

Revisora  
Economia FEA USP



**Luis Bastos**

Revisor  
Economia FEA USP

# Índice



EDITORIAL	4
MACRON TENTA COLOCAR A FRANÇA DE NOVO NO CENÁRIO INTERNACIONAL por Victória Bittar	5
A MARÉ CHINESA por Toshiro Tokuyoshi	6
NOVO ANO, NOVO BNDES por Luis Bastos	8
OS NOVOS EMBATES DO NOVO ORÇAMENTO DA UNIÃO EUROPEIA por Gustavo Ferreira	10
O TIGRE INDIANO por Victor. Canhada	12
JUSTIÇA TAMBÉM É PARA OS INVESTIDORES por Guilherme Polho	13
POCKET RESEARCH: ALPARGATAS S.A. por Isabella Fonseca	14
AS CRIPTOMOEDAS PODEM LEVAR AO FIM DOS BANCOS? por Aisha Jinsi	16
M&A'S NO SETOR DE EDUCAÇÃO NO BRASIL por Vitor Moriguti e João Vitor Zuardi	17
AGIOTAGEM INSTICIONALIZADA DE PINDORAMA por Gabriel Locci	18
AFETADA POR INTENSA CANIBALIZAÇÃO, RAI A DROGASIL BUSCA CONTORNAR A RECENTE CRISE por Pedro Tarossi Brigide	19
SURGIMENTO DE UMA GIGANTE: A AQUISIÇÃO DA SPRINT PELA T-MOBILE por Sérgio Rodrigues Jr.	20
MARKETS ST. ENTREVISTA: PATRICE ETLIN	22
DÁ PRA GANHAR DINHEIRO COM AÇÕES QUE CAEM? DÁ! por Equipe BTM	26
POPULISMO: DE VARGAS A BOLSONARO por Rafael Galvão	27

# Editorial

Nesta vigésima primeira edição da Markets St. trazemos temas que cobrem as principais pautas dos últimos meses, de Ocidente a Oriente: Macron e a busca para restabelecimento da França no cenário internacional, a novo orçamento de uma União Europeia conturbada, a onda chinesa de aquisições pelo mundo, a busca pela ascensão indiana, além de outras matérias abordando de finanças a análises.

Temos o prazer de apresentar nossa entrevista com o director manager de um dos principais fundos de private equity no país: Patrice Etlin, da Advent. O gestor conta como foi trazer ao Brasil uma indústria até então pouco conhecida, o sucesso por trás da instituição que está a frente, a opinião frente ao mercado atual e suas perspectivas.

Agradecemos ao Safra como parceiro para a edição.

EQUIPE MARKETS ST.

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



Consultoria Júnior de Economia  
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS



## Macron tenta colocar a França de novo no cenário internacional

Emmanuel Macron, presidente da França desde maio de 2017, tenta colocar a França novamente no epicentro econômico mundial, mas enfrenta desafios domésticos e externos.

O presidente garantiu sua eleição com 66,1% dos votos, derrotando a candidata Marie Le Pen. Antes de entrar na política, foi associado do banco Rothschild e, após ser Secretário Geral Adjunto, assumiu o Ministério da Economia em 2014. No cargo, propôs a chamada “Lei Macron” que pretendia deslanchar a economia francesa. Em 2016, criou o movimento político “Em Marcha!”, pelo qual concorreu à presidência no mesmo ano.

Chegou ao comando de um país cuja alíquota de impostos é uma das mais elevadas do continente, além do desemprego consistentemente alto, em torno de 9,5%. Foi eleito com um projeto liberal na esfera doméstica, que propõe a redução de subsídios, corte de gastos públicos, isenções e diminuições de impostos, e afrouxamento das leis trabalhistas. Seu programa econômico, o qual busca reaquecer a economia por meio de incentivos ao empresariado, enfrenta, entretanto, resistência por parte dos setores de esquerda no país, historicamente consolidados no cenário político.

O descontentamento da população com o presidente se reflete em diversos protestos e greves, como a dos ferroviários, que contestou as reformas no setor público. Ainda, o sistema de transporte, utilizado por 4,5 milhões de pessoas diariamente, pode ficar em greve por até três meses. Além da insatisfação por setores da população, o movimento fundado por Macron não possui cadeiras no Parlamento, o que pode dificultar a aprovação de suas reformas.

O plano para colocar a França novamente no centro



VICTÓRIA BITTAR

Engenharia Mecânica  
POLI USP

do cenário internacional não se limita, porém, a projetos internos. Para a zona do euro, o presidente propõe a criação do cargo de ministro para toda a região e de um orçamento geral para os países do grupo, além de transformar o atual Mecanismo Europeu de Estabilidade em um Fundo Monetário Europeu.

Com o Brexit, o mais poderoso aliado francês para aprovação das reformas na zona do euro é a Alemanha que, no entanto, mostra-se resistente às mudanças propostas por Macron. Angela Merkel, atual chanceler alemã, e a forte base conservativa da Alemanha não se mostram inclinados a aprovar as reformas, assegurando aos seus eleitores que o dinheiro de impostos da robusta economia alemã não será gasto em uma eventual recuperação de um país do bloco que se encontre em crise.

Portanto, apesar de projetos domésticos e externos ambiciosos e que buscam recolocar a França no protagonismo internacional, em especial na zona do euro, Emmanuel Macron enfrenta desafios para que seus projetos sejam acatados em ambos os âmbitos.

Fontes:

<https://www.politico.eu/article/emmanuel-macron-eurozone-plan-hits-berlin-wall-angela-merkel-fiscal-transfer/>

<https://www.reuters.com/article/us-france-germany/merkel-and-macron-play-up-euro-zone-reform-plans-idUSKBN1F81BI>

<https://exame.abril.com.br/economia/greve-de-ferroviarios-na-franca-causa-transtornos-e-desafia-macron/>



## A Maré Chinesa



**TOSHIRO  
TOKUYOSHI**

Contabilidade  
FEA USP

Quem acompanha notícias de mercado provavelmente ouviu falar de negociações famosas, como: State Grid compra 100% da CPFL; Paper Excellence adquire Eldorado; Didi Chuxing é a nova dona do aplicativo 99 Taxi. O que essas transações têm em comum? São empresas chinesas que saíram às compras de ativos no Brasil nos últimos anos. E a enxurrada de capital chinês não para por aí. Projetos faraônicos como Belt & Road Initiative e Made in China 2025 vem trazendo um verdadeiro tsunami de investimentos e aquisições em todo o mundo. Todavia, observadores internacionais apresentam um dilema: essa tendência é um mero reflexo do desenvolvimento da economia chinesa ou um movimento sagaz do Politburo encabeçado por Xi Jinping para dominar o mundo?

Primeiramente, os fatos. De acordo com o Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), companhias chinesas desembolsaram US\$ 511,9 bilhões em aquisições no exterior nos últimos três anos, um montante nada desprezível. Esses números com certeza tiram o sono dos discípulos de Peter Navarro, autor da obra conspiratória *Death by China* e diretor do Conselho Nacional de Comércio da Casa Branca. Mas um pouco de perspectiva é o suficiente para minimizar o pânico. No mesmo período, os Estados Unidos investiram US\$ 1,05 trilhão, o dobro dos principiantes chineses. Além disso, a proporção do investimento chinês no exterior em relação ao PIB ainda está aquém das grandes economias. Companhias dos EUA e da União Europeia gastam 1,3% e 2,0% do PIB com fusões e aquisições em outros países, respectivamente, enquanto os chineses apenas 0,9%.

Outra preocupação é com relação à origem desses recursos. Há uma crença generalizada que boa parte do capital seja proveniente do governo veiculado pelas empresas estatais conhecidas como *State Owned Enterprises* (SOE). Nesse caso, a compra de ativos estratégicos em outros países seria conduzida pela política agressiva de Pequim, que procura executar uma agenda de dominação global. Mito. A participação das SOE tem caído drasticamente. Em 2016, somente 6% das transações envolveram companhias estatais, segundo estudo da consultoria McKinsey. Até mesmo os fundos do governo têm pouca participação em investimentos fora das fronteiras da segunda maior economia do mundo.

Esse interesse crescente dos empresários chineses em investir fora de seu país tem um argumento central mais pragmático do que teorias conspiratórias. Trata-se de expandir a penetração dos produtos chineses em um momento que o mercado doméstico começa a dar sinais de crescimento limitado. Há também a corrida para incorporar propriedade intelectual, aquisição de know how e tecnologia para garantir a competitividade do ambiente corporativo chinês.

E o onde se encaixa o papel do governo? Não é nenhuma surpresa a forte influência do Partido Comunista Chinês na política econômica, com metas de crescimento rigorosamente traçadas. Mas com o florescimento do setor privado, o governo adotou uma postura mais voltada a facilitar a vida das empresas a fim de que elas possam produzir os resultados desejados no cenário macroeconômico. Até os bancos estatais, antes principais financiadores, reduziram

sua importância nas aquisições internacionais. Hoje, muitas companhias recorrem a instituições financeiras ocidentais que disputam acirradamente para oferecer linhas de créditos atrativos.

Antes uma terra de estatais e reprodutora de tecnologia licenciada, hoje a China é lar de grandes corporações privadas como Tencent, Huawei, Alibaba e Lenovo que investem pesadamente em pesquisa e desenvolvimento e adquirem empresas com tecnologia que possam absorver. São essas companhias que têm colocado em alerta países dependentes de exportação de tecnologia como Coreia do Sul, Alemanha e EUA. Essa tendência de aquisição de tecnologia está alinhada com políticas desenvolvimentistas de Pequim.

A principal delas é o programa lançado em 2015 pelo secretário-geral do Partido Comunista Xi Jinping: Made in China 2025. O objetivo é transformar o país em um centro de desenvolvimento de alta tecnologia, especialmente em algumas áreas estratégicas como robótica, sistemas de informação, aviação e novas fontes de energia. Dessa maneira, a indústria chinesa reduz a dependência tecnológica e aumenta o valor agregado de sua produção. Porém, isto pode não ser benéfico para a cadeia de produção global. Países que dependem de exportar tecnologia e não pode concorrer com o baixo custo de produção chinês estariam em situação bastante complicada. Alguns casos já estão em discussão na OMC.

Além de aquisições de empresas no exterior, existe o plano de investimento pesado em infraestrutura mundo afora. A melhor representação disso é o megaprojeto intitulado Belt & Road Initiative. Também conhecido como a nova rota da seda, a ideia é estabelecer rotas alternativas para o fluxo de mercadorias chinesas. O anúncio foi realizado em 2013 e atualmente está estimado em estratosféricos US\$ 900 bilhões. Comparado ao Plano Marshall em escala, o projeto interligará, via rodovias, ferrovias e rotas marítimas, Ásia, África e

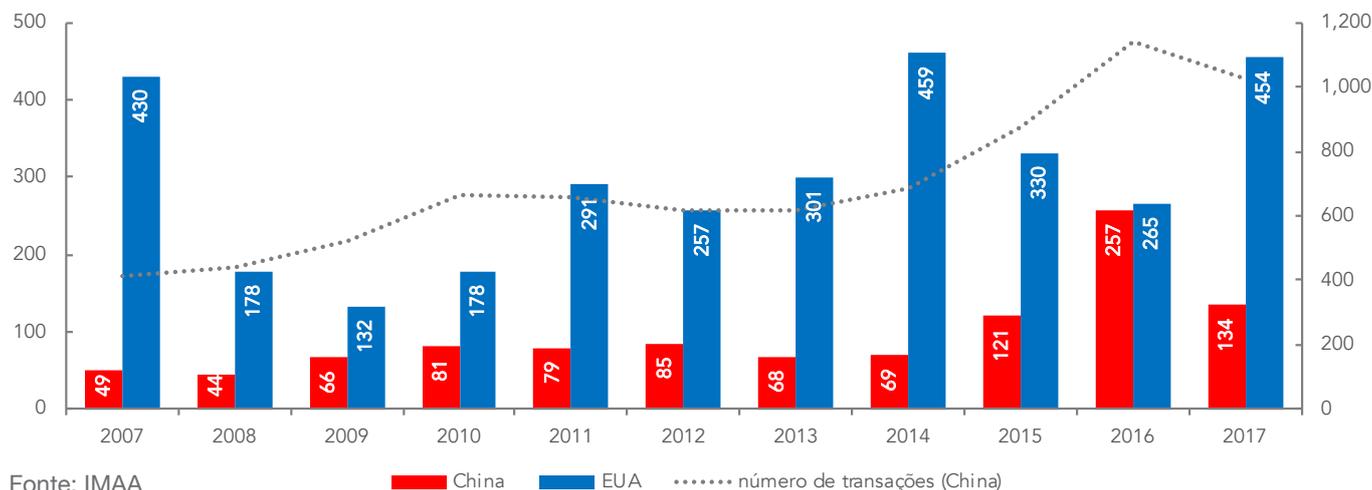
Europa. O acordo para implementar os investimentos já conta com 68 signatários. O empreendimento está nas mãos do Governo Chinês que pretende alcançar dois objetivos principais.

