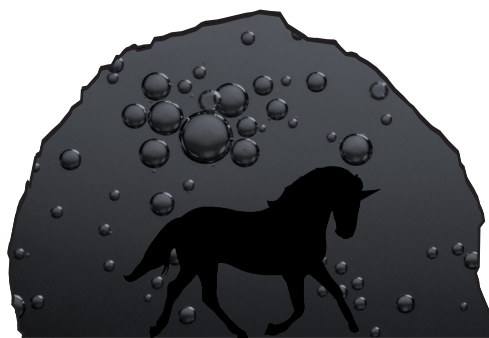


BOLHAS OU UNICÓRNIOS?

O DILEMA DE
MASAYOSHI

NA ERA DO
INTANGÍVEL



from ethereum
import DEFI

Entenda o fenômeno das cripto-
moedas e das finanças descentrali-
zadas e seu impacto no mercado

O DRAGÃO E A FORMIGA
um conto chinês

ENTREVISTA EXCLUSIVA

Alessandro Zema

TOO BIG TO FAIL
o caso único da TSMC

FERRARI
Muito além de um carro

PAGSEGURO
Democratização dos
pagamentos

INTRODUÇÃO

Caros leitores,

Sejam bem-vindos a 26ª edição da Markets St. A presente edição da revista foi desenvolvida em meio a um contexto econômico de incerteza, marcado por medidas decisórias questionáveis por parte do governo em relação ao enfrentamento à pandemia, juros e inflação em situação ascendente, além do alto endividamento do país.

Contudo, a incerteza não é restringida apenas ao Brasil, já que tal cenário pode ser diagnosticado em diversos espaços, desde a maior empresa de pagamentos da China, até o maior fundo de Venture Capital do mundo.

A atual pandemia abalou as estruturas do regime de investimentos vigente, através do incentivo a novas estratégias de análise, as quais passaram a incorporar a valorização de ativos intangíveis e medidas empresariais benéficas para a sociedade como um todo. Além disso, a necessidade de instrumentos digitais se expandiu significativamente, traduzida em movimentos pioneiros como as finanças descentralizadas.

A atual edição busca, pois, não só analisar criticamente tais eventos complexos, como também fomentar discussões pertinentes acerca de atualidades relacionadas ao mercado financeiro. Tudo isso balizado por opiniões de profissionais de alto renome e destaque, como Alessandro Zema, o atual CEO do Morgan Stanley no Brasil, e Pedro Juliano, o atual Head de Investment Banking do JP Morgan.

Em nome da Liga de Mercado Financeiro FEA-USP, desejamos a todos uma ótima leitura e ótimas reflexões,

Equipe Markets St.

EQUIPE



Guilherme Colasante

Editor
Economia FEA-USP



Luana Tenorio

Editora
Ciências Atuariais FEA-USP



**LIGA DE
MERCADO
FINANCEIRO
FEA-USP**

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

ÍNDICE

8 ENTREVISTA



ALESSANDRO ZEMA
CEO Morgan Stanley Brasil

Morgan Stanley

4

CRISE FISCAL
Nathan Carvalho
Beatriz Costa

6

12

GOVERNO BIDEN
Pedro Forlevezi
Gabriel Cruz

16

18

FERRARI
Mariana Storti
André Junqueira

20

MÉLIUZ
Felipe Viana
Eduarda Azevedo

LEITURAS RECOMENDADAS
Thiago Toshiro
Fernando Pereira

25

ESGreed
André Cesaretti
Guilherme Colasante

5

DEFI
Henrique Heidenfelder
Guilherme Colasante

BOLHAS OU UNICÓRNIOS?
Agnelo Santos

14

O Dragão e a Formiga
Luiz Freire

PAGSEGURO
Lucas Maeda
André Cesaretti

19

TSMC
André Junqueira
Felipe Pádua

22

23

SEÇÃO DE CARREIRAS
Pedro Juliano

ESGreed

O complexo de greenwash

O mercado financeiro considera o lucro como único motivador e fim de um investimento. Esta foi a máxima que reverberou no ideário popular por toda a modernidade. Contudo, em 2004, emergiu uma tendência inovadora, capaz de quebrar paradigmas no mundo dos investimentos: o ESG (Environmental, Social and Governance) investing.

ESG pode ser definido como uma filosofia de investimento focada em corporações com atuação de impacto em caráter ambiental, social ou de governança. De maneira geral, esta filosofia tenta aliar resultados lucrativos a benefícios à sociedade e ela vem ganhando adeptos.

Tudo começou com Kofi Annan, ex-secretário-geral da ONU, responsável por desafiar os CEOs das 50 maiores empresas financeiras do mundo a buscar maneiras de incorporar princípios ESG ao mercado de capitais. Em pouco menos de um ano, a iniciativa gerou frutos com o relatório "Who Cares Wins" - escrito por Ivo Knoepfel, renomado investidor suíço em Private Wealth - que buscou comprovar a relevância de fatores ambientais, sociais e de governança para aumento de solidez e redução de riscos no mercado de capitais.

Desde então, o mercado como um todo reconhece cada vez mais a lógica e efetividade da iniciativa. Exemplo disso é Howard Marks que, recentemente, afirmou: "estamos incluindo ESG em tudo que fazemos na Oaktree", além de Ray Dalio, que declarou abertamente a integração de princípios ESG nas análises da Bridgewater.

Essa preocupação com fatores extra-financeiros foi altamente

acelerada em 2020, devido a eventos ambientais de alto impacto, instabilidades sociais, como o movimento Black Lives Matter e invasão do congresso estadunidense, e crises de governança, como a fraude da WireCard, além, obviamente, da pandemia do Coronavírus. Todo este contexto é um solo fértil para valorização de iniciativas empresariais sustentáveis e conscientes socialmente.

Contudo, para que o ESG investing se consolide, é preciso que empresas realmente se engajem nesta tendência. No Brasil, existem importantes players, como a Natura, que fomenta o extrativismo consciente com parcerias de Repartição de Benefícios junto às comunidades locais do Norte do país, o Banco do Brasil, que promove guidances claros de representatividade de gênero e etnia em cargos de liderança, entre outras 28 companhias integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) - iniciativa da B3 para unificar em um ETF empresas alinhadas aos princípios ESG.

Mas nem tudo são flores. Com a disseminação do ESG, a adoção de medidas deixou de ser uma questão voluntária e tornou-se necessária para a sobrevivência - surgiram assim companhias

ESG moldadas no escândalo das parabólicas

do "o que é bom a gente mostra, o

que é ruim a gente esconde". Uma

vez que a divulgação de

relatórios de sustentabilidade

ainda não é prática obrigatória regulamentada pela B3, as informações

que definem uma estratégia de negócios ESG são declaradas pelas próprias

empresas. Para preencher a lacuna de verificação dos critérios divulgados,

empresas criaram ESG scores - Refinitiv ESG, MSCI ESG, S&P DJI ESG Score.

Esse último serve de base para o índice ESG da B3 em conjunto com a S&P Dow Jones, o S&P/B3 Brazil ESG Index, lançado em setembro do ano passado. Entre as empresas que configuram vale destacar alguns casos questionáveis, como a IRB, cujos ex-diretores foram responsáveis pela falsa divulgação de que o megainvestidor Warren Buffett havia se tornado acionista da companhia.

A S&P divulga que o DJI não leva em conta companhias com receitas atreladas às indústrias de cigarro, armas e carvão - ainda assim, estão presentes no índice empresas como a PetroRio, produtora de petróleo e gás, a Bradespar, acionista da Vale, e o próprio Banco do Brasil citado anteriormente, o maior credor de setores que desmatam no país segundo a Forests and Finance. Além destes, figurava no índice o Carrefour, empresa com episódios recorrentes de violência, o último deles durante o anúncio, em Paris, de que a companhia estava boicotando produtos originados em áreas desmatadas.

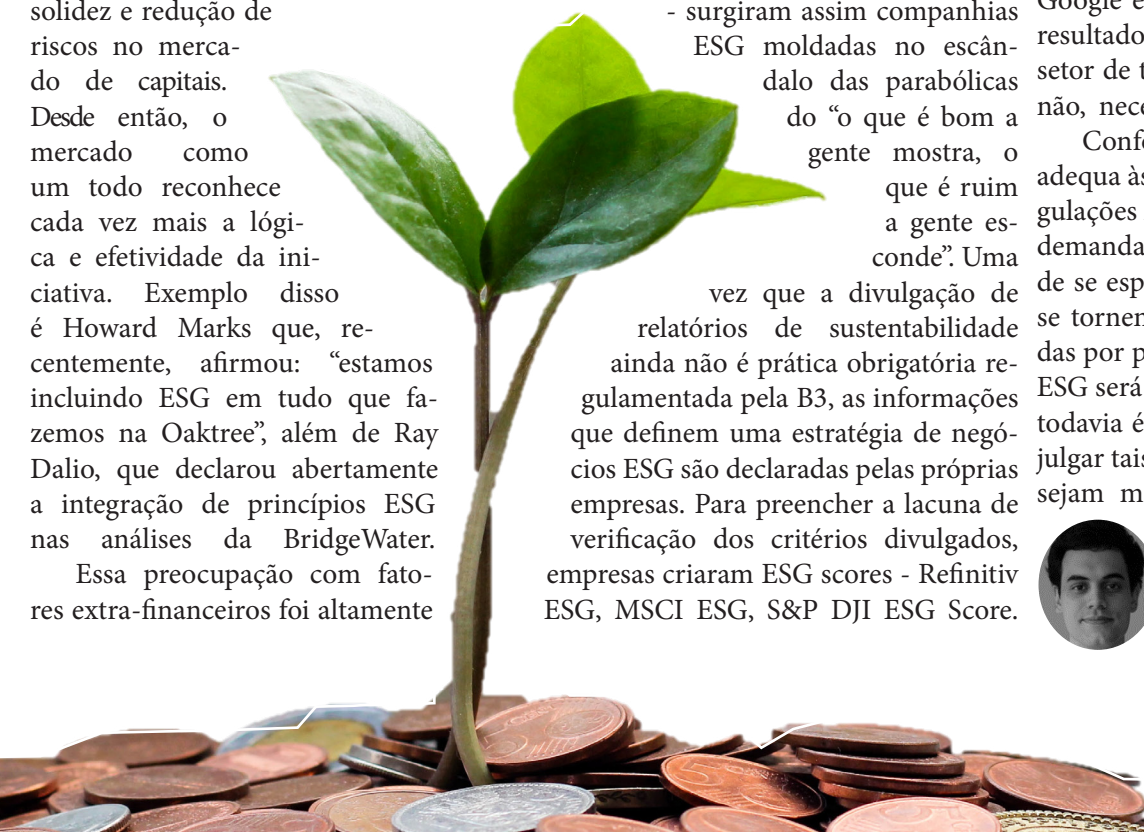
Ainda assim, os conceitos ESG têm sido glorificados sob a premissa de que estes investimentos geram maior retorno em relação a outros. O fundo ESG da Vanguard (ESGV), por exemplo, supera o retorno de outros fundos de ações da gestora em 10% desde o seu lançamento, no final de 2018. No entanto, ao observar a composição do fundo, 19.3% do capital está alocado em ações do Big Five americano - Amazon, Apple, Facebook, Google e Microsoft -, cuja valorização é resultado da liderança de desempenho do setor de tecnologia nos últimos 3 anos, e não, necessariamente, de medidas ESG.

Conforme o mercado de capitais se adequa às necessidades ESG - seja por regulações mais bem estruturadas ou maior demanda por parte de investidores - é de se esperar que companhias realmente se tornem engajadas, ainda que motivadas por pressão externa. É inegável que o ESG será a tendência da próxima década, todavia é necessário ter consciência para julgar tais ações e cobrar práticas que não sejam meras obras de relação pública.



André Cesaretti
Contabilidade
Diretor de Eventos

Guilherme Colasante
Economia
Diretor de Projetos



Crise Fiscal



Beatriz Costa
Contabilidade
Coordenadora de Projetos

Nathan Carvalho
Economia
Associate



Dentro da realidade fiscal brasileira, não é novidade a urgência de políticas que guiem o país na direção de uma relação mais saudável entre receitas e despesas. As contas públicas estão no vermelho desde 2014, quando tivemos o primeiro déficit da história e uma dívida bruta que representava 63,4% do PIB. É nesse contexto que começam a surgir, de maneira mais incisiva, alguns mecanismos que equilibram esta balança.

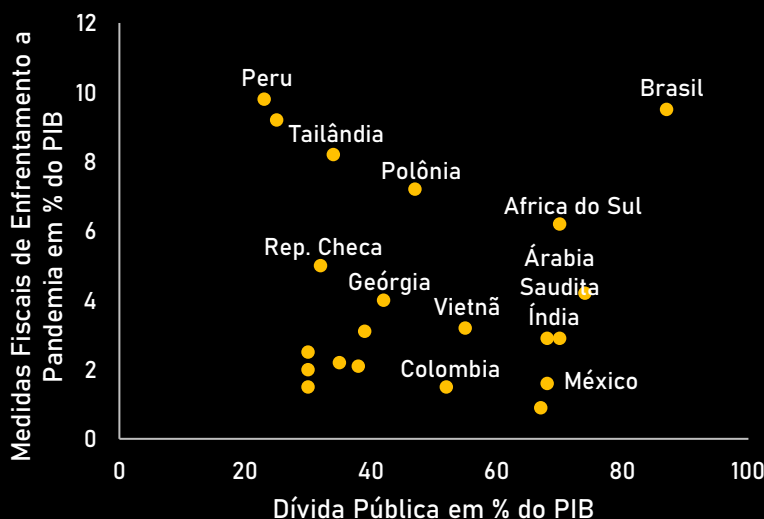
Com o fomento da tão sonhada Reforma da Previdência em 2019, o Brasil entraria em 2020 sem a assombração da insolvência fiscal e a dívida bruta contribuía para o cenário positivo, estabilizando-se em 80% do PIB com tendência de queda. No entanto, o advento da crise ocasionada pelo COVID-19 nos mais diversos campos sociais e econômicos agravou completamente a situação e mudou severamente a perspectiva dos investidores. Somou-se a um histórico de altos dispêndios monetários o decreto de calamidade aprovado pelo Congresso, o que permitiu o aumento de gastos extraordinários e adiou reformas extremamente importantes, fazendo com que o Brasil se comprometesse com mais despesas e suspendesse temporariamente a organização do dinheiro público, colocando-o em situação delicada quando comparado a outros países emergentes (Gráfico ao lado).

Toda aquela economia prevista com a Reforma da Previdência já foi gasta, pois, não somente aumentaram as obrigações, como também as arrecadações diminuíram. A suspensão emergencial das atividades econômicas já gerou uma perda tributária de quase R\$ 60 bilhões e a previsão é de que a falta de geração de

renda e produto acumule R\$ 130 bilhões em perdas neste ano. Este cenário se resume aos dados divulgados pelo Banco Central, que apontam, em fevereiro de 2021, R\$6,744 trilhões de endividamento, o correspondente a 90% do PIB.

Essa fragilidade nas contas públicas cria uma via de mão dupla com o baixo crescimento do país, pois a inquietação com a solvência fiscal também contribui para retardar o crescimento, deteriorar os indicadores de confiança e elevar os juros de longo prazo, algo que já está sendo colocado em prática com os aumen-

Nível de endividamento



Fonte: Banco Mundial

tos de 0,75% previstos para a Taxa Selic. Tais aumentos levaram a uma revisão das estimativas de crescimento do PIB para esse ano, que caíram de 4% para 3%, com perspectivas pessimistas de até 2%.

Conhecendo esse panorama geral muito se fala a respeito de manter as despesas nacionais dentro do estipulado pela Emenda Constitucional do Teto dos Gastos Públicos. O fato é que, por si só, o teto não é efetivo na boa gestão dos gastos públicos, pois, apesar de estabelecer um limite atrelado à inflação do período anterior para as despesas, não define para onde o dinheiro deve ir, o que gera desperdício e ineficiência alocativa. Em determinados momentos as despesas obrigatórias podem ser tão altas que quase nenhum recurso fica à disposição dos gastos discricionários que envolvem saúde e educação, por exemplo. Esta ferramenta

de equilíbrio de despesas deve aparecer acompanhada de uma ampla reforma tributária e administrativa para que os dispêndios não sejam apenas limitados, mas também assertivos. Estas reformas, apesar de muito divulgadas em campanhas eleitorais, encontram-se, atualmente, limitadas ou adiadas indefinidamente.