Os chineses querem criar uma rede logística menos dependente de rotas que atravessam o Mar do Sul da China. Esta região é motivo de tensão entre diversos países, inclusive a China, que disputam o direito de águas internacionais. Portanto, um bloqueio naval poderia prejudicar a passagem de navios chineses, afetando tanto o suprimento de matérias primas quanto o escoamento da produção. Uma medida bastante controversa de Pequim foi a criação de 7 ilhas artificiais na região, com bases militares instaladas para assegurar o controle do Mar do Sul da China para a passagem da frota mercante chinesa.

Além disso, há o objetivo de aumentar sua influência em uma extensa zona que percorre Ásia Central, Oriente Médio e África. Nestas regiões encontram-se muitos países às margens da globalização que receberão os chineses de braços abertos. O investimento deve impulsionar as economias locais, formando uma pletoira de súditos fiéis que podem ajudar a pender a balança a favor de Pequim em disputas comerciais com as potências ocidentais.

Os investimentos chineses estão por toda parte, tanto provenientes de recursos privados como fundos do governo. Seja companhias privadas adquirindo ativos estratégicos ao redor do mundo ou aportes massivos de capital em megaprojetos de infraestrutura em países às margens da globalização, a verdade é uma só: a China está assumindo sua posição de preponderância político-econômica. A inquietação das potências ocidentais tem procedência, pois de fato há uma mudança em curso nos fluxos de poder global. E a maré de capital chinês pelo mundo não é a fonte de poder, mas sim apenas uma consequência.

China vs. EUA: fusões e aquisições no mundo (US\$ bilhões)





## Novo ano, novo BNDES



**LUIS BASTOS**

Economia  
FEA USP

Em 2018, o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) apresenta mudanças substanciais em suas políticas operacionais. A taxa de referência que balizava as operações de empréstimos da instituição até o ano passado, a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), foi substituída pela TLP (Taxa de Longo Prazo), abrindo uma importante via para a captação de recursos através da securitização de sua carteira de crédito. Aliado a isto, a autarquia federal irá seguir a tendência de ampliação de sua linha de crédito para pequenas e médias empresas, principalmente através do BNDES Giro e expansão da linha Finame.

A partir do dia primeiro de janeiro, a TLP passou a vigorar como a taxa de referência para a indexação de contratos do BNDES. A nova taxa é composta pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e uma taxa prefixada, definida mensalmente pelo Banco Central, que terá como base a média diária dos últimos três meses da taxa de juros para o prazo de cinco anos da estrutura a termo das NTN-B. Deixando de lado a TJLP, que era definida como a meta de inflação mais um prêmio de risco arbitrado discricionariamente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), a TLP passará por um período de cinco anos até convergir gradualmente para seu benchmark, a NT-

N-B. Ao aplicar uma taxa que reflete as oscilações conjunturais às operações de crédito do maior investidor institucional do país, os benefícios da mudança atuam em três vertentes: na expansão do mercado de capitais para dívidas de médio e longo prazo, na contração taxa de juros de equilíbrio e no ajuste fiscal, com a utilização eficaz do capital e redução de subsídios implícitos.

No que tange ao mercado de dívida de longo prazo, a aplicação da TLP permitirá a securitização da carteira de crédito do BNDES e demais instituições que utilizavam a TJLP. Conforme um trabalho realizado pela Secretaria de Planejamento e Assuntos Econômicos (Seplan), a TLP é uma taxa mais previsível para as empresas que quiserem casar seus fluxos de receitas e pagamentos de dívidas, já que existem mecanismos de precificação por parte do mercado. Quanto às possibilidades de securitização – na qual os ativos são agrupados em títulos para a venda a investidores –, o BNDES poderia transferir carteiras de crédito para um fundo de recebíveis ou vendê-las para bancos, fundos de hedge ou de investimentos. O mais provável, entretanto, é a operação de venda final, ou true sale, em que o investidor assume todos os riscos da carteira, uma transferência completa de ativos entre a cessionária e o originador de crédito. Tal procedimento, devido ao

contexto de mercado, dificilmente ocorre antes da total convergência para a NTN-B. De qualquer maneira, posta em prática, esta nova forma de captação de recursos trará benefícios ao BNDES, como a redução do prazo médio de giro dos ativos, com a maior disponibilidade de recurso e a manutenção do ritmo de projetos, sem pressionar o consumo de capital. Além disso, facilitará a gestão à exposição a riscos de créditos individuais e possibilitará a realização de operações de longo prazo sem precisar manter os créditos em carteira até o vencimento.

Em relação à taxa de equilíbrio, o estabelecimento de uma taxa que acompanha as oscilações do mercado torna a política monetária mais eficaz. A diminuição do artificialismo ocorre devido ao impacto da Selic em todos os seguimentos de créditos, além da previsibilidade dos contratos indexados à TLP. Cerca de metade do crédito total do sistema tem custo ou condições de oferta diferentes do crédito livre. Dessa forma, uma parcela relevante do crédito praticamente não reage às decisões de política monetária, que tem seu efeito diluído. Isso acaba exigindo que a taxa básica de juros seja mais alta, de forma a “compensar” a insensibilidade do crédito direcionado. Mesmo com a influência de fatores conjecturais na inclinação da curva de juro, analistas de mercado afirmam que a taxa neutra convergirá para os 4,0% nos próximos cinco anos, isto se cumpridas as reformas estruturais.

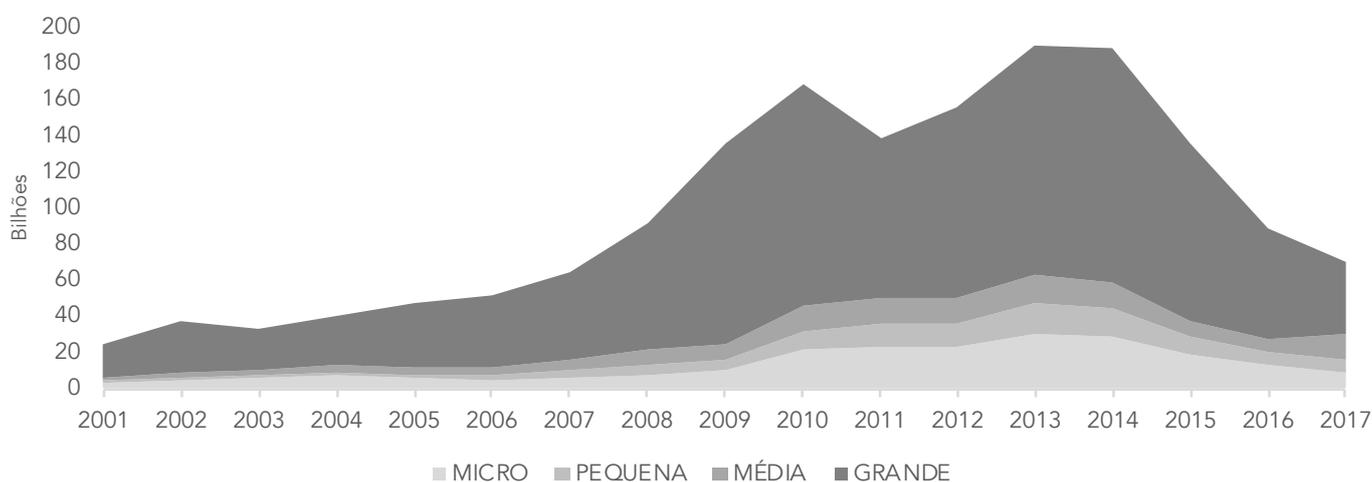
A transição para a TLP mostra-se também alinhada ao compromisso fiscal do governo. Segundo o estudo da Seae, entre 2003 e 2016 os gastos com subsídios implícitos somaram R\$ 556,8 bilhões, sendo R\$ 29,1 bilhões somente em 2016, quando a Selic passou a maior parte do ano em 14,25% a.a. e a TJLP estava em 7,5%. Estes gastos referem-se àqueles que não constam no Orçamento Geral da União. Com a fixação da TLP, a concessão de subsídios será explícita. Além de melhorar a transparência dos gastos públicos, estes serão investigados de forma mais rigorosa, ao serem discu-

tidos e colocados no orçamento, o que implica em um aumento de eficiência na aplicação deste capital. Esta economia ajudará o banco no pagamento da dívida de R\$ 532 bilhões junto à União – referente aos empréstimos de 2008 a 2014. Deste valor, R\$150 bilhões já foram retornados de forma antecipada, sendo previsto o pagamento de mais R\$130 bilhões em 2018.

Após o auge de desembolsos do BNDES em 2013, com mais de R\$190 bilhões gastos, a instituição diminuiu estes para R\$70 bilhões em 2017. A diminuição, entretanto, atingiu de forma distinta cada porte de empresa. Enquanto, em 2015, 73% dos desembolsos eram direcionados para empresas de grande porte, em 2017, foram só 58%. Já o segmento de médio porte saiu de 6% para 19%, no mesmo período (Gráfico 1). O direcionamento de linhas de crédito para pequenas e médias empresas reflete uma tendência de alteração nas operações do BNDES, deixando de lado a política de campeões nacionais. Exemplo disso é a expansão do período de vigência do BNDES Giro, linha de apoio a capital de giro, que terá dotação orçamentária de R\$ 32 bilhões até 31 de dezembro de 2018. O diretor de planejamento do BNDES, Carlos da Costa, sinaliza também um aumento no desembolso, após quatro anos em queda. Outra mudança relevante está na linha Finame, que financia bens de capital para a indústria. Com as mudanças, micro, pequenas e médias empresas, que antes contavam com participação máxima do BNDES de 80% em contratos sob a TJLP para compra de bens de bens de capital, passam a contar com um apoio de até 100%, agora em TLP.

Em 2018, enfim, o BNDES terá um recomeço e promete alçar voos mais altos nos próximos anos. As alterações operacionais do banco prometem solucionar o efeito de crowding-out no mercado de crédito de longo prazo, ao incentivar a partição privada, e proporcionam que a instituição cumpra seu principal papel: o fomento e estruturação de projetos para o desenvolvimento social.

Gráfico 1 - Desembolsos Anual do BNDES - por Porte



Fonte: BNDES



## Os novos embates do novo orçamento da União Europeia



**GUSTAVO FERREIRA**

Engenharia Civil  
Poli USP

Na quarta-feira (02/05) foi lançado em Bruxelas o novo orçamento da União Europeia para o septênio de 2021-27. O molde do documento não é definitivo, ainda haverá discussões até meados de 2020 para defini-lo com exatidão. Entretanto, essa data foi de suma importância, já que é o primeiro plano orçamentário após a determinação da saída do Reino Unido do bloco e o primeiro após o crescimento da crise migratória nos dias atuais – o último fora definido em 2012.

O último orçamento para o septênio 2014-20 custou cerca de 1,1 trilhão de Euros para o bloco, 155 bilhões por ano, ou até um copo de café por dia para os 444 milhões de habitantes da região. Um montante que não custa muito mais que 1% do PIB por país e que não afeta tanto os cofres de estados como França e Alemanha, mas que representa uma grande ajuda aos primos pobres como Hungria e Polônia.

Em sua maioria, o orçamento possui três destinos principais: subsídios agrícolas, investimentos em regiões pobres e promoção de cooperação no bloco. Com base na média do orçamento, 39% se destina ao desenvolvimento ambiental sustentável com o Common Agricultural Policy (CAP) que é a política de subsídios à agricultura de baixa escala, à pesca e ao desenvolvimento rural e medidas ambientais; 34% para medi-

das de auxílio econômico, sociais e coesão regional; e outros 6% para a administração e formulação de leis. Defensores da medida afirmam que ela traz benefícios como segurança, estabilidade e prosperidade aos membros da UE.

O principal fator de mudança do novo orçamento é, sem dúvida, o Brexit, já que o Reino Unido é a 2ª maior economia da Europa e gastava cerca de 10 bilhões de Euros por ano com a união – valor que acordaram pagar até 2020. Ademais, como os britânicos eram os maiores lobistas para o ar desenvolvimentista do bloco, espera-se que essa política seja, agora, mais amena. Com isso, 12 a 14 bilhões de euros deixariam de entrar no orçamento.