Dessa forma, enquanto as reformas não saem do papel e o teto de gastos não consegue mais cumprir sua função satisfatoriamente, o Brasil necessita encontrar uma solução barata, rápida e que gere diminuição imediata dos gastos públicos para que os problemas fiscais, econômicos e sociais previstos para 2022 sejam amenizados. Por sorte, esta solução já existe: vacinação em massa. De acordo com uma carta aberta publicada por banqueiros e empresários preocupados com a situação sanitária e econômica do país,

a vacina possui um custo benefício da ordem de seis vezes para cada real gasto em sua aquisição e aplicação. Além disso, a vacina é a “política fiscal” mais barata disponível, o que pode ser comprovado por seu custo de apenas R\$ 22 bilhões até o momento, enquanto o enfrentamento à pandemia, de modo geral, já provocou o desembolso de mais de R\$ 500 bilhões. Por último, apesar de parecer de fabricação lenta, a vacinação pode acontecer muito mais rápido do que qual-

quer reforma, utilizando-se de uma boa diplomacia e fornecendo os recursos necessários para que os responsáveis internos, como o Instituto Butantan, possam trabalhar em sua fabricação.

A situação era inesperada, porém a gestão ineficiente dos recursos e dos estímulos para a retomada da confiança dos investidores é de completa responsabilidade do Governo Federal que, se manter o ritmo de vacinação médio do início de março de 2021, levará mais de 3 anos para vacinar toda a população. A lição que fica é de que não há como reverter a atual situação fiscal do país por meio do negacionismo, dos mecanismos pouco eficientes e se baseando em práticas que geram resultados pouco impactantes. O problema está escancarado, porém a mitigação também está.

from ethereum import **DeFi**



Henrique Heidenfelder
Administração
Associate



Guilherme Colasante
Economia
Diretor de Projetos

Existiria um mundo sem bancos? Ou então sem corretoras ou casas de câmbio? Agora, imagine um mundo sem a necessidade de qualquer tipo de instituição responsável por intermediação financeira. Esta é a uma possível proposta do que hoje chamamos de DeFi (Decentralized Finance) ou finanças descentralizadas.

Existe uma tendência generalizada de descentralização em diversos segmentos da sociedade, como, por exemplo, as redes sociais, as quais desestruturaram o monopólio da produção de conteúdo e de opinião das grandes companhias de mídia.

No mundo das finanças, é possível dizer que tal processo começou com o famoso Bitcoin, a primeira criptomoeda existente, criada por Satoshi Nakamoto. Seu ideal intrínseco é a descentralização, diferentemente das moedas estatais, emitidas de acordo com a vontade de governos e bancos centrais. A presença tanto de elementos emissores intervencionistas quanto intermediários para realizar transações é substituída por um sistema financeiro autônomo peer-to-peer.

Contudo, o mais alto grau de descentralização só foi atingido devido a uma complexa estrutura tecnológica: o Blockchain, uma rede capaz de registrar uma cadeia contínua de “hashs” (transações em um formato de dado padronizado) que não pode ser alterada sem que todos os processos anteriores de validação sejam refeitos, o que garante sua estabilidade.

Tais validações são executadas pelos participantes da rede: os mineradores, que recebem uma recompensa por prestar este serviço. Para cada bloco de transação validado, o minerador recebe, atualmente, 6.25 Bitcoins, e este processo dura, em média, 10 minutos, garantido pelo sistema da Prova de Trabalho. Além dos Bitcoins, os mineradores também recebem todas as taxas gastas nas transações de cada bloco, que podem variar de acordo com a quantidade de transações na rede.

A euforia, complexidade e eficiência desse sistema deu início a um mercado que hoje possui mais de 6.000 criptoativos registrados. O recente desenvolvimento de criptomoedas próprias por grandes instituições globais, como JP Morgan com a Onyx, de-

monstram a relevância do movimento. Segundo Jamie Dimon, CEO do JP Morgan, o meio digital representa uma grande oportunidade, principalmente, para maior velocidade na liquidação de transferências internacionais.

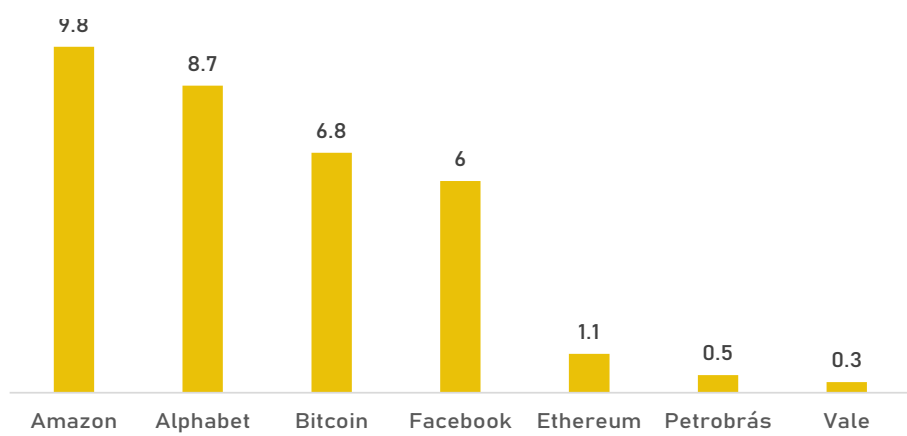
Outro grande exemplo foi a recente investida do visionário empreendedor Elon Musk, responsável por gerenciar uma das empresas mais valiosas do mundo: a TESLA. Em movimentação recente, a companhia adquiriu cerca de USD 1.5 bilhão em Bitcoins, como uma nova estratégia de alocação de caixa. Além disso, o diretor-executivo anunciou que a empresa planeja aceitar Bitcoins como forma de pagamento pelos carros produzidos em breve. Obviamente, o posicionamento favorável de um dos homens mais ricos do mundo levou a alta dos preços dos cripto ativos e, inclusive, levou a críticas sobre possível fomento a especulação por parte do influencer da TESLA, como a de Bill Gates em sua recente declaração “Se você tem menos dinheiro do que Elon Musk, provavelmente deveria tomar cuidado”.

Os cripto ativos, de acordo com investidores renomados, como Chamath Palihapitiya, constituem grandes oportunidades de investimento e podem servir como excelente hedge por sua desconexão com qualquer ativo existente, sendo caracterizado por Ray Dalio como um ativo análogo ao ouro.

Contudo, existe um receio da ocorrência de uma bolha. Recentemente, as principais moedas digitais atingiram máximas históricas, com destaque especial à Dogecoin, criptomoeda baseada em um “meme”.

Apesar das polêmicas, a ques-

Market Cap (trilhões R\$)



tão transcende a esfera momentânea do hype de investimentos. A partir dos ideais de descentralização e liberdade, este mercado pode ter dado início a uma nova era para as finanças, ainda mais revolucionária do que a imaginada.

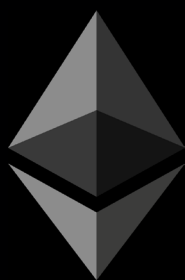
Com o aumento da demanda por descentralização, os arranjos tecnológicos tornaram-se cada vez mais complexos, com inovações incrementais cruciais para o desenvolvimento do mercado, como os Smart Contracts no blockchain da rede Ethereum. De maneira simplificada, eles podem ser definidos como acordos diretos entre duas partes, sem necessidade de intermédio, escritos como códigos de programação. Eles definem as cláusulas contratuais à maneira de um documento tradicional, implantados e assinados de forma totalmente digital e transparente para as partes.

De maneira geral, todo e qualquer serviço financeiro que envolve pelo menos dois agentes, como empréstimos, operações de câmbio, trading, investment banking, entre outros, pode ser classificado como DeFi desde que não haja intermediários envolvidos. Mas como isso é possível?

Através dos denominados protocolos de Ethereum. Dois exemplos são os protocolos Compound e Aave que possibilitam a conexão direta entre agentes superavitários e deficitários, com diferentes táticas para definição de colateral e taxas de juros calculadas por algoritmos sensíveis à oferta e demanda de crédito.

Outro grande risco é a ausência de estabilidade monetária do Ethereum, evidenciada por seus altos níveis de volatilidade. Para resolução deste problema, desenvolveu-se um novo ramo de criptomoedas, que busca a estabilidade: as stablecoins. Estas moedas são lastreadas a um ativo de reserva, como o dólar (USD) ou outras criptomoedas, como a DAI, controlada por um algoritmo que aloca os pesos dos crypto ativos de lastro de maneira que o valor de 1 DAI se aproxime de 1 USD.

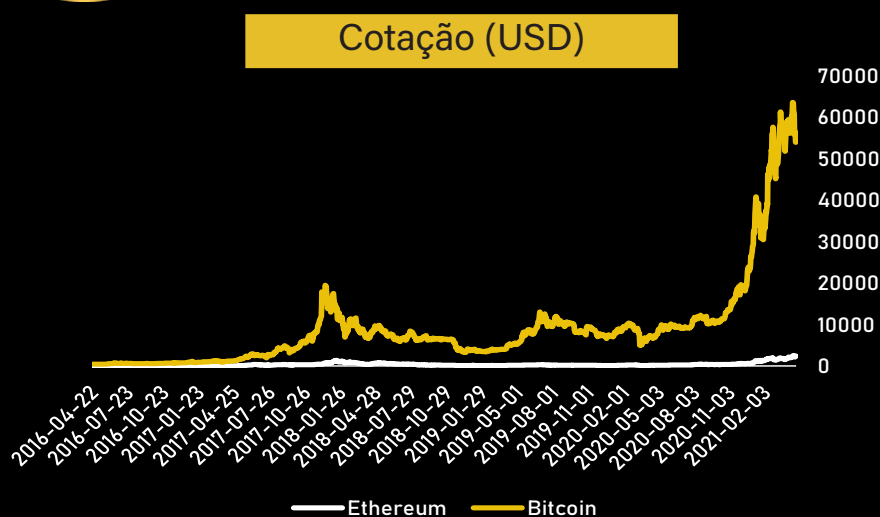
As stable coins alcançam sua estabilidade de preços por meio de collateralização ou a partir de mecanis-



mos de não arbitragem. Apesar dos riscos, existem grandes vantagens dos sistemas pautados em DeFi, como:

I- Maior eficiência, tanto em termos de tempo e uniformidade legal pelos Smart Contracts, quanto pela prevenção ao erro humano; II- Mais justiça e segurança, uma vez que qualquer indivíduo com internet pode fazer uso dos serviços financeiros, sem necessidade de documentos ou outros comprovantes; III- Mais transparência, pelo viés “open source” com novas soluções sendo propostas frequentemente pelos próprios usuários, que também fazem parte da verificação, diminuindo a possibilidade de erros.

Os ajustes técnicos para a adoção de larga escala de serviços de DeFi ainda estão distantes de serem plenamente desenvolvidos, contudo eles já representam uma clara ameaça às instituições financeiras tradicionais com números cada vez mais relevantes, como o Total Value Locked (TVL) de 48,8 bi USD no início de abril, o qual representa o tamanho da liquidez do mercado. Ainda não é possível saber se a população global está pronta ou se ela estará pronta em algum momento na história para o alto grau de responsabilidade financeira exigida pelo DeFi, porém há uma certeza: os princípios de democratização e liberdade atrelados a esse sistema estão totalmente alinhados às grandes disrupções tecnológicas da história.



ENTREVISTA



ALESSANDRO ZEMA
CEO MORGAN STANLEY

Conte um pouco sobre a sua história, seu interesse pelo mercado financeiro e, principalmente, sua trajetória dentro do Morgan Stanley.

Primeiramente, acredito que a minha história é um pouco diferente. Quando entrei na FEA, achava que queria trabalhar em marketing ou vendas e comecei, no segundo ano de faculdade, a estagiar nesta área em uma indústria química. Não conhecia ninguém no mercado financeiro. Aos poucos, alguns amigos da FEA começaram a fazer estágio em bancos e foram me contando como funcionava o mercado financeiro. A partir do terceiro ano, comecei a fazer mais matérias relacionadas e comecei a me interessar. Quando estava próximo a me formar, entrei como trainee no Citibank na área de corporate banking. Interagindo com diversas áreas do banco, comecei a me interessar pela área de M&A e entendia que, para mudar para a área, precisava fazer um mestrado ou um MBA. Saí do Brasil para fazer um MBA com a certeza de que voltaria assim que terminasse. Quando estava lá, achava que valia à pena uma experiência internacional e comecei a trabalhar no Credit Suisse em Londres. Fiquei lá por quase 8 anos e, vendo o Brasil em um momento bom, acreditei que era o momento certo para voltar, já pelo Morgan Stanley, na área de Investment Banking. Depois de alguns anos, virei responsável pela área e, nos últimos 2 anos, responsável pela operação aqui no Brasil. Estou no Morgan Stanley há 13 anos.

Qual foi o maior desafio ao longo de sua carreira?

O que é legal no mercado financeiro é seu dinamismo, então os desafios vão aparecendo em uma velocidade muito grande. Acredito que há muito mais dinamismo do que qualquer outra indústria. Um dos desafios mais marcantes, para mim, foi trabalhar fora do Brasil, lidando com clientes não brasileiros. Diferente de alguém que começa a trabalhar aqui no Brasil e depois vai trabalhar em Nova Iorque cobrindo América Latina, comecei a trabalhar aqui no Brasil e fui morar na Europa, cobrindo clientes europeus. São culturas muito diferentes, eu não tinha networking nenhum e tive que aprender a legislação de cada país, tive que aprender tudo de novo.

Quais os principais desafios de gerir um banco em períodos de crise? Especialmente diante do atual contexto de crise provocada pelo Covid-19.

Os principais desafios nesta pandemia foram, essencialmente, quatro: primeiro, pensar na saúde e bem estar dos funcionários, segundo, foi construir a logística e infraestrutura para dar acesso remoto aos funcionários, terceiro, foi manter o time motivado, manter a comunicação com o time com a certeza de que estavam todos a par dos desafios enfrentados e das ações de mitigação, e, por fim, ter certeza de que estávamos próximos aos nossos clientes, tentando ajudá-los a navegar neste ambiente de tanta incerteza.

Sabendo que o senhor assumiu a presidência do Morgan Stanley há menos de dois anos, gostaríamos de saber quais os objetivos que você e a sua equipe pretendem alcançar nos próximos anos.

Nós queremos continuar tendo uma participação de mercado muito relevante nos segmentos em que atuamos e, até mesmo, aumentá-la. Queremos iniciar novos negócios no Brasil e buscar oportunidades para oferecimento de novos produtos e negócios para os clientes. Nós queremos ser conhecidos por ser um banco inovador, já que gostamos de pensar fora da caixa, trazendo ideias diferenciadas para os nossos clientes. Também queremos ser conhecidos como um banco que se preocupa com a inclusão e diversidade, e outro aspecto fundamental para a nossa cultura é retribuir para causas sociais com uma série de iniciativas. Temos um programa de voluntariado extremamente ativo com participação de mais de 90% dos funcionários, suportamos diversas ONGs com o objetivo de retribuir à sociedade.

Você está à frente de uma das principais instituições financeiras da América Latina. Gostaríamos de saber como o senhor lida com a tomada de decisão de maneira mais racional, fugindo da influência comportamental.

Um dos pilares da cultura do Banco é a colaboração e trabalho em equipe. Portanto, as decisões tomadas aqui buscam entender a opinião de todo um time, escutando muito a opinião de quem tem a contribuir para aquele processo decisório, pesando muito os prós e os contras a fim de mitigar possíveis riscos no futuro.

Quais as perspectivas para o cenário macro, com toda a questão de risco fiscal, eleições americanas e todos os reflexos da crise que tivemos até agora?

Começamos o ano de 2020 com uma perspectiva muito positiva para o Brasil, acreditamos que estaríamos entrando em um ciclo de crescimento sustentável do PIB depois de vários anos de crescimento pífio ou recessão. A pandemia, obviamente, mudou substancialmente as perspectivas e tivemos um ano muito atípico. O governo teve despesas extras necessárias, mas que levaram a uma relação dívida/PIB de 90% no final de 2020. Então, quando pensamos em perspectiva para o futuro, uma questão chave é a perspectiva em relação à disciplina fiscal. Se continuarmos a aumentar gastos a partir de 2021, inevitavelmente, estaremos gerando mais inflação, gerando uma taxa de juros mais alta, elevando a carga tributária e diminuindo a perspectiva de crescimento do PIB.

Sabemos que, no segundo semestre de 2020, o governo de 8 países europeus enviaram uma carta ao vice-presidente Hamilton Mourão. Gostaríamos de saber

como o Senhor enxerga a postura do governo brasileiro frente a este problema e como você acredita que grandes empresas podem contribuir neste contexto.