Para suprir a ausência britânica serão necessários cortes ou um maior aporte de capital por parte dos membros do bloco, e é nesse ponto que começam as intrigas. Países como Alemanha e França já deram sinal verde para aumentar suas contribuições, mesmo com suas colaborações já representando 19% e 17% do todo, respectivamente. Além disso, os franceses têm o interesse em expandir a zona do Euro e fazer o mínimo de cortes nos subsídios agrícolas. Por outro lado, países como Holanda, Áustria e Suécia, não se dispõem a aumentar suas parcelas.

Ainda, países como a Polônia, que recebia um grande montante advindo dos Cohesion Funds, os fundos de coesão) – usados para o desenvolvimento em países da UE mais pobres –, disseram que não aumentarão as contribuições e não aceitam receber nenhum centavo a menos. Juntamente com a Hungria e outros países do leste europeu, os poloneses se sentem ridicularizados com mudanças propostas nos Cohesion Funds, que, além de sofrerem cortes, terão seus cálculos de distribuição alterados. Antes, a deliberação desses recursos visava apenas o PIB dos países que mais necessitavam, agora o cálculo incluirá também fatores socioeconômicos, como imigração e desemprego.

Como os países do leste europeu – os que mais recebiam recursos desses fundos de ajuda econômica – se recusaram a participar da política de imigrantes, tendem a receber menos aportes. Os ex-membros da União Soviética veem essa mudança como uma certa retaliação em razão dessa política, alegando que os fundos, em tempos de populismo na Europa, serviriam mais como medidas políticas do que técnicas, argumentando também que esse novo formato transferirá mais renda para países ricos, como Itália e Espanha.

Outra discordância é que, pela nova regra, aumentariam os recursos destinados ao Overseas Development Aid (ODA) e ao External Investment Plan (EIP). Juntos, os programas alcançariam um investimento de 44 bilhões de euros em ativos públicos e privados na África com a finalidade de cortar pela raiz os problemas que levam à imigração em uma espécie de Plano Marshall europeu. Esse acordo, mesmo que ainda não assinado por questões de transparência, sofre forte re-

sistência dos países do leste. No entanto, tem de tudo para seguir em frente, inclusive com a possibilidade da criação de um subsidiário ao Banco de Investimento Europeu (EIB) focado exclusivamente na África e deixando o Fundo Trust para a África, assinado em 2015 em Valletta, em segundo plano.

O segundo ponto que mais sofrerá cortes no orçamento do novo septênio será o Common Agricultural Policy (CAP) que mantém subsídios a países agrários e é tido como um dos pilares da UE. É fato que a maioria das pequenas fazendas e dos países do leste – agrários – precisam do CAP para lucrar e que essa atividade é uma tradição secular em várias famílias. Muitos fazendeiros, especialmente na França já falam em uma geração perdida com os cortes. Entretanto o próprio presidente francês Emmanuel Macron defende a reforma, o que praticamente sela a mudança, mesmo que se tiver que arcar com uma contribuição maior no orçamento para garantir ao máximo os subsídios.

Em resumo, o novo orçamento, quando homologado em meados de 2020, tenderá a um aporte maior em causas sociais – como imigração e política de fronteiras, defesa e ciência e tecnologia – e cortes grande em subsídios agrícolas e no suporte regional. No entanto, até lá restam-se apenas as previsões. Ademais, esse cenário de discordâncias entre o leste e o oeste de Bruxelas remete a tempos de guerra fria, mas sem o antigo poderio da Cortina de Ferro, que tende a perder todos seus requerimentos por não poder combater no mesmo patamar com a França e Alemanha, as quais nunca estiveram tão alinhadas na União Europeia em muitos anos.

Comissário do Orçamento da UE  
Guenter Ottinger diz que será  
necessária uma mistura de cortes com  
aportes de capital para o Orçamento  
2021-27



# O Tigre Indiano



VICTOR CANHADA

Administração  
FEA USP

Sempre que pensamos em crescimento econômico, é inevitável que, de imediato, não venha um país em mente: China. O gigante asiático é atualmente a segunda maior economia do mundo, com um desempenho invejável em comparação com as cinco maiores economias, que mesmo após a crise mundial de 2008 conseguiu manter um ritmo de crescimento em torno de 7% ao ano ao longo dos últimos 6 anos. Porém, segundo projeções feitas pelo FMI, até o ano de 2019 pode-se esperar uma gradual desaceleração do crescimento chinês, fato que vem acontecendo paulatinamente desde 2012. Esse cenário previsto de crescimento mais lento para Pequim dá espaço para outra economia emergente do continente asiático, que vem mantendo perspectivas de crescimento animadoras: a Índia. Tais perspectivas foram reforçadas principalmente após a confirmação de um crescimento de 7,2% no terceiro trimestre de 2017, frente aos 6,8% de crescimento chinês.

O Fundo Monetário Internacional, acompanhando o otimismo do crescimento indiano, projeta uma aceleração no crescimento do PIB do país de até 7,8% em 2019, mostrando uma tendência que surpreende, em meio a uma média de crescimento dos países com economias mais desenvolvidas de cerca de 2%. Mas afinal, como a maior economia do subcontinente indiano adquiriu toda essa força e por que suas projeções são tão positivas?

Para a compreensão desse fenômeno, é crucial entender o contexto econômico indiano, o que gerou a necessidade das reformas aplicadas e que caráter tiveram tais reformas para permitir o crescimento do PIB. Assim sendo, é necessário começar a análise do fenômeno indiano em meados da década de 80, época em que houve uma série de pequenas mudanças que ajudaram a economia da Índia a começar a tomar forma.

Essas pequenas reformas começaram a ser introduzidas durante o governo de Rajiv Gandhi (1984-1989), que tinham como foco a redução de tarifas sobre produtos importados e o aumento de incentivos à exportação. Tais medidas resultaram na dinamização e maior abertura da economia indiana, deixando para trás fantasmas como o da crise de 1979, que havia reduzido o PIB indiano em 5,2% devido à falta de infraestrutura energética para suprir a produção industrial e à grande seca que minou a agricultura indiana. Os resultados geraram uma elevação do crescimento industrial, que passou de 4,5% de 1985-86 para surpreendentes 10,5% em 1989-90, acompanhada de um aumento nas exportações indianas de 12% entre 1985 e 1990, sina-

lizando a recuperação da economia no período pós 79.

Porém, a grande problemática de tal crescimento da exportação e da indústria se deve ao fato de que este não só adveio das reformas realizadas, mas também de empréstimos estrangeiros que foram necessários devido a uma balança comercial extremamente desfavorável do país. Isso, combinado com um alto gasto governamental sem comprovada eficiência, veio a gerar um déficit impagável ao longo dos anos, gerando uma dívida estrangeira somente menor que a do Brasil e do México na época, o que inevitavelmente culminou em uma crise em 1991. Tal fato evidenciou a fragilidade da expansão econômica do país, fundamentada em reformas pouco profundas, o que resultou em uma variação da taxa de crescimento do PIB indiano de 9,6% em 1988 para 1,1% em 1991, a mais baixa em 12 anos.

Entretanto, como disse Kennedy em 1959, “Quando escrito em chinês, a palavra crise é composta de duas partes: uma representando perigo e a outra representando oportunidade”. Essa crise, apesar de ter devastado a economia indiana, proporcionou algo muito mais valioso para o país hindu a longo prazo: a possibilidade de aprofundar ainda mais suas reformas para assim conseguir um crescimento realmente consistente. Manmohan Singh, o ministro das finanças da época, realizou uma série de medidas que foram rumo à liberalização da Índia, como a abolição da maioria das licenças de produção, a continuidade e elevação da flexibilização das indústrias e a abertura de indústrias nacionais a capital estrangeiro.

Tais políticas foram o que possibilitaram a entrada de capital estrangeiro e o crescimento de alguns setores de tecnologia indianos, o que ajudou tanto a retomada do crescimento do país, quanto sua maior estabilidade. Desde 1991, não se vê uma taxa de crescimento do PIB inferior a 3,8%. Devido a esse sucesso, em tais políticas, vê-se desde então a aplicação de uma série de medidas econômicas baseadas no bom desempenho das reformas liberais de 91, como a abolição completa do sistema de licenças de importação, a diminuição de tarifas sobre os produtos importados e a quebra do monopólio estatal sobre o setor de telecomunicações. Isso possibilitou ainda mais a entrada de investimento estrangeiro, que acabou impulsionando o crescimento industrial no país.

Dadas essas medidas tomadas ao longo de 33 anos, é compreensível o porquê da Índia se manter como uma economia em ascensão, mesmo diante de choques externos, como a crise de 2008. Afinal, não se pode desconsiderar que a Índia tem um dos maiores mercados consumidores e exércitos de mão de obra do mundo, o que a torna altamente atrativa para investimento estrangeiro, mesmo em momentos de crise externa.

Com seu PIB per capita crescendo de forma meteórica, saindo de 450 dólares, em 2002, para 1670 dólares em 2016, a Índia cada vez mais é um país que precisa estar dentro da equação, quando se pensa em comércio

global.

Tudo isso demonstra que a Índia ainda tem um grande potencial de crescimento, como o próprio relatório do FMI afirma. Todavia, é necessário lembrar que esta expansão é natural, dadas as políticas econômicas feitas tanto nos últimos 33 anos no país, mas não é inerente a Índia.

Para que toda essa condição de crescimento se mantenha, é necessário que a Índia continue seguindo o caminho das reformas liberais, dando continuidade tanto à entrada de investimentos externos, quanto ao aumento da geração de empregos. Ao longo da história recente, vê-se que a abertura econômica é o caminho mais estável e próspero para o crescimento da maior economia do subcontinente indiano.

## Justiça também é para os investidores



### GUILHERME POLHO

Engenharia Mecânica  
POLI USP

Principalmente frente à queda da taxa de juros, investidores parecem ter encontrado um novo nicho no mercado brasileiro, de forma a diversificar seus investimentos e buscar retornos mais atrativos. O produto escolhido agora tem natureza semelhante aos negociados nos Estados Unidos, como Asset Litigation Funding, por exemplo. O raciocínio parece simples: podendo extrair um retorno que varia entre 13% e 25% ao ano atualmente, dependendo do tipo de ação, por que não negociar direitos creditórios ou ações judiciais de empresas para oferecer liquidez ao processo?

Ocorre que o Governo e as empresas quase nunca honram com o pagamento de precatórios e de ações judiciais nos prazos corretos, o que cria um verdadeiro mercado de balcão, pois a contraparte precisa receber o valor acordado e não pode aguardar anos ou mesmo décadas para recebê-lo. A partir disso, o papel dos investidores é comercializar esses ativos com um deságio, garantindo um retorno futuro sobre o valor de face da ação.

Mas, como na de qualquer ativo, há grandes riscos embutidos na negociação desses produtos: em dezembro de 2015, a Corregedoria Nacional de Justiça suspendeu o pagamento de precatórios sob a justificativa de evitar um prejuízo de R\$ 1,5 bilhão aos cofres públicos. A decisão liminar da Corregedoria determinou que os valores de todos os precatórios federais fossem atualizados com base na TR (taxa referencial), que é mais baixa. Segundo dados do Banco Central, as contas públicas nacionais tiveram o pior resultado parcial da história naquele ano, com um déficit registrado de R\$ 25,5 bilhões. Nesse caso, se até o governo parece ser um mau pagador, não podemos esperar postura diferente das empresas. Logo, com deterioração da economia e descontrole nas contas do governo e das empresas nesses últimos anos, podemos esperar um risco bem relevante sobre esses novos ativos para aqueles que os possuem em carteira.

Ainda assim, o maior segmento do mercado de ativos judiciais é aquele formado por ações indenizatórias movidas contra a União. Podemos citar o exemplo dos anos 80, quando o IAA (Instituto de Açúcar e Alcool) fixou os preços do açúcar e do álcool abaixo de seu custo de produção, gerando prejuízos bilionários a usineiros do Sudeste e Nordeste. Para os players do setor, a Justiça gerou um estoque estimado em R\$ 150 bilhões de indenizações em vários estágios de trâmite na Justiça. Um exemplo recente que logo menos podemos esperar nesse mercado é o da política adotada durante as eleições de 2014, quando a então presidente determinou o congelamento do preço dos combustíveis em divergência com o mercado internacional, o que acabou gerando enormes prejuízos para distribuidoras como Raízen (operadora da Shell), Ipiranga e BR.