Este tema, chamado de ESG, fica cada vez mais relevante, e eu acredito que o governo brasileiro percebeu sua importância fundamental para a atração de investimentos. Quanto às grandes empresas, acredito que elas podem contribuir não só pensando em práticas sustentáveis (relacionadas ao meio ambiente), mas também lidando com a governança de uma forma mais intensa, além do lado social, lidando com os diferentes stakeholders. Estes não são só os acionistas, empregados ou a administração da empresa, eles são a comunidade que segue a empresa. De maneira geral, as empresas devem ter maior consciência do seu papel social. No que diz respeito ao Ambiental, as empresas têm se organizado e feito a devida pressão no governo para sensibilizar os agentes de que esta é uma pauta

cada vez mais relevante no dia a dia. Ela impacta o custo do capital da empresa e a atratividade daquela ação para um grupo grande de investidores, logo as empresas têm se organizado cada vez mais para fazer chegar esta pauta e sensibilizar os tomadores de decisão de que não podemos ficar de braços cruzados e devemos ter uma postura muito mais proativa neste sentido.

Diante do atual cenário fiscal brasileiro, como o senhor enxerga a perspectiva de reformas econômicas?

As reformas são cruciais para que o Brasil consiga retomar uma rota de crescimento sustentável. Se você é uma multinacional não há nenhum outro lugar em que você vai gastar mais horas e mais recursos para preparar sua declaração de imposto

de renda do que no Brasil. Possuímos uma legislação tributária extremamente complexa, ineficiente, muito onerosa e isso precisa mudar urgentemente para algo mais simplificado. A reforma tributária é absolutamente crítica. A reforma administrativa também é muito importante. Só iremos conseguir a disciplina fiscal almejada se conseguirmos controlar de forma mais ativa os nossos gastos, e a reforma administrativa é fundamental para que consigamos controlar os gastos do governo de forma mais efetiva. Não é justo que uma pequena parcela da população seja subsidiada pela grande massa. Além disso, existem diversas reformas estruturais e setoriais que também precisam acontecer, tais como o marco de cabotagem e o marco regulatório de gás. Para que consigamos atrair empresas para investir no Brasil e lidar com o problema crônico de infraestrutura, nós precisamos não só de segurança jurídica, mas também de marcos regulatórios. Estas também são reformas muito importantes, assim como, a independência do Banco Central. Portanto, esta agenda de reformas é crucial para a manutenção e o aumento da atratividade do Brasil no atual mundo globalizado.

“As reformas são cruciais para que o Brasil consiga retomar uma rota de crescimento sustentável”

Observamos que o mercado de capitais no Brasil tem se desenvolvido de forma expressiva, com número de IPOs e CPFs na bolsa atingindo máximas históricas. Qual a sua opinião sobre toda essa movimentação recente?

É espetacular que conseguimos desenvolver o mercado de capitais no Brasil. Fala-se muito sobre o mercado de renda variável, mas o mercado de dívida também se desenvolveu amplamente nos últimos anos. Hoje, você consegue fazer uma emissão de dívida no Brasil de um prazo relativamente longo e alocar 100% disso com investidores domésticos, o que, há algum tempo, era difícil de conseguir com um volume grande e prazo muito longo. Sobre o mercado acionário, o número de CPFs na bolsa aumentou muito. Há dois anos, tínhamos 800 mil CPFs e, hoje, temos mais de 3 milhões. O movimento que catalisou tudo isso, sem dúvida nenhuma, foi a taxa de juros sendo estruturalmente reduzida para os patamares atuais, o que fez com que os investidores saíssem da renda fixa e começassem a investir mais em renda variável. Além das pessoas físicas, estamos vendo um grande movimento dos investidores institucionais domésticos, e não deixamos de ver um movimento institucional de investidores estrangeiros no Brasil. Apesar do maior percentual da alocação de renda variável ter ficado para o investidor doméstico, muitas ofertas têm saído com uma participação bastante relevante do investidor estrangeiro. Logo, todo este movimento significa uma maturidade maior do mercado brasileiro, que, para as empresas, representa um mercado a mais para captar funding e perenizar o seu negócio. Porém, ainda assim, temos poucas empresas listadas na Bovespa e muito espaço para crescer. Espero que, nos próximos anos, isso se expanda ainda mais. Este é um movimento que faz muito bem.

Considerando os últimos IPOs de 2020 que aconteceram no Brasil, das 5 instituições finan-

ceiras que lideram esses processos, 4 são bancos domésticos e somente um deles é um banco global. Como o senhor avalia esse cenário de competição?

Acho extremamente positivo que o Brasil, diferente de outros países, possui bancos nacionais sólidos, que conhecem sobre estruturação de transações nos mercados de capitais e têm capacidade de distribuição. Aqui, os bancos, sem dúvida nenhuma, foram parte da solução e não do problema como em outros países. Em um cenário de pandemia, principalmente nos meses iniciais (março, abril e maio de 2020), a única alternativa que uma empresa tinha de captar recursos era através de empréstimo bilateral com bancos. A atividade no mercado de capitais estava muito reduzida, para não dizer inexistente, então a dependência das empresas pelos bancos comerciais só se intensificou. Quando

“Quando você começa a trabalhar no mercado financeiro, não vai deixar de aprender”

as empresas pensam em fazer um movimento para o mercado de capitais, elas pensam primeiro em retribuir aquele relacionamento bancário que tiveram ao longo dos anos e aumentaram durante a pandemia. Então, é natural os bancos comerciais, eminentemente de balanço, aparecerem nas primeiras posições. Vários desses bancos têm a capacidade de fazer excelentes transações de mercados de capitais, então a empresa não está “fazendo um favor”, ela está sendo bem servida. Porém, este movimento de 2020 esteve muito relacionado com a tentativa, por parte das empresas, de retribuição da capacidade de crédito que receberam.

Quais habilidades você julga mais importantes para quem quer entrar no mercado financeiro?

É necessário ter uma curiosidade muito grande. Quando você começa a trabalhar no mercado financeiro, não vai deixar de aprender. Eu, depois

de 20 anos, estou aprendendo todos os dias com meus colegas e com os clientes do banco, então é preciso ter uma curiosidade intelectual grande, sempre tentando aprender cada vez mais. É preciso, também, ter uma boa capacidade analítica se você quer trabalhar em um banco. Existem diversas áreas, algumas demandam mais capacidade analítica, outras menos, mas é necessário tê-la. Além disso, é preciso apresentar uma boa capacidade de relacionamento interpessoal. Cada vez mais, no mundo globalizado, o profissional vai ter que lidar com diversas áreas dentro de um banco, com diversas pessoas fora do banco, seja auditores, advogados ou colegas. É preciso ter um senso de determinação muito grande. Como o mercado financeiro é muito dinâmico, as pessoas não podem ter uma visão de curto prazo em relação a sua carreira, precisam ter resiliência e a determinação de querer crescer. É importante destacar que, obviamente, o conhecimento de línguas fica cada vez mais importante.

Na sua opinião, tem alguma área que seja melhor para início de carreira?

Não tem. Tem aonde você vai se encaixar melhor. O melhor caminho é fazer uma pesquisa antes, tentar entender um pouco de cada área. Mas, o mercado financeiro é realmente fascinante, nenhum dia é igual ao outro. A grande parte das pessoas que trabalham no mercado financeiro acordam e saem felizes para trabalhar, pois quase todo dia tem um desafio novo. Então, não existe a melhor área para você entrar, existe aquela que é a melhor para você. Aquilo que eu mais aprecio é aquela pessoa que vai além, trabalhando em determinada área e procurando entender outras áreas, com garra e determinação de crescer cada vez mais. A carreira do mercado financeiro não é uma corrida de 100 metros, ela é uma maratona, então, se na corrida de 100 metros, você ficou em terceiro lugar, em quinto lugar ou chegou em último, não importa, esta corrida é uma maratona e, nesta carreira, todo profissional vai

enfrentar diversas dificuldades durante a vida, o que você aprende com esses obstáculos é o que vai determinar o profissional que você vai ser no futuro. Você deve manter o foco e nunca perder a motivação. O que eu mais sinto pena, principalmente com jovens profissionais, é que, muitas vezes, eles entram no mercado financeiro e, após 6 meses, já estão frustrados, ou porque não foi promovido, ou porque o bônus veio abaixo do esperado, mas as coisas não acontecem assim. O mercado financeiro é dinâmico e, se você fizer um bom trabalho, independente da sua senioridade, o lugar onde você está trabalhando vai te dar mais responsabilidades, mas imaginar que tudo acontece nos primeiros 6 meses ou 12 meses e já tentar fazer mudanças de carreira porque “todas as caixinhas não foram ticadas” é muito preliminar, é muito cedo e eu vejo muitos erros de carreira acontecendo por conta disso.