O crescimento desse segmento já começa a criar intermediadores que vão tornando o mercado mais robusto e conhecido: boutiques como Makalu Partners começaram a atuar como “Judicial Assets Advisors”, função que pretende conectar investidores a empresas em ações judiciais. Estima-se que hoje a boutique já tem mandatos para vender R\$ 16 bilhões em ativos ligados a IAA. Com a Lava Jato e outras recentes operações da Polícia Federal, por conta dos quais um ex-presidente e alguns dos maiores empresários do Brasil receberam mandatos de prisão, os investidores internacionais também começam a querer entrar nesse mercado, pois, nas palavras de uma fonte participante do mercado: “O sistema jurídico brasileiro está se tornando confiável. Por um lado, muitos casos antigos estão maturando e mostrando que o sistema demora, mas funciona, e a prisão do Lula e do Marcelo Odebrecht também ajuda”. Não é à toa que players internacionais já entram de maneira marcante para atuar nesse nicho, tais como Elliott Management — um fundo que chegou a confiscar um navio da Marinha Argentina para pressionar o pagamento de dívidas — e uma série de fundos americanos como a OakTree Capital e Aurelius, que se envolveu recentemente no conflito da operadora celular “Oi”.

Por fim, a questão que fica pendente é: se, com esse mercado ganhando força, pode-se esperar uma postura diferente da justiça brasileira em relação a processos de mercado. Afinal, agora o stakeholder do processo judicial não é mais uma empresa ou uma pessoa, mas sim investidores do mundo inteiro.

# Pocket Research: Alpargatas



ISABELLA FONSECA

Economia  
FEA USP

## ALPARGATAS S.A. – Equity Research

### **Análise setorial: varejo calçadista**

A análise de uma empresa inicia-se, na maioria das vezes, por uma profunda pesquisa acerca do setor em que a companhia em questão está inserida. O conhecimento qualitativo do negócio é de extrema importância para o entendimento dos números que descrevem toda a modelagem financeira da empresa. Com um sólido estudo a respeito do funcionamento das empresas dentro de um setor característico e dos “drivers” – fatores externos que influenciam a dinâmica empresarial e suas perspectivas de crescimento futuro, tem-se uma base de qualidade para obter uma conclusão final de investimento.

A empresa Alpargatas S.A. está inserida no setor de varejo calçadista. O Brasil ocupava, em 2015, o 3º lugar em termos de produção mundial de calçados e o 4º lugar em termos de consumo mundial de calçados. No entanto, os países asiáticos costumam estar sempre à frente em relação aos dois termos. Por quê?

O setor de varejo é altamente pulverizado, isto é, composto por inúmeras empresas que atuam neste ramo. Desta forma, a concorrência é acirrada e as barreiras de entrada – fatores que tornam difícil a entrada de uma empresa num segmento específico – menos incisivas. Sendo assim, tomando como exemplo a China, líder em produção e consumo mundial de calçados, tem-se que o país consolida sua posição de destaque a partir de uma produção em escala que diminui os custos marginais da empresa (e, conseqüentemente, reduz o ticket médio por par de calçados vendidos) e de um amplo mercado consumidor (tanto interno quanto externo).

Logo, um dos drivers que influenciam a dinâmica das empresas inseridas no setor em questão é o crescimento do mercado calçadista asiático, uma vez que os players em atuação se fortificam numa produção em massa e intensamente voltada à exportação.

Além disto, em níveis globais, a variação da taxa de câmbio também se consolida como fator de influência na produção e venda de calçados no Brasil. Com a moeda doméstica desvalorizada, os níveis de exportação de calçados tendem a crescer, estimulando a produção interna de pares.

Por fim, analisando os polos de produção dentro do mercado nacional, tem-se que a maior parte desta se concentra na região Nordeste. Tal fato pode ser explicado pelas subvenções para investimentos concedidas pelos governos estaduais, onde as principais fábricas se localizam, além dos incentivos fiscais de imposto de renda.

### **Análise da empresa: Alpargatas S.A.**

Após considerar todo o estudo qualitativo do setor o qual a empresa em questão está inserida, foca-se, agora, na análise do modelo de negócio da companhia em níveis mais internos. A ideia central consiste na formulação de uma tese de investimento, sustentada por pilares relativos à companhia que possam justificar uma conclusão final de compra ou venda da ação. O que faz com que a empresa seja passível de investimento? Em termos financeiros, o que reflete o crescimento desta? Este seria sustentável no longo prazo? O grupo de gestão alinha seus objetivos às expectativas dos acionistas? Essas e outras perguntas devem ser respondidas no percurso da análise empresarial, solidificando e tornando coerente a conclusão final.

A Alpargatas S.A. é a maior empresa brasileira de calçados. Atualmente, a empresa posiciona sua estratégia de crescimento na gestão de marcas associadas a produtos universais e de qualidade garantida. Havaianas, Dupé, Topper Argentina, Mizuno e Osklen compõem o “centro” de marcas que conferem à Alpargatas dinamismo no negócio e elevada participação de mercado.

A Havaianas, marca de maior geração de receita à Alpargatas S.A., é o “carro-chefe” da empresa. Criada em 1962, reflete, hoje, a expressão brasileira no mercado de calçados em nível mundial. Desde a produção de



chinelos até a venda ao consumidor final, a Havaianas cumpre com seu objetivo de exclusividade e qualidade única no mercado. No último trimestre do ano passado, a Havaianas representava 63% da receita líquida dos negócios da Alpargatas S.A.

Com um produto de borracha sintética, estilo simples e casual, a Havaianas conquistou o gosto do público e fortifica, desde então, sua estratégia no mix de marketing intenso, auferindo valor agregado ao produto. Através de pesquisas de campo realizadas recentemente, a Havaianas conta com a maior porcentagem em Top of Mind - conceito que reflete a primeira marca que vêm à cabeça dos consumidores brasileiros.

Desta forma, a consolidação da marca atua como uma fortíssima vantagem competitiva à empresa perante os players no mercado. Em termos de volume de vendas (em milhões de pares), a Havaianas tem o equivalente ao triplo da concorrente Grendene e mais de 150 mil pontos de vendas espalhados pelo Brasil.

Após conquistar o mercado interno com as “legítimas” sandálias, a Alpargatas S.A. se direcionou ao mercado externo, visando à internacionalização. Atualmente, as propostas para 2018 ambicionam o mercado global, com centros de distribuições em países desde a África até Ásia e Europa Meridional.

Partindo das conclusões de Bruce Greenwald, em seu livro *Competition Demystified*, destacam-se mais duas vantagens competitivas que garantem à companhia liderança no setor. A primeira delas consiste em um market share estável, isto é, a parcela do mercado relativa à empresa. No caso da Alpargatas S.A., a Havaianas possui o maior market share em níveis cons-

tantes ao longo dos últimos cinco anos, seguida pela concorrente Grendene, que disputa com a marca Ipanema as fatias do mercado. Pontuando em números, admite-se o share da Alpargatas S.A., em termos de volume de vendas, em mais de 60%.

Em segundo lugar, Greenwald afirma que, para uma empresa ser bem avaliada, deve apresentar rentabilidade crescente. Novamente, a Alpargatas S.A. conta com um ROIC (retorno sobre o capital investido) estável, por volta de 25% ao longo dos últimos anos. Além disso, apresenta uma margem EBITDA crescente – aproximadamente 18% – e forte geração de caixa.

Por fim, a recente mudança do controle acionário da Alpargatas S.A., atualmente controlada pela holding ITAÚSA e as empresas Cambuhy Investimentos e Brasil Warrant, reformulou as propostas da companhia para 2018, intensificando a estratégia de inserção global da marca com o aumento das vendas internacionais até 2020. O novo grupo acionário controla um grupo de empresas com excelente track record, fortalecendo o discurso do CEO Márcio Utsch, que garante que a Alpargatas S.A. possua balanço saudável, marketing consistente e funcionários qualificados.

Trata-se de um bom negócio, com projeções ambiciosas e perspicazes para o futuro e com números representativos e constantes ao longo dos últimos anos. Ainda, possui uma marca estruturada e sólida no mercado, responsável pela maior parcela de geração de receitas à Alpargatas S.A.

# As criptomoedas podem levar ao fim dos bancos?



AISHA JINSI

Administração  
FGV

Em 2009, foi criada a primeira criptomoeda, conhecida como Bitcoin. Uma criptomoeda consiste em um meio de troca que utiliza as tecnologias de blockchain (plataforma de software que guarda registros de transações permanentemente, de forma descentralizada e à prova de violação, e de criptografia (estudo sobre como tornar uma informação ineleável para aqueles que não são autorizados a terem acesso a ela, para garantir que as transações feitas sejam válidas. Tal moeda, todavia, não é algo palpável. Ela é adquirida e transferida por meios digitais, podendo ser intermediada por meio de “casas de câmbio”, não credenciadas ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários.

O fato de as criptomoedas não demandarem necessariamente um intermediário financeiro em suas transações ameaça a existência dos bancos. Em um contexto em que se nota cada vez mais uma digitalização das atividades, teme-se a completa substituição das moedas físicas por criptomoedas. Caso isso se concretize, os bancos correm o risco de serem eliminados.

O que se tem especulado é se essa substituição ocorrerá ou não por completo. Apesar de mostrar-se como algo inovador, existem diversas incertezas sobre as criptomoedas. O presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, aponta para a insegurança desse tipo de moeda devido à inexistência de um Banco Central atuando por trás de modo a garantir a segurança do ativo. Devido à ausência de regulamentação, as criptomoedas apresentam alta volatilidade, sendo o seu valor determinado a partir da definição de quanto as pessoas estão dispostas a pagar por elas. Dessa forma, investir nelas torna-se um risco. Goldfajn, inclusive, não classifica esse meio de troca como moeda, uma vez que não possui lastro. Outros problemas atrelados às criptomoedas são o risco cibernético e o alto custo para a sua mineração, ou seja, sua produção. Tais apontamentos, que não se aplicam às moedas físicas, ainda tornam as criptomoedas mais atrativas.

No Brasil, as criptomoedas estão em fase de regulamentação. Já foram elaborados projetos de lei para que elas possam ser utilizadas para o pagamento de produtos ou serviços e para proteger esse consumidor dos riscos de abusos e de atividades ilícitas, que ainda são temidos por muitos. Sobre o tema, o ministro da

fazenda Henrique Meirelles afirma que a tributação da moeda será inevitável, ainda que seja algo digital. Todavia, o Brasil ainda está avaliando em que parte do processo ocorrerá tal tributação.

Apesar das incertezas, que tornam muitas pessoas pessimistas com relação à nova tecnologia, essa já está sendo incorporada pelo mercado financeiro tradicional, ao passar a ser oferecida em mercados futuros de bolsas de valores norte-americanas. Mercados futuros são ambientes de negociação de compras e vendas de ativos financeiros em datas futuras, garantindo uma lucratividade com a arbitragem. Tal ocorrência pode se tornar uma preocupação aos atuais bancos, na medida em que evidencia uma entrada cada vez maior das criptomoedas - que ameaçam substituir a moeda física - no mercado. Há, inclusive, algumas empresas, apesar de poucas, que aceitam criptomoedas como forma de pagamento para seus produtos ou serviços.

Nota-se, então, uma disparidade de opiniões com relação ao futuro das criptomoedas. Tem-se, de um lado, aqueles que acreditam que elas, por terem introduzido a tecnologia de blockchain, possuem grande potencial para substituir as moedas físicas e eliminar os bancos. Para isso, após receberem aprimoramento com o passar do tempo, necessitariam da introdução de uma espécie de banco central virtual com a função de regular as transações, reduzindo a sua volatilidade. Por outro lado, há aqueles que julgam que as criptomoedas deixarão de existir em um futuro próximo, uma vez que, atualmente, se investe nelas principalmente por se tratar de uma novidade. Esse último grupo julga que a volatilidade desse meio de troca jamais será capaz de ser controlada, já que, por não poderem ser rastreadas, as criptomoedas jamais terão um órgão regulador.

Caso os primeiros estejam certos, as criptomoedas realmente são uma ameaça aos bancos. Porém, se estiverem errados, haverá sempre a necessidade dos bancos para a regulação das transações feitas através das moedas físicas, que não deixarão de existir. Todavia, em meio a um cenário de incertezas, não é possível afirmar precisamente se os bancos se extinguirão ou não. Cabe às instituições financeiras apenas estudar a adesão desse tipo de ativo por parte da sociedade e se adaptar ao que for observado.



## M&A's no setor de educação no Brasil



**VITOR MORIGUTI**  
**JOÃO VITOR ZUARDI**

Engenharia de Produção  
Poli USP

Nos últimos anos, pudemos observar duas grandes movimentações – especificamente em relação às fusões e aquisições - no setor de educação: veto da compra da Estácio pela Kroton e a posterior aquisição da Somos pela própria gigante Kroton Educacional. Isso nos leva ao seguinte questionamento: afinal, esse setor é ou não favorável para os M&A's?