Por fim, gostaríamos de perguntar recomendações de leitura para quem quer entrar no mercado financeiro.

Como no mercado financeiro lidamos muito com clientes e situações de risco, eu gosto muito de aprender com o erro dos outros. Gosto de ler histórias de empresas que eram infalíveis e depois colapsaram. Um caso muito brasileiro é o “Tudo ou nada”, que conta a trajetória do Eike Batista, e outros, com títulos em inglês, são “Bad Blood”, que conta a história de uma startup no setor de saúde no Vale do Silício, e “The smartest guys in the room”, que conta a trajetória de uma empresa de energia americana chamada Enron. Em todos esses casos, é possível ver como os bancos lidaram com a fase da euforia, os erros que cometeram

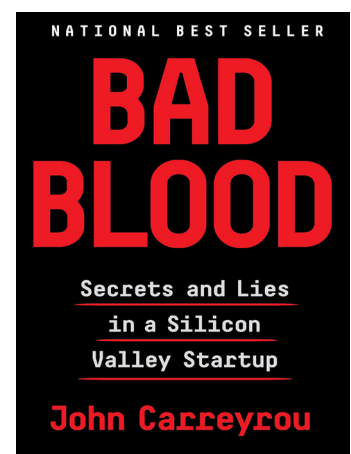
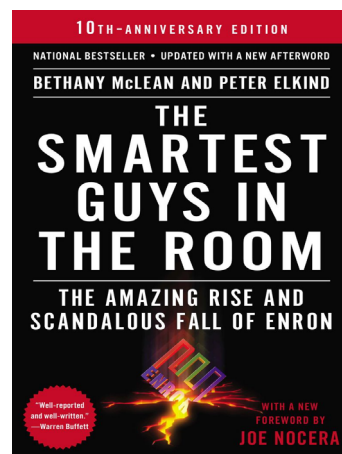
para não identificar os sinais claros de que aquela história não era tão reluzente quanto parecia. Outro livro, mas do lado de histórias de sucesso, é o “Sonho grande”, sobre a história de sucesso da 3G.

Conversa com Alessandro Zema



De cima para baixo: Pedro Forlevezi, Ana Giulia Mendonça, Nathan Carvalho, Alessandro Zema, Beatriz Costa, Luana Tenorio

Leituras Recomendadas



Bolhas ou unicórnios



Agnelo Santos
Economia
Coordenador de Projetos

o Dilema de Masayoshi na era do intangível

O rali das ações de tecnologia no último trimestre de 2020 deu fôlego ao Vision Fund, venture capital da empresa SoftBank. Após sofrer graves perdas na crise do COVID-19, haja vista a frustração bilionária com a WeWork, o hedge fund de Masayoshi Son voltou a registrar lucro recorde. Esta instabilidade, aliada à personalidade exótica de Son, criaram um personagem, tido por muitos como um gênio indomável de investimentos em tecnologia, e, por alguns, considerado um sortudo perdulário beneficiado pela explosão do Alibaba. Antes dos rótulos, vale analisar o mercado de capitais e oxigenar alguns conceitos.

Os mercados públicos de capitais estão perdendo sua importância de outrora. Este fenômeno apresenta duas causas principais: as características das novas empresas, na era da tecnologia; e o apetite ao risco dos investidores.

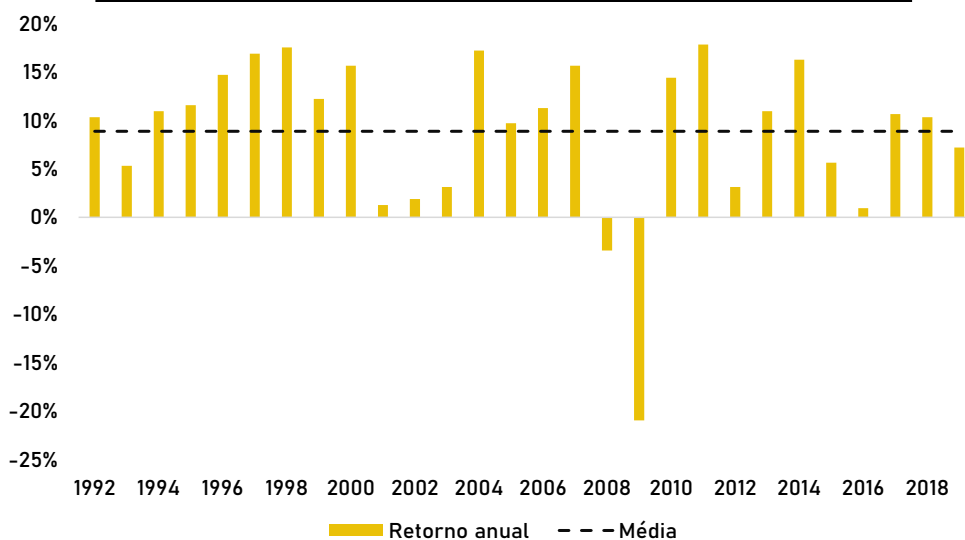
As empresas do século XXI investem mais em ativos intangíveis, conforme o gráfico 1. Segundo Osni Hoss, “ativos intangíveis são incorpóreos representados por bens e direitos associados a uma organização. Independentemente de estarem contabilizados, possuem valor e podem agregar vantagens competitivas, tal como é o caso de uma marca.” Em termos mais simples, ativos intangíveis podem ser comparados às técnicas de execução, isto é, tecnologias que ampliam a eficiência da produção de uma empresa. O vencedor do prêmio Nobel de 2018, Paul Romer, enfatiza a importância dos

intangíveis “o crescimento ocorre quando as empresas e os indivíduos descobrem e implementam essas fórmulas e receitas”.

Além disso, ativos intangíveis diferem dos tradicionais fatores de produção: trabalho e capital físico. Os intangíveis são bens não-rivais, isto é, o seu con-

nologia agregada. Além disso, quando o capital se torna necessário, o cenário de juros estruturais baixos da economia e a busca por mais retornos pelos players institucionais criaram a figura dos fundos de venture capital, que garantem empréstimos aos novos empreendedores.

Retornos reais para fundos de pensão públicos nos EUA



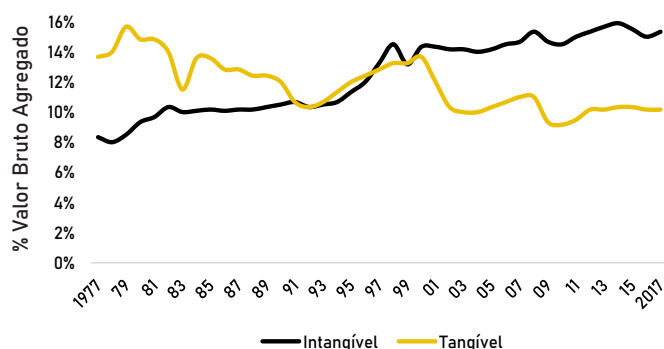
sumo por um indivíduo (e-book) não exclui a possibilidade de consumo por outros (livro físico). Estas características das empresas ligadas a ativos intangíveis suscitam, até mesmo, para alguns autores, a possibilidade de desafio do conceito de retorno marginal decrescente, mas este é assunto para outra conversa.

Todos esses fatores, aliados às políticas de quantitative easing dos bancos centrais, mudaram a forma de financiamento dessas empresas. No século XX, era comum a busca de financiamento no mercado de capitais, emitir ações era uma forma segura de garantir capital para expansão dos investimentos em capital físico. No entanto, as novas empresas apresentam menor dependência de capital, tendo em vista a intangibilidade de seus ativos, beneficiados pela alta tec-

Os retornos ficam cada vez mais difíceis. O gráfico abaixo mostra os retornos dos fundos de pensão dos governos estaduais dos EUA nos últimos 30 anos. Para buscar retornos mais atraentes, muitos fundos universitários apostam na diversificação, o grupo que controla ativos no valor de mais USD 600 bilhões está apostando mais em investimentos alternativos.