Antes de tudo, devemos observar que essas duas grandes movimentações surgiram de diferentes segmentos, já que a Estácio atua principalmente na educação superior, enquanto a Somos foca no ensino básico. Tal informação é relevante, pois nos indica alguns detalhes sobre a estratégia de expansão que a Kroton está apostando após o veto pelo CADE. Mas será que esse veto nos mostra que acabaram os espaços para aquisições na educação superior?

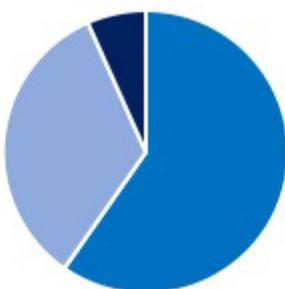
Quando olhamos para o perfil de universidades no Brasil, percebemos que cerca de 60% delas são consideradas pequenas, com menos de 1000 alunos. Isso abre espaço para a consolidação do setor via M&A. O veto imposto pelo órgão regulador foi um caso singular, pois se fosse aprovada a transação criaria quase um

monopólio do setor, afetando negativamente a competitividade.

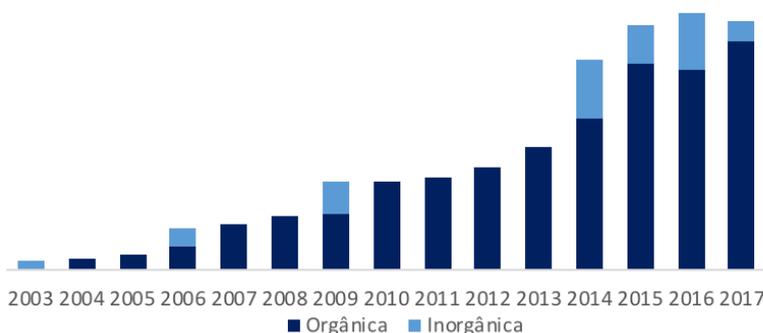
Um caso em que podemos observar a eficácia de plano de expansão inorgânica é o caso da Ânima Educação, que obteve grande parte de seu crescimento de receita a partir de 2014 foi devido à aquisição da Universidade São Judas. Essa compra fez com que a base de alunos do grupo passasse de 50 mil alunos, em 2013, para 99 mil, em 2017, representando um crescimento de 98%.

Em suma, esse novo passo da Kroton para adentrar no segmento de educação básica mostra um novo caminho no mundo das fusões e aquisições no setor. Entretanto, ainda há espaço para consolidação no Ensino Superior, como mostrado nas informações gráficas.

Vale ressaltar que o aquecimento do mercado não é exclusividade do setor educacional, pois vimos recentemente a grande fusão entre Fibria e Suzano e, provavelmente, teremos outros grandes deals até o final do ano. Isso se, a política, pelo menos uma vez, não atrapalhar o mercado e possibilitar que os negócios caminhem a passos largos.



■ Até 1000 ■ Entre 1000 e 8000 ■ Acima de 8000



■ Orgânica ■ Inorgânica

# A agiotagem institucionalizada de Pindorama



**GABRIEL LOCCI**

Direito  
FGV

Spread bancário nada mais é do que a diferença entre o custo do dinheiro para o banco - o quanto ele paga ao tomar empréstimo para si -, e o quanto ele cobra do consumidor na operação de crédito. O spread brasileiro é considerado um dos mais altos do mundo, e tenta-se justificar que isso é um problema advindo puramente da forte concentração bancária no país, ou das altas taxas de inadimplência. Mas, de acordo com estudos recentes, mostra-se que esses dois fenômenos são puramente indícios, e não meramente causas.

Primeiro pelo fato de que, tal qual o Brasil tem um setor bancário com elevada concentração, diversos outros países têm igual ou maior, mas suas políticas de juros tem um desempenho melhor do que as brasileiras. É evidente que práticas que fomentem a concorrência trariam maior eficiência ao setor, melhorando a situação do consumidor no mercado de crédito. Porém, como dito pelo secretário da Fazenda, João Pinho de Mello, “o problema é estrutural”, com um alto custo de entrada neste mercado, pela falta de segurança jurídica nos contratos, e quem acaba por se beneficiar com isso são os 5 grandes bancos brasileiros, que sabem como operar nesse tipo de situação. Denunciar a falta de competitividade do setor bancário é tratar de um efeito paliativo.

Outro grande argumento, este que os bancos utilizam como justificativa, é o alto custo de inadimplência. Dados do Banco Central mostram que 55,7% do spread são oriundos do custo de inadimplência. O fato é que o Brasil configurava-se no 66<sup>a</sup> lugar do ranking global de inadimplência do sistema financeiro em 2016, tendo uma taxa de calotes mais baixa em relação a países que possuem um spread menor, e que igualmente passaram, nos últimos anos, por uma recessão. Como dito antes, o problema é estrutural, logo deve-se pensar em uma solução que, de fato, corte esses efeitos paliativos pela raiz.

A alta taxa de inadimplência é colocada como resultado do fato de o Brasil ser um país de “maus devedores”. Porém essa assertiva não é inteiramente verdadeira. O fato é que a nota de crédito, aquela que informa um número que resume o histórico de crédito do tomador, é calculada pela negativação, portanto já é considerado inadimplente quem não pagou ao menos uma de suas dívidas. Uma mera dificuldade momentânea de um devedor, em um país que historicamente

encontrou reveses macroeconômicos muito fortes e recessões periódicas, já o condena a adentrar a linha de inadimplência. Fora o fato de que essas informações não são compartilhadas, sendo exclusivas de grandes bancos.

Portanto, conclui-se que o crédito no Brasil é extremamente restrito. É uma esmagadora minoria que o consegue, por poderem dar bens como garantia do negócio jurídico. Aqueles que são pequenos e que pensam em expandir seu negócio ficam meramente reféns do histórico de bons pagadores. Basicamente, se o país quer uma retomada de crescimento mais contundente e um setor financeiro mais competitivo, deve-se pensar em algum tipo de alternativa institucional.

Analisando mundo afora, nota-se que em países nos quais ocorreram mudanças na maneira como o histórico de crédito é interpretado, houve queda brusca da inadimplência, queda drástica na taxa de juros e, ainda, a entrada de fintechs e bancos menores no setor. Faz parte do ordenamento jurídico brasileiro a Lei 12.414 de 2011, lei de cadastros positivos, que cria regras para a concessão de crédito, para a maneira pela qual as informações são administradas e quanto às garantias dos entes contratante e contratado. Conforme consta no artigo 1<sup>o</sup>, especificamente no parágrafo único, “Os bancos de dados instituídos ou mantidos por pessoas jurídicas de direito público interno serão regidos por legislação específica.”. Ou seja, essa legislação específica faz com que as informações sejam restritas ao pequeno grupo de bancos que entornam a mesma, tendo sua efetividade comprometida, fazendo com que exista uma forte relação corporativista no mercado de crédito, o que não é nenhuma novidade em “Pindorama”, a terra em que se um empresário quer ganhar muito dinheiro rapidamente, basta ele realizar um voo a Brasília”.

A medida encontrada pelos países que diminuíram seu spread foi de fato criar uma lei de cadastro positivo que fosse efetiva, o que entorna uma forte descentralização do fluxo de informações sobre os clientes do mercado de crédito para fintechs e bancos menores, que trouxeram concorrência ao mercado e, portanto, uma maior eficiência para o consumidor. Uma das diretrizes da atual lei brasileira é de que a entrada no cadastro demanda a autorização prévia do cliente (Art.4<sup>o</sup> da Lei. 12.414 de 2011), o que faz com que muitos bons pa-

gadores, por desinformação, acabem não indo até um birô de crédito para efetuar o cadastro, tendo assim, de 100 milhões de clientes, 5 milhões cadastrados de fato. Nesses outros países, todos participam do cadastro por padrão, a não ser que algum cliente tenha manifestado vontade de não participar.

Existem altos custos políticos para a formulação desse tipo de medida, mas deve-se pensar que a concorrência gerada no setor, por leis que de fato fazem

algum sentido, trarão maior competitividade ao mesmo e, conseqüentemente, diminuirão o spread. Não podemos cair novamente na tentação de forçar a queda de juros artificialmente, como fez o governo Dilma, com o uso dos bancos públicos para baixar taxas de modo sustentado. Devemos, sim, acreditar que o Brasil evoluiu e conseguirá aplicar regras que tragam mais transparência ao setor, e que acima de tudo fomentem a atividade econômica brasileira, mantendo um crescimento sustentável.

## Afetada por intensa canibalização, Raia Drogasil busca contornar a recente crise



**PEDRO TAROSSİ BRIGIDE**

Engenharia Ambiental  
Poli USP

Caso uma companhia introduza um novo produto ou serviço em um mercado em que há um pequeno alcance com a finalidade de um sólido crescimento, tal ativo poderá absorver mercado de outro bem similar ou inclusive desaparecer por não ter vantagens competitivas suficientes. Se alguns dos produtos já presentes no mercado forem fabricados pela mesma empresa que está introduzindo os novos, os entrantes “canibalização” os incumbentes, ou seja, haverá captura de mercado da sua própria companhia. A esse efeito se atribui uma das causas da recente queda no valor das ações do maior grupo de farmácias do país, a Raia Drogasil, que perdeu R\$7,8 bilhões em valor de mercado desde janeiro, ao passo que o Ibovespa subiu 12% no período.

A desaceleração nos reajustes dos preços dos medicamentos, decorrente da baixa inflação, bem como o acirramento da disputa no setor, em função do fortalecimento da Drogaria São Paulo e da entrada da Extrafarma e da Panvel na região sudeste, também afetaram a Raia Drogasil. No entanto, os analistas apontam como principal justificativa do rebaixamento da recomendação de compra das ações para venda é a canibalização de lojas do grupo RD.

Segundo o estudo do UBS realizado em março de 2017 sobre o setor de farmácias, o grupo RD apresenta a maior taxa de canibalização entre as maiores varejistas da cadeia, sendo esse o índice que mede o número de lojas de uma mesma empresa que estão a uma distância equivalente a cinco minutos entre uma e outra. Para efeitos de comparação, no grupo RD a taxa é de 85.1%,

contra 80.1% da Panvel, 77.7% da Drogaria São Paulo e 75.9% da Extrafarma. Além disso, a Raia Drogasil contou com uma desaceleração de Same Store Sales – crescimento de apenas 0,8% no quarto trimestre de 2017 – o que aumenta o risco do índice se tornar negativo.

Diversos casos de canibalização já tornaram-se públicos. Quando a Gillete lançou sua lâmina sensível, por exemplo, foi estimado que dois terços de seus compradores já eram consumidores das lâminas antigas. Portanto, cada novo produto se torna um potencial competidor ao seu antecessor. Contudo, tal estratégia pode ser justificada, uma vez que a companhia deseja manter-se à frente dos competidores. No mercado de barras de chocolate na Inglaterra, o consumo de Kit Kat diminuiu após o lançamento de uma barra maior e mais atrativa de uma concorrente, visando satisfazer aqueles que já consumiam chocolate, o que inclui os consumidores de Kit Kat. Nesse caso, a companhia incumbente, por receio de diminuir as vendas de seu produto, permitiu que novos entrantes o fizessem.

Certas empresas desejam que seus produtos sejam canibalizados por seus próprios produtos ligeiramente melhorados, de modo a persuadir os consumidores a adquirirem a versão mais recente. Isso é comum, por exemplo, no mercado de computadores, em que a Intel, ao lançar um novo processador, canibaliza a geração anterior.

Analisando novamente a Raia Drogasil, vemos que, apesar da concorrência, da desaceleração do aumento dos preços dos medicamentos e da canibalização de suas lojas, trata-se de uma companhia com fundamentos sólidos e que historicamente supera metas estipuladas, além de apresentar reconhecida eficiência operacional, com constantes cortes de custos. Dessa forma, baseando-se no setor muito fragmentado e na consequente oportunidade de consolidação, o grupo RD busca reverter a crise mantendo a estratégia de inauguração de lojas, com planos de abertura de 240 lojas por ano em 2018 e 2019.



## O surgimento de uma gigante: a aquisição da Sprint pela T-Mobile



SÉRGIO RODRIGUES JR

Direito  
FGV

No século XXI, a informação é vista como um dos bens mais preciosos que um homem pode adquirir. Não por acaso, a ONU, em 2016, disse que o acesso à internet constituía um Direito fundamental. E quanto maior a quantidade, qualidade e velocidade, melhor. Com isso, o mercado de telecomunicações assume um papel central dentro da sociedade, atraindo o interesse de diversos empresários em busca de atender a uma expressiva e constante demanda. Contudo, ressalva-se que o alto custo fixo incentiva o surgimento de um mercado centralizado, dominado por empresas enormes que dispõem de capital suficiente para investir. Nos Estados Unidos, por exemplo, quatro empresas dominam o mercado de *wireless*. E, neste mês, tal cenário deve se intensificar: a T-Mobile, o terceiro maior player do mercado, anunciou o acordo de compra da Sprint, o quarto maior player, em uma transação de \$26 bilhões de dólares que deve remodelar o mercado.