Entre os investimentos alternativos disponíveis estão os fundos de capital de risco (venture capital). Estes fundos buscam encontrar empresas com alto grau de tecnologia agregado aos seus produtos, que garantem ganhos de escala em um horizonte de curto ou médio prazo. Na maioria dos casos, o foco desses investidores está em empresas em fase inicial seja de produto seja de tração de vendas, pois isso aumenta seu poder de barganha e os possíveis retornos da operação. O risco é alto, tendo em vista a dificuldade de aplicação dos modelos de valuation nestes ativos embrionários. No entanto,

Investimentos em Intangíveis

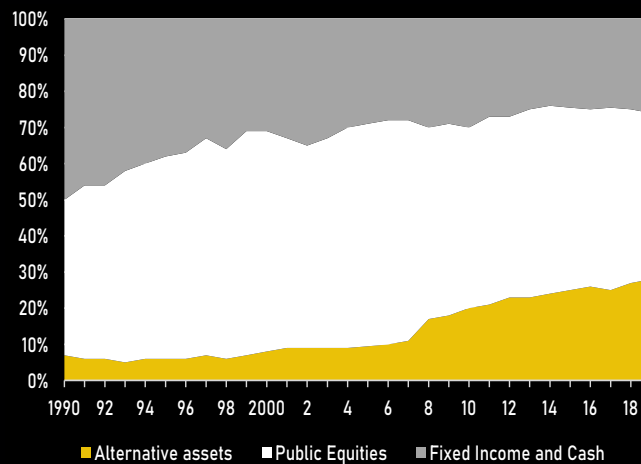


os retornos históricos são interessantes, conforme o gráfico abaixo, que compara o retorno anual com o desvio padrão dos riscos durante o período de 1984 a 2015.

Sendo assim, os mercados públicos tornaram-se a linha de chegada das empresas, como uma validação do seu real valor. Essa mudança faz com que as empresas se preparem para seus IPOs, ou, até mesmo, para uma possível fusão ou aquisição, no mercado privado. O trade-off parece positivo, afinal, ficar livre do escrutínio da mídia e dos custos de uma listagem em bolsa, tendo acesso semelhante ao capital, parece uma boa escolha para os novos empreendedores.

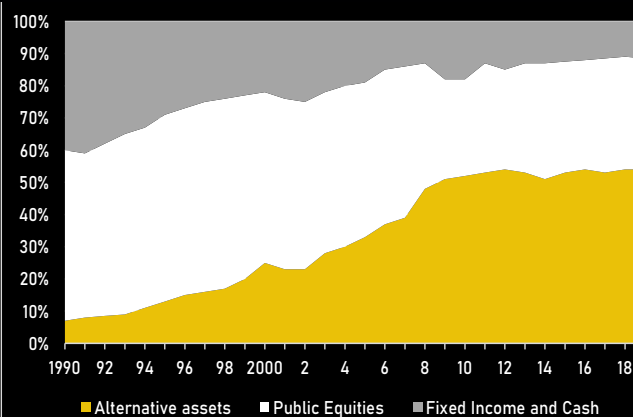
Destarte, a posição do Vision Fund é de vanguarda, em um movimento ratificado pelo mercado. O fundo de USD 100 bilhões conta com portfólio diversificado de 87 empresas espalhadas por todo o mundo. Além disso, o fundo soube recuperar-se de sua pior crise, com o prejuízo fiscal de USD 12,5 bilhões

Fundos de Pensão públicos EUA



VisionFund

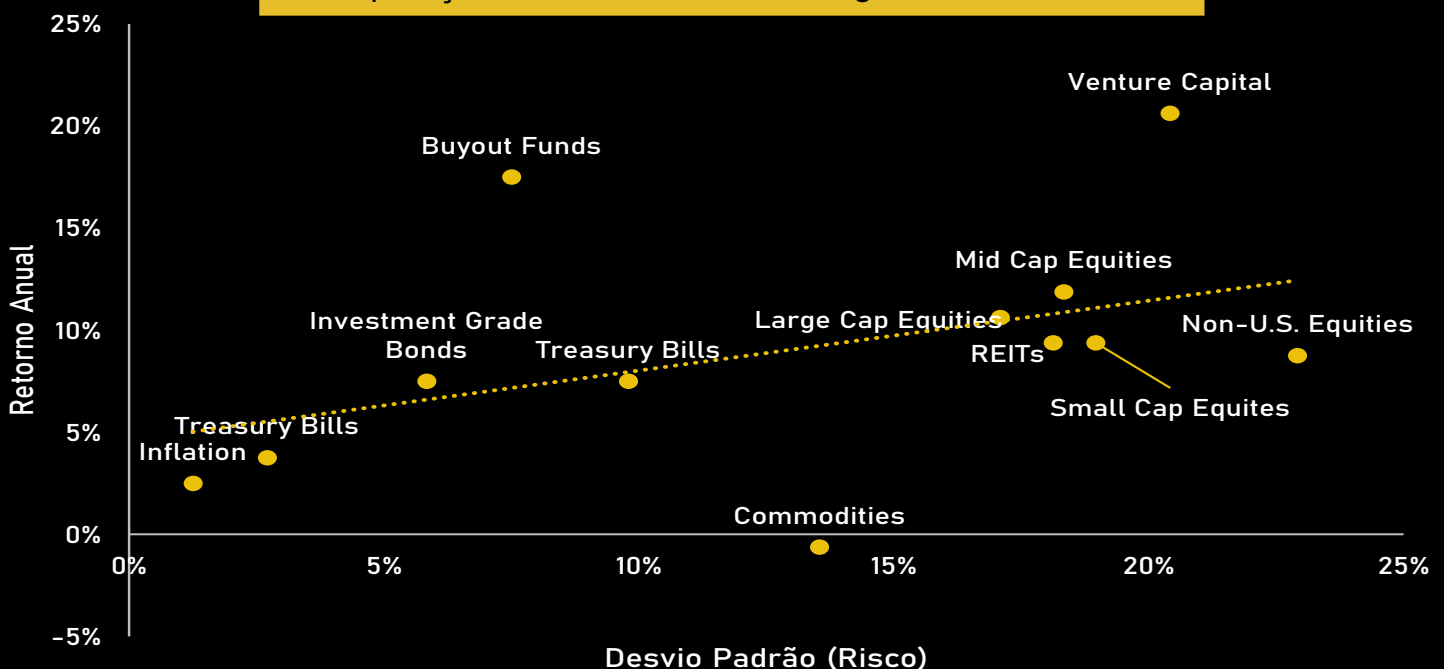
Endowments EUA



em maio de 2020. A venda de participações no Alibaba Group Holding, na T-Mobile e na fabricante de chips Arm contribuíram para um programa de recompra de ações do Softbank, garantindo mais confiança dos investidores. O Vision Fund registrou lucro de USD 8 bilhões em dezembro de 2020, e, neste ano, o IPO da Coupang Corp. pode triplicar o investimento realizado pelo fundo no valor de USD 3 bilhões.

Obviamente, questões de governança corporativa, como a baleia da Nasdaq no final de 2020, e erros contumazes, como o investimento mal-sucedido na Greensill Capital, tornam difícil a dissociação entre o Vision Fund e seu obstinado fundador. Todavia, o fato é que Son é um homem de seu tempo, em mercados cada vez mais afeitos ao risco. O maior fundo de venture capital do mundo pode ser uma galinha de ovos de ouro, investindo no futuro; ou apenas mais uma bolha pontocom.

Comparação entre diferentes estratégias de investimento



O Governo Biden novo capítulo democrata



Pedro Forlevezi
Economia
Diretor de Parcerias



Gabriel Cruz
Economia
Coordenador de Eventos

Depois de uma, na mais otimista das hipóteses, polêmica campanha eleitoral, estendida para além da certificação dos resultados eleitorais, o governo Biden se encontra na via de completar seus primeiros 100 dias. E, apesar de já ter experienciado tentativas mal sucedidas de impeachment e outras bem sucedidas de obstrução, o controle democrata da esfera legislativa federal parece ter garantido ao menos a possibilidade de instituir um governo estável.