O mercado de *wireless* americano é bem concentrado: quatro grandes empresas controlam cerca de 90% de toda a demanda. A Verizon, maior player, possui

cerca de 30% de *market share*, com 111 milhões de usuários e registrou em 2017 uma receita anual de \$88 bilhões de dólares. Já a AT&T, segunda maior empresa no nicho, conta com 78 milhões de usuários e uma receita anual de \$71 bilhões de dólares registrado em 2017. Ambas deixam a T-Mobile e a Sprint para trás. A Sprint, controlada pelo grupo japonês Softbank, detém 54,6 milhões de usuários e não exibe um ano lucrativo há uma década. Já a alemã T-Mobile, conta com 39 milhões de usuários e vem crescendo agressivamente no mercado.

Essa concentração do mercado em apenas quatro players é vista como ideal pela agência antitruste norte-americana. Segundo essa, chegou-se a um equilíbrio funcional, com estabilidade de preços e qualidade no serviço prestado. Inclusive, os próprios consumidores parecem estar satisfeitos com este cenário. No entanto, há certos problemas no atual cenário que devem ser considerados.

Verizon e AT&T estão em situação de vantagem

competitiva em relação às suas duas concorrentes. T-Mobile e Sprint não conseguem competir em preço e qualidade de serviço. A empresa alemã tem alcançado resultados significativos nos últimos anos e aumentou seu número de usuários em quase 20%. A Sprint, por outro lado, vem exibindo resultados negativos, com um alto endividamento, mas com maior presença de mercado e muito mais estrutura de produção que a empresa alemã.

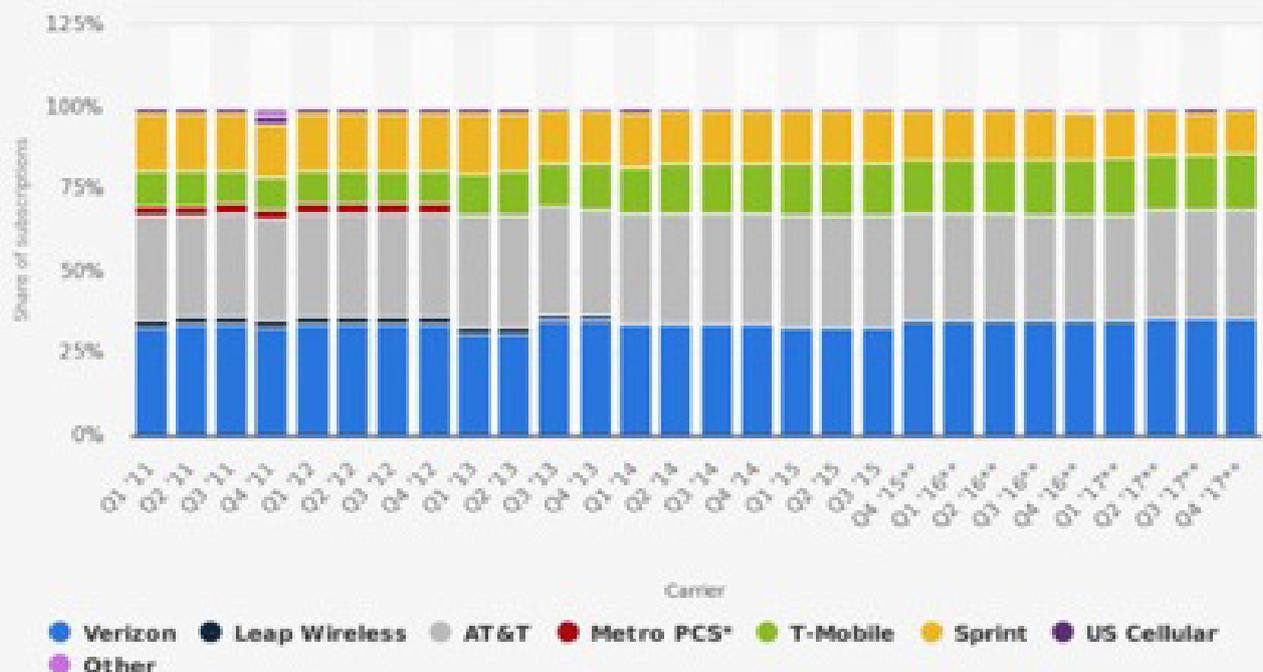
Assim, a fusão entre a T-Mobile e a Sprint, ajustada em \$26 bilhões de dólares, tende a ser positiva para ambas. Espera-se que a T-Mobile passe a ter um valor de mercado de \$156 bilhões de dólares, com uma sinergia de \$43 bilhões no valor da empresa. Tal ganho se explicaria pela maior presença que passaria a ter no mercado: 71 milhões de usuários e \$74 bilhões de dólares em receita. Além disso, os ganhos de escala e o aproveitamento de capital de produção permitiria uma redução de custos e, conseqüentemente, maior disponibilidade de dinheiro para a realização de investimentos, visando a adoção da tecnologia 5G. Isso permitiria à T-Mobile uma maior capacidade de competição em um mercado com um número de players reduzido de quatro para três, trazendo serviços de maior qualidade e, possivelmente, menor preço aos consumidores.

O problema, contudo, é convencer a agência de antitruste dos Estados Unidos e a administração do atual

presidente americano, Trump. O Governo não vê com bons olhos a fusão, uma vez que reduziria a quantidade de players no mercado, rompendo com o equilíbrio alcançado. Inclusive, ressalva-se que o atual governo tenta barrar a aquisição da Warner, pois teme o risco de um encarecimento nos serviços de televisão. Além disso, segundo a agência governamental, tanto a T-Mobile, quanto a Sprint já competem no mercado agressivamente. E, ainda, a fusão implicaria em uma demissão estimada de vinte mil trabalhadores americanos, o que certamente não ajudaria na popularidade do governo Trump.

Se aprovada a aquisição da Sprint, a T-Mobile passará a ser tão expressiva quanto a AT&T, com potencial para superá-la, uma vez que a sua capacidade de inovação será potencializada, ofertando um serviço *wireless* de ponta com tecnologia 5G. Para a Sprint, a transição é uma saída da crise que vive há 10 anos. As diversas tentativas de *turn-over* não deram certo e a empresa foi forçada a vender parte de sua estrutura para pagar suas dívidas. Certamente, a transação remodelaria o mercado de *wireless* nos Estados Unidos, tornando-o ainda mais concentrado, sob a justificativa de aumentar a qualidade do serviço prestado. Será que o governo americano está disposto a arriscar? Ironicamente, esta informação independe da velocidade da internet que os provedores são capazes de oferecer e o governo deverá tomar sua decisão apenas nos próximos meses.

**Wireless subscriptions market share by carrier in the U.S. from 1st quarter 2011 to 4th quarter 2017**



Sources: Strategy Analytics; PierceWireless © Statista 2018

Additional Information: United States; Strategy Analytics; Statista; 1st quarter 2011 to 4th quarter 2017

# MARKETS ST. ENTREVISTA

## PATRICE ETLIN

Managing Partner, Advent International



**Markets – Patrice, gostaríamos de saber um pouco da sua trajetória, entre estudos e carreira, e porque escolheu trabalhar no mercado financeiro.**

Patrice – Eu cheguei aqui por acaso. Meu pai é francês e minha mãe é brasileira. Fui criado num ambiente francês. Estudava no liceu Pasteur e falava francês em casa. Francês era minha primeira língua. Sempre houve essa conexão, o que explica minha passagem, posteriormente, pela França.

Fiz engenharia eletrônica na POLI e exerci a profissão de engenheiro. Quando me formei, a POLI tinha um tratado de cooperação com a renomada École Centrale Paris. Então, fiz mestrado de engenharia industrial na França durante um ano e trabalhei por quase 5 anos na área aeroespacial. Era engenharia pura e dura. Trabalhei com sistemas de defesa e desenvolvimento das bases de recepção de satélite de imagem de observação militar. Parecia James Bond.

Mas percebi que não daria muito certo. Fui fazer meu MBA no INSEAD, em Fontainebleau. Costumo dizer que eu fui um dos poucos que aprendeu algo no MBA, porque vejo muitas pessoas, em mercado financeiro ou em consultoria, que vão para o MBA já sendo PhD nas matérias *hardcore*, como finanças, contabilidade e *valuation*. Foi a primeira vez que me deparei com um balanço. Eu tinha um professor de finanças realmente muito bom e gastei um bom tempo nisso.

Quando terminei o MBA, em 1994, estávamos no começo do plano real, saindo da hiperinflação no Brasil. Achei que tínhamos oportunidades de negócios. Em meados de 1980, quando me formei na POLI, vivíamos

o auge da década perdida no Brasil: hiperinflação, coisas indo de mal a pior, o governo precisando ir todo ano ao FMI para pagar as contas, crise da dívida externa. Todo mundo queria ir embora. Foi o que eu fiz na época.

Em 1994, acreditei que seria interessante voltar, era um momento em que havia o embrião do que viria a ser a indústria de *private equity*. Na verdade, ninguém sabia direito o que estava fazendo, inclusive eu. Havia um maior controle da inflação, uma maior previsibilidade e a possibilidade de rodar um *business plan* com um *valuation* mais concreto. Era o início dessa indústria.

Eu estava num grupo que queria investir em tecnologia e em telecom e levantar um fundo para esse fim. Tinha um pessoal que era do mercado financeiro, tanto daqui como de fora. Na época, tinha um sócio brasileiro, o Icatu. Mas, no fim, o principal executivo, Daniel Dantas, saiu do Icatu e criou sua própria boutique, a Opportunity.

Daniel era o sócio local e eu vim a ser um dos executivos, aquele que também trazia o *know how* de tecnologia. A gente começou a fazer uns deals no mercado de TV por assinatura, *paging*, entre outras coisas, ligada ao setor de telecomunicações. O Dantas acabou saindo e criou o CVC Opportunity.

Nessa época, os primeiros fundos estrangeiros começaram a olhar o Brasil. Era meados dos anos noventa e não tinha ninguém nessa indústria. Ela não tinha nem nome. *Private Equity*? Como se traduz isso? Eu precisava explicar o que eu fazia. Sempre me perguntavam, “O cara vai fornecer capital? Como funciona isso?” Em 1996, a Advent tinha levantado um fundo para América Latina. Já tinham aberto um escritório no México

e um em Buenos Aires, e estavam procurando alguém para abrir no Brasil. Fiquei quase um ano conversando com eles. Eu era muito jovem na época. Eu seria um dos sócios mais jovens da Advent. Em meados de 1997, nos acertamos e abri o escritório em São Paulo. Estou com eles há 21 anos.

Desde então, passamos por toda a roda viva do Brasil, altos e baixos. Mesmo assim, consistentemente conseguimos entregar resultados. O fundo cresceu. O fundo inicial captado em 1996 era de US\$ 135 milhões. No primeiro deal, compramos 25% da Microsiga por US\$ 7 milhões, que, futuramente, tornou-se a Totvs, empresa que vale cerca de US\$ 6 bilhões. Hoje, o valor da primeira compra é o que gastamos só para analisar um deal. Nós evoluímos de fazer cheques de 7 milhões, 10 milhões de dólares para cheques de 500, 700, 1 bilhão de dólares, trazendo nossos investidores do fundo global. Crescemos substancialmente. Nosso último fundo captou US\$ 2,1 bilhões. Somos o único fundo estrangeiro que começou em meados dos anos 90 e que continua até hoje. Se você olhar o restante, muitos sofreram vários revezes e saíram do país.

**Markets – Assets, Investment Banking e a maioria das áreas do mercado financeiro agonizam em baixas do mercado, o que nem sempre acontece com os fundos de Private Equity. Há alguma razão que explique esse fenômeno?**

Patrice – A beleza dessa indústria é a visão de longo prazo. Ficamos com papéis em média de 5 a 7 anos. Já houve casos em que ficamos por 12 anos e, em outros, por 1 ano. Nossa única certeza é de que, nesse período, haverá volatilidade. Nos períodos de baixas,

compramos mais, e, quando há alta, procuramos vender.

Um bom exemplo disso foi o ciclo de baixa em 2008 e 2009, quando fizemos duas grandes aquisições no Brasil que tiveram resultados excelentes. Uma foi a Cetip, que foi um case de transformar um business considerado cost center para os bancos em uma plataforma rentável. Envolveu negociações com 500 corretoras, criação de uma boa governança, gerenciamento de conflitos com acionistas que também eram clientes do ativo. Apesar de questões complexas de governança e de montagem do deal, a empresa se mostrou um *business* espetacular. Entramos no auge da crise, na semana que o Lehman Brothers declarou falência. Em menos de um ano, abrimos na Bolsa.

Outro case bem-sucedido foi da Kroton Educação. Eu lembro que assinamos com a Kroton no primeiro semestre de 2009, quando a empresa era o “patinho feio” do setor de educação na bolsa. Tenho a lembrança de que o número quatro estava em tudo: valia 400 milhões de reais, tinha 40 mil alunos e um EBITDA de 40 milhões. Essa era a Kroton quando entramos. Em 2013, a empresa já valia 38 bilhões, uma criação de valor espetacular. E ambas as empresas foram no auge da crise, com todo mundo saindo do Brasil. Lembro-me do fechamento do câmbio da Cetip, quando tivemos que explicar duas vezes para o operador de câmbio que estávamos comprando reais. Entrando e não saindo.

Como conseguimos ser resilientes com tanta volatilidade nesses anos? Considero alguns fatores: o primeiro é o poder de decisão local – o fundo é internacional, mas a decisão deste fundo na América Latina está aqui, entre os nossos sócios. As pessoas que estão tomando as decisões estão aqui, vivendo este ambiente. Isso é uma grande vantagem. O outro é o fato de ser regional: quando o Brasil estava em alta em 2010 e 2011, quando se tornou o “queridinho” do mercado financeiro, vendemos nossa parte na Kroton e Cetip. Enquanto isso, estávamos investindo fortemente na Colômbia e no México. Esse poder de trabalhar com os diferentes ciclos dos países é uma vantagem competitiva enorme se comparada a fundos restritos a Brasil. Todos os fundos dedicados ao Brasil que captaram recursos no último vintage de 2010 e 2011, tiveram que colocar o dinheiro no pico de 2012 e 2013 e se complicaram muito. Eles também tiveram que jogar contra o câmbio. Outra questão é nossa curva evolutiva constante, o que

permite que nossa especialização setorial seja muito forte. A Estácio é o nosso terceiro deal seguido em educação, por exemplo. Desta forma, temos alguns setores em que sabemos exatamente o que precisa ser visto e ser consertado, o que nos dá uma grande vantagem.

### **Markets – Você esteve a frente no processo de captação do maior fundo de private equity destinado a América Latina, \$2,1 bilhões em seis meses. Poderia contar um pouco da experiência?**

Patrice – Os nossos investidores são 100% estrangeiros - o que é uma pena, pois adoraria ter recursos em reais aqui sem que fosse preciso digladiar contra outras moedas. Hoje, os grandes investidores institucionais em moeda local no país são os fundos de pensão brasileiros, com governança muito complicada. Ainda há um *overlap* de um pouco mais de 60% de investidores que também estão no nosso fundo global – há o fundo Global da Advent, que levantou cerca de \$13 bilhões de dólares, e o programa América Latina com \$2,1 bilhões. Estes são, em geral, os grandes fundos de pensão, fundos soberanos, *endowments* e seguradoras de outros países.

Geralmente, nos voltamos para o mercado a cada 4 ou 5 anos e, durante esse período, entre a montagem de fundos, temos reuniões formais anuais de update, recebemos visitas, mandamos relatórios trimestrais. Vou aos EUA e à Europa para encontrar com outros sócios da Advent e fazermos *roadshows* com investidores. Mantemos eles informados durante todo o ano, durante todo o processo. Chega uma data - quando normalmente atingimos 70%, 80% do fundo investido -, em que saímos a mercado realmente para *fundraise*. Esse processo dura, no caso de fundos bem-sucedidos como nós, de 5 a 7 meses.

É realmente um *bookbuilding*. Assim como a empresa que está no processo IPO, você pega a pastinha debaixo do braço e sai vendendo. Já fiz mais de 500 reuniões em 15 países. O que nos diferencia é uma base muito forte, cerca de três quartos dos investidores continuam conosco. Estamos falando de pessoas que vêm investindo com a gente desde o primeiro fundo. Hoje, o problema em relação ao *fundraising* é o contrário: como alocar dentro do fundo a demanda que a recebemos. Poderíamos, sim, com todos esses fundos, ter levantado mais dinheiro. Porém, tivemos a disciplina de dizer “não”, enten-

dendo a capacidade com que conseguimos trabalhar por ano, durante quatro ou cinco anos.

### **Markets – A participação na Kroton foi um dos maiores sucessos da Advent no Brasil. Nesse processo pode-se dizer que houve retorno para a sociedade?**

Patrice – O *private equity* tem um valor enorme para os setores como um todo, ainda mais investindo e gerando valor em setores como educação e saúde, fazendo-os crescer e se consolidar. Mas também há a transformação de empresas, por meio da introdução de uma boa governança, em negócios com um bom motor de crescimento interno, em que os impostos são regularizados e que funcionam como exemplo tanto para os mercados públicos, como para as empresas privadas. As pessoas e executivos veem o resultado e entendem como uma governança adequada gera valor.

A experiência na Kroton, por exemplo, foi muito interessante, pois se tinha uma tese sempre presente: a consolidação. Quando entramos, a empresa vinha procurando fazer isso, porém apresentando resultados ruins. Possuía muitas empresas de pequeno porte e não estava tendo ganhos de sinergia. Organizamos a empresa com melhores práticas de gestão corporativa, de gestão de projetos, que não estavam no lugar. Quando compramos o Iuni, nossa primeira aquisição, conhecemos o talento do Rodrigo Galindo. Depois de ter cuidado do ensino superior por dois anos, escolhemos colocá-lo como CEO. É um dos casos raros em que um gestor do grupo adquirido alcança esta posição e representa parte da excelente experiência e resultado que tivemos.

### **Markets – Como é conviver entre conselheiros e diretores das maiores empresas do Brasil e ter influência sobre elas? Vocês se sentem como agentes de construção do Brasil através de seus investimentos?**

Patrice – No meu trabalho, considero que tenho o grande privilégio de estar em contato não só com grandes CEOs, mas, principalmente, com os empreendedores que criaram e cresceram junto com sua empresa. O pai do Rodrigo Galindo, fundador do Iuni, é um exemplo. É incrível ter esse contato com a força empreendedora que se tem no país, com todas as dificuldades presentes, seja a selva fiscal, sejam todas as restrições de crédito. É um país formado por pessoas que

vivienciamos épocas inflacionárias malucas, de volatilidades e imprevisões. Gerou-se um corpo gerencial criativo, agressivo e de primeira linha. O complicado é a fuga de talentos que voltou com a recessão. De qualquer forma, considero que temos na Advent executivos com que tivemos o privilégio de conhecer e manter relacionamento ao longo dos anos e que estariam dispostos a participar de nossos investimentos futuros conosco.

### **Markets – Há muitas empresas no Brasil com potencial de ganhos de eficiência. O trabalho de private equity é explorar essas companhias. Observando o mercado, a falta de eficiência no Brasil está mais relacionada a má gestão ou falta de injeção de capital?**

Patrice – Os dois têm, sim, um papel relevante, mas diria que o primeiro é o principal. O que enxergamos é que, principalmente quando conversamos com empresas familiares, a tese de melhoria de gestão é enorme. Aplicando práticas básicas de precificação, otimização do capital de giro, gerenciamento da força de venda, conseguimos imediatamente ganhar pontos de margem que fazem uma diferença gigantesca.

Vemos ainda muita ineficiência dentro dos grupos familiares brasileiros, principalmente em empresas médias, que é onde atuamos. Trazendo esse talento de gestão, conseguimos muito rapidamente ter um impacto significativo, principalmente nas margens e controle de custos; é um pedaço grande da nossa criação de valor. O outro pedaço importante é colocar os números em ordem e construir um business que seja vendável lá na frente para estratégicos. Investimos, no Brasil, em cinquenta empresas nesses vinte anos, com 7 ou 8 IPOs. As outras vendemos para estratégicos, empresas auditadas em US GAAP, com tudo em ordem, sejam processos ou sistemas. Então há uma grande criação de valor em volta disso, pois fazemos esse trabalho de limpeza interna da empresa.

### **Markets – Nos últimos anos, a Advent manteve posições em outros países da América Latina. Hoje, pensando em investimento de longo prazo, o Brasil se mostra como oportunidade melhor que outros países ou há oportunidades melhores em outros países latino-americanos?**

Patrice – O Brasil sempre representou para nós mais da metade do fundo, nosso *main market*, entre 55% e 65%. Vemos, no Brasil, tanto nos últimos dois anos como nesse, grandes oportunidades de compra. Temos, em meio à crise, à Lava-jato e às eleições, setores e subsetores que possuem crescimentos bons e empresas muito boas, como a Estácio. Compramos a Easynvest, compramos a distribuidora química quantiQ em razão da Lava Jato; todas empresas que vêm crescendo no meio dessa confusão. Quando olhamos para fora, temos mercados importantes para nós, como a região Andina, Colômbia, Peru, mas são mercados muito menores. Até o México, que é um mercado grande, surpreendentemente do ponto de vista de *private equity*, há pouquíssimas transações. Parece um paradoxo. Nesse momento, e, com certeza, durante esse ano, nós enxergamos uma grande oportunidade de compra. Vai ter volatilidade, vai ter nervosismo na eleição, vai ter barulho, mas temos uma visão para daqui a quatro, cinco anos.

### **Markets – Com o país saindo de sua maior recessão na história e os mercados se recuperando, especificamente quais setores apresentam grandes oportunidades?**

Patrice – A grande aposta de um setor que sofreu bastante seria o consumo, que não está lá ainda. O desemprego, por exemplo, voltou a crescer ligeiramente, até a saída da recessão está “meia-boca”. Eu acho que existe, sim, uma expectativa da volta de consumo - que não é a melhor forma de retomada, porque é uma retomada mais frágil, que não se dá via investimento. A tese seria que o emprego voltasse, as famílias começassem a se desalavancar e se iniciasse, novamente, uma retomada do consumo, mas isso ainda é algo que podemos esperar à frente. É importante salientar que, com ou sem recessão, investimos em setores como saúde, educação, infraestrutura (como portos, os quais vendemos para chineses), que estão tendo crescimentos espetaculares por tanta demanda reprimida, gargalos tão grandes que crescem independentemente do que acontece com o cenário macro. Esse é o primeiro ponto. O segundo ponto envolve questões regionais. Enxergamos o Sul em alta; temos uma empresa de varejo de material de construção lá crescendo double digits durante todo o ano de 2017 e em 2018. Vemos o Sudeste meio estagnado e o Nordeste caindo. As regiões ainda estão desproporcionais.

### **Markets – Como está o mercado de private equity hoje no Brasil? O apetite dos investidores estrangeiros está facilitando a captação desse tipo de fundo?**

Patrice – Há um excesso de liquidez colossal hoje no mundo, liquidez buscando oportunidades. Na carteira dos grandes investidores mundiais, a alocação para *private equity* vêm crescendo, têm sido um ativo de grandes retornos, principalmente na época de juros baixos. Com o *yield* americano de 2,5% a 3% de longo prazo, o *private equity* têm consistentemente dado resultados superiores. Não só a liquidez vem aumentando, mas a alocação para *private equity* vem aumentando como classe de ativo. Os investidores enxergam hoje um Estados Unidos *overpriced*, uma Europa com questões políticas complexas e uma potencial desaceleração da China. Esse capital está buscando lugares para entrar e o Brasil tem atraído muito. A questão é encontrar bons gestores. Não se consegue colocar em uma só mão gestores que conseguiram durante períodos longos de tempo ter uma performance consistente. Já, o investidor nacional, concentrado nas mãos dos fundos de pensão, está sofrendo com problemas de governança. Enxergamos, também, cada vez mais *family offices* querendo uma exposição na economia real, principalmente com taxa de juros caindo.

### **Markets – Há uma disputa comercial recorrente entre Estados Unidos e China. Há o risco que isso venha a se tornar uma guerra comercial. Você acha que isso pode trazer oportunidades e dificuldades para empresas brasileiras? Se sim, quais são elas?**

Patrice – O grande risco que deixa os mercados nervosos é de que uma eventual guerra comercial possa começar a enfraquecer a China. Ou seja, se a China enfrentar barreiras em seus produtos, principalmente em mercados americanos, ocorrerá um enfraquecimento da economia chinesa. Sendo o maior parceiro comercial do Brasil, há um efeito cascata que pode chegar aqui. Ainda não estamos lá, mas isso é uma disputa de grandes potências. Devemos torcer para que eles se acertem em algum momento.

### **Markets – Nos últimos anos, diversos fundos de pensão estrangeiros ficaram decepcionados com a performance do Brasil, tivemos até casos de acordos judiciais para ressarcimento de acionistas. Na sua visão, como isso afetou os investimentos**



Na ordem: Luis Bastos, Marcelo Figueiredo, Fabio Bassan Patrice Etlin, Toshiro Tokuyoshi, Gustavo Trucharte e Víctor Hurtado

### **no brasil? Esse nível de confiança já retornou ao padrão anterior à crise?**

Patrice – É um pouco do problema que comentamos, no último *boom* de 2010 e 2011, aquela euforia com o Brasil, com captação recorde para nossa indústria. Foi um período muito ruim para a indústria de maneira geral, não só para os fundos locais. Há casos conhecidos de fundos que investiram e tiveram resultados muito ruins; foi uma onda de fundos estrangeiros entrando na euforia, fazendo seus primeiros deals e tendo resultados decepcionantes. Isso é muito ruim para a indústria como um todo. Você começa a levantar dúvida em relação aos investidores institucionais: “isso é realmente uma classe de ativo com volume e escala no Brasil?”. Porque não é possível que, no Brasil, só haja a opção de, caso se queira fazer um cheque grande, recorrer a um, dois ou talvez três nomes. Principalmente os fundos locais, que captaram dinheiro junto a investidores *blue chips* lá fora. Essa turma se machucou. Hoje, temos uma desconfiança

que não está resolvida. É muito recente. Alguns fundos já pararam de investir ou estão administrando as carteiras, mas estão com resultados negativos. Isso não é bom para indústria. Tivemos dois ciclos ruins, aquele ciclo do final dos anos 90, quando veio a crise da desvalorização e a Argentina quebrou, e tivemos esse recente, o qual estamos ainda digerindo. Na realidade, esse último ciclo foi um banho de sangue para nossa indústria.

### **Markets – E o que recomenda hoje para os estudantes que procuram seguir e ter sucesso no caminho de Private Equity? Livros marcantes, skills essenciais para o setor.**

Patrice – Nossa visão é muito analítica, por isso, considero que ter uma base analítica forte é a fundação de tudo: você realmente conseguir navegar de maneira absolutamente confortável entre lucros e perdas, balanços, fluxos de caixa, *valuation* e rodar modelos complexos, além de saber como esses *statements* conversam um com o outro. Então, essa base analítica de modelagem é

basicamente o coração. A dificuldade, no entanto, é ir além de uma pessoa que está atrás da máquina, sair do caixote. Temos uma pegada comercial, uma química com famílias e potenciais sócios que também é muito importante. Todos se perguntam: “Vou querer ser sócio dessa pessoa? Vou entregar a gestão da empresa da minha família que está no mercado 30, 50 anos?”. Então, considero que é uma mistura entre personalidade e características pessoais, com uma base analítica forte, que dá credibilidade dentro de uma firma de *private equity* e dá base em uma negociação, que exige saber usar os números. Há também o lado da empatia, uma combinação para você realmente evoluir e virar sócio. Pode-se até ler livros, mas o ponto é um *practice business*, é um constante “*learn on the job*” no qual você erra várias vezes e é isso: *do it again, do it again*, não há como escapar disso.

Entrevista realizada em 27.04.2018, na Advent International, São Paulo

# DÁ PRA GANHAR DINHEIRO COM AÇÕES QUE CAEM? DÁ!



É um pensamento bem recorrente, para quem não está tão próximo do mundo de investimentos, que só é possível ganhar dinheiro com ações que sobem de valor. Para quem trabalha com isso, acontecem algumas conversas engraçadas em almoços de família: “Dia difícil hein?! Vi que o IBOVESPA caiu muito hoje. Mas vocês recuperam em breve.”. Porém existem infinitas estratégias de investimento e eu talvez tenha tido muito lucro com a queda da bolsa...

Em geral, o pensamento é simples: “Eu compro por um certo preço, a ação sobe, eu vendo por um preço maior e.. shazan! Lucro!”. Não há nada de errado com esse raciocínio. Na verdade, ele está correto. Você compra por um preço, vende mais caro e ganha dinheiro com isso. Porém, há várias formas de lucrar, também, com a queda dos preços das ações. Vamos por partes...

## Vender o que não tenho

Existe um processo legal pelo qual você consegue vender uma ação que você não tem. Chamamos isso de “ficar vendido”, ou em inglês “short selling”, ou misturando tudo “ficar short”.

Vamos fazer uma analogia com um carro, para ficar mais fácil de entender a ideia. Imagine que, por algum motivo, você desconfia que a

Honda vai lançar um novo modelo do Civic daqui uns 3 meses e você acredita que o preço dos carros em estoque do modelo antigo vão cair (pois muita gente vai preferir comprar o novo). Hoje um Civic 0Km vale uns R\$90.000 e você acredita que depois do lançamento do novo modelo ele vai valer uns R\$60.000.

Beleza, aí você chega para um amigo seu e fala: “Então, tô vendendo um Civic zerado por R\$90k. Quer comprar? Te entrego as chaves no fim da tarde”. Suponhamos que ele tope, e lembrando que você NÃO TEM um Civic, o que você faz? Corre numa locadora de carros e pede um Civic com a menor quilometragem possível e entrega pro seu amigo. Ele nem sabe que o carro é alugado, te dá os R\$90k e sai andando feliz com o carro. Você fica pagando aluguel para a locadora, esperando a Honda lançar o novo carro, e para a sua sorte, ela faz isso, tudo ocorre como você esperava e o modelo que você vendeu pro seu amigo por R\$90k agora vale R\$60k. Você compra esse carro por R\$60k e devolve para a locadora, pagando mais R\$10k pelo aluguel desse período todo.

Se liga no que aconteceu: Você recebeu R\$90k pela venda para o seu amigo, pagou R\$60 para comprar o carro e devolver, pagou R\$10k de aluguel. No fim, você ganhou R\$20.000 vendendo um carro

que VOCÊ NÃO TINHA! Doido, né?!

Claro, com carros isso não funciona, pois ele tem chassi, documento, etc, etc. Mas ações não tem essa burocracia toda. Todas as ações do mesmo tipo são iguais e EXISTE UM MECANISMO DE ALUGUEL DE AÇÕES. Você paga uma taxa de aluguel para alguém que tem a ação, pelo período que ficar com ela alugada (a pessoa não pode vender as ações nesse período) e você vende pra alguém. Em algum momento, compra a ação no mercado e devolve o aluguel.

Ganho na queda, perco na subida

Você deve ter percebido que essa é uma forma de apostar na queda das ações. Ou seja, se a ação cai, você compra mais barato do que vendeu e, com isso, lucra! Mas como nem tudo são rosas, você pode ter errado seu prognóstico e a ação pode SUBIR e você não conseguir esperar ela voltar a cair (se é que isso vai acontecer). Nesse caso, você vai precisar comprar a ação por um preço MAIOR do que o que você vendeu, e ainda vai precisar pagar o aluguel. UGH, isso dói.

No próximo artigo, vamos explicar como usar o short junto com a compra de outra ação, uma estratégia chamada Long&Short. Fica de olho aí...

BTM

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

# Populismo: De Vargas a Bolsonaro



**RAFAEL GALVÃO**

Administração  
FEA USP

Conforme as eleições presidenciais se aproximam, o debate acerca das campanhas torna-se cada vez mais intenso. Nesse cenário, promessas como a imediata redução da taxa de desemprego e do déficit das contas públicas, além da erradicação da corrupção e da criminalidade, mesmo que rasas e simplistas, ganham força, o que altera consideravelmente o posicionamento ideológico do eleitorado. Assim, é possível observar que essas abordagens se encaixam perfeitamente em um conceito de difícil caracterização, mas que está presente nos debates eleitorais no Brasil e no mundo: O populismo.

A compreensão do populismo é extremamente ampla, podendo ser utilizada por todo o espectro político, seja de direita, de esquerda, democrático ou autoritário. Apesar dessa abrangência, a forma mais utilizada para conceituar o populismo, especialmente no Brasil, é, segundo o cientista político e colunista do *The Guardian*, Cas Mudde, a de uma vertente política rasa que se vale da concepção popular de que sempre há o embate entre “nós”, o grupo com o qual o populista se identifica, contra “os outros”. Ademais, é característico do populismo a proposição de soluções simplistas para questões complexas e a obediência do governante à vontade do “povo”. Como pode ser observado, o populismo é extremamente vago e genérico, mas com grande impacto no eleitorado.

É importante frisar que o populismo há muito tempo é utilizado como ferramenta eleitoral no Brasil. O Estado Novo de Getúlio Vargas é um exímio exemplo. Getúlio sempre se apresentou como um líder que entende os anseios da população – basta olhar a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), elaborada em 1943. A criação do salário mínimo foi outra ação de caráter populista que marcou a carreira política de Vargas, garantindo sua posição hegemônica na memória do eleitorado e na política nacional. Além disso, o “pai dos pobres” também flertava com a exaltação da sua própria imagem, característica que o aproximava até dos líderes populistas europeus.

Desde essa época, o populismo funcionou com relativo sucesso, principalmente em decorrência de seu inerente caráter pessoal, isto é, as consequências das disputas políticas deixam de interferir apenas em questões gerais da sociedade e passam a interferir diretamente no cotidiano do eleitor, graças a retórica do “nós” contra “eles”. Outro fator que promove o sucesso

do populismo é a pouca necessidade de repertório político do eleitor para entender e defender os ideais populistas, possibilitando, portanto, maior penetração.

Tal facilidade de penetração já foi percebida por diversos candidatos ao Palácio do Planalto, sendo o exemplo mais atual, Jair Bolsonaro, que concorre pelo Partido Social Liberal (PSL). Apesar de utilizar o discurso populista ao abordar quase todos os temas do debate político, Bolsonaro recorre a essa estratégia principalmente no que tange a economia.

Há dúvidas se Bolsonaro, caso eleito, conseguirá formar uma base aliada sólida que o permita implementar reformas estruturais e, principalmente, enfrentar a polêmica, mas necessária, reforma da Previdência. Afinal, há uma grande diferença entre conseguir convencer por meio de ideologias rasas e simplistas um eleitorado descrente na política e convencer um Congresso Nacional fragmentado e repleto de interesses conflitantes.

O populismo de Jair Bolsonaro adquire contornos ainda mais preocupantes ao se analisar as propostas – ou, melhor dizendo, a falta delas – que concernem à política econômica. O candidato é visto pelo mercado como defensor de políticas econômicas com viés nacionalista e desenvolvimentista, base da economia durante o Regime Militar. Por esse motivo, segundo pesquisa recente com investidores institucionais, uma eventual eleição de Bolsonaro poderia causar a desvalorização do real frente ao dólar e a queda do Ibovespa para a faixa dos 55/65 mil pontos. Acrescenta-se a esse cenário a falta de capital político para prosseguir com as reformas econômicas, aumentando ainda mais as incertezas sobre o candidato.

Diante desse contexto adverso a sua candidatura, Bolsonaro tenta conseguir o apoio do mercado ao buscar um Ministro da Fazenda que seja favorável a este. O nome mais cotado para essa posição é o economista Paulo Guedes, Ph.D. pela Universidade de Chicago e fundador do Banco Pactual. Guedes destaca-se pelo pensamento liberal e pelo posicionamento favorável às privatizações, sendo alvo de interesse do mercado. A despeito dessas sinalizações pró-mercado, a pauta econômica nunca foi, até o momento, ponto principal na campanha de Bolsonaro. O candidato já declarou que pouco sabe sobre economia e que cabe a sua equipe o planejamento sobre a política econômica, utilizando novamente elementos da retórica populista – soluções simplistas para questões complexas – para delinear sua estratégia na corrida presidencial.

Em suma, o ponto a ser refletido é que, mesmo com tais discursos polêmicos e a incerteza referente às suas propostas sobre a economia, Bolsonaro ainda se coloca como forte candidato ao Palácio do Planalto, mostrando a força e a abrangência que o populismo pode alcançar em momentos de incerteza e tensão social como os que antecedem as eleições presidenciais no Brasil. Não há dúvidas: o populismo será a corrente ideológica que exercerá maior influência em 2018.



## Por que participar?



Portfólios avaliados por alguns dos melhores gestores do mercado



Conheça e aplique os principais conceitos de alocação de investimentos



Competição com a participação dos melhores estudantes interessados em mercado financeiro do Brasil



Prêmio de R\$ 10.000,00 para o grupo vencedor



Os participantes serão avaliados para oportunidades de carreira no Banco Safra

**Acesse [www.safratopgestor.com.br](http://www.safratopgestor.com.br) e inscreva-se até 30/05/2018**



**/safratopgestor**

Em caso de dúvidas, envie um e-mail para: [topgestor@safra.com.br](mailto:topgestor@safra.com.br)



**Safra**