Ademais, enfim o cargo mais poderoso do planeta não será ocupado por um indivíduo com intenção de estrelato, após dois presidentes que nos acostumaram a isso de tal forma que passamos a acreditar que estas fossem características intrínsecas ao cargo. De fato, o novo presidente está colocando grande destaque para suas indicações a cargos estratégicos, o que é especialmente verdade para duas esferas: a econômica e a ambiental.

Assim, Janet Yellen, a nomeada secretária do tesouro, garantiu recentemente a aprovação do terceiro plano de auxílio

durante a pandemia. Este novo pacote, que crescido aos dois anteriores leva a uma injeção recorde de capital de mais de USD 5 trilhões na economia norte-americana, promete levar auxílio para as camadas mais afetadas pela crise. Apesar de tanto Yellen quanto Powell, presidente do FED, negarem um possível aumento da inflação e demais impactos estruturais negativos, o fato é que esse plano eleva a dívida pública norte-americana a mais de 100% do PIB, projetada ainda para dobrar até 2050, superada historicamente apenas pelo período da Segunda Guerra. A partir disso, levantam-se duas constatações.

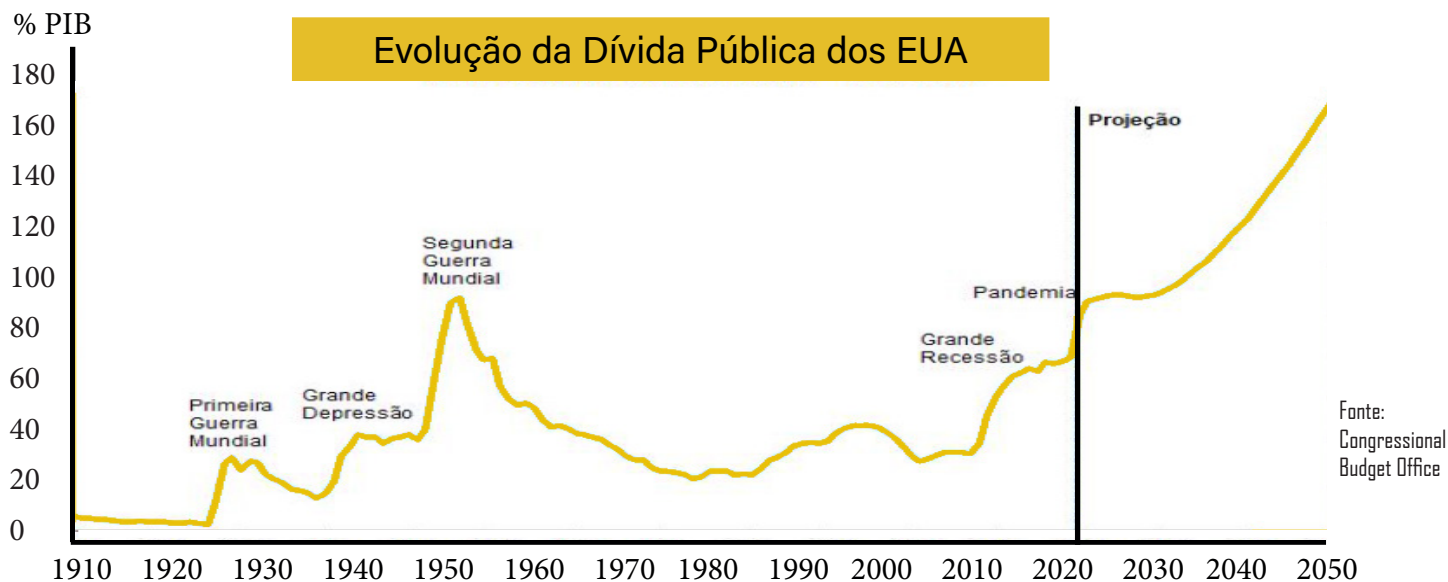
A primeira delas é que, apesar de que os níveis se assemelham aos do período da Segunda Guerra, o crescimento do PIB previsto será bem menor. Enquanto o crescimento nas décadas de 40 e 50 superaram os 4%, o previsto para as próximas três décadas é de apenas 1,8%, indicando a saturação nesse modelo de financiamento de crescimento através da aquisição de dívidas. A segunda delas é que este é apenas o primeiro pacote almejado por Biden e Yellen, com um bem mais pretensioso a caminho e que dificilmente

será rejeitado pelo congresso democrata.

Embora nunca se tenha verdadeiramente acreditado que a redução do déficit tivesse sido a prioridade dos dois principais partidos nos últimos anos, com os democratas empenhando-se em aumentar gastos sem aumentar arrecadação e os republicanos dirigindo os esforços em diminuir impostos sem reduzir gastos, dois pacotes trilionários em um bimestre sempre seria visto como algo, no mais simples dos termos, inusitado. De qualquer modo, ainda se entende que de maneira geral a economia americana opera abaixo do PIB potencial e o novo pacote, de cerca de USD 2 trilhões, se encaminhará, majoritariamente, para investimentos na infraestrutura dos EUA, ainda precária, claro que nos padrões dos países desenvolvidos.

Em relação à esfera ambiental, o comprometimento da agenda Biden com a sustentabilidade é notável, o que é especialmente destacado pelo descomprometimento quase total de seu antecessor. O indicado do presidente para o recém-criado cargo de Enviado Presidencial Especial para o Clima é John Kerry, nome de peso que assinou o Acordo de Paris pelos EUA, em 2015, quando ocupava o cargo de Secretário de Estado. Dessa forma, depois dessa indicação, se assistirá ao des-





monte das medidas ambientais de Trump, simbolizado pelo retorno dos EUA ao acordo de Paris. Contudo, para além da criação de novos cargos e da destruição de legislações antigas, espera-se que o presidente atue de fato para estimular a transição energética, sem recorrer a planos polêmicos do campo mais entusiasta de seu partido, como o Green New Deal. Assim, já se prevê empréstimos federais subsidiados para localidades específicas de USD 3 bilhões para investimentos em parques eólicos, valor claramente inferior ao dos pacotes, mas o que se novamente comparado com as medidas dos últimos quatro anos, chama a atenção.

Esses movimentos do governo de Biden são os primeiros passos para ratificar a posição de “líder do mundo livre”, como o presidente afirmou. Por trás de incentivos fiscais e discussões a respeito da política monetária, os Estados Unidos travam uma batalha ideológica com a China, potência que desestabilizou a hegemonia do país. Biden tem a seu favor o arsenal de trilhões de dólares e força diplomática para dificultar as relações sino-americanas e já sinalizou que responderá ao que considera práticas desleais do governo chinês.

Nesse sentido, os Estados Unidos buscam fortalecer um laço outrora essencial, mas que o governo de Donald Trump desgastou fortemente, a relação com o Velho Continente. O ex-presidente já chegou a chamar a União Europeia de inimigo comercial em 2018 e reafirmou uma posição unilateralista por parte dos Estados Unidos. Porém, a postura antidemocrática de Pequim pode ser uma frente em comum pela qual a aliança pode ser explorada.

Recentemente, campos de trabalho forçado em Xinjiang, no noroeste

da China, se tornaram focos de críticas ao governo chinês por desprezar os direitos humanos e reprimir os uigures, minoria étnica que vive na região. Com isso, o atual presidente dos Estados Unidos já se posicionou como aliado dos europeus em uma ação coordenada de sanções contra oficiais chineses, incluindo congelamento de bens e proibição de circulação em determinados territórios. Apesar de estar no início do mandato, esses movimentos já deixam claro o apoio ao multilateralismo por parte do governo de Biden e a manutenção de uma relação espinhosa com a China.

Ademais, o governo sinalizou que irá manter as sanções econômicas, que serão revisadas. É importante notar que a crítica de Joe Biden à estratégia de Donald Trump nessa disputa comercial era o fato de o ex-presidente conduzir as pautas sem se importar com posicionamentos de aliados e não era uma crítica às sanções propriamente. Além disso, o governo norte americano estuda impor restrições à exportação de tecnologia para não facilitar o desenvolvimento do poderio bélico chinês.

A tecnologia não é uma questão sensível apenas na disputa com a China, o governo de Joe Biden já expressou sua relação ambígua com o setor. O presidente busca apoio do partido republicano para aumentar investimentos públicos em tecnologia estratégica, como processadores e inteligência artificial, e também encontra em Kamala Harris uma aliada importante. A vice-presidente tem conexões importantes no setor e incentiva o uso da tecnologia, mas reconhece as debilidades quanto à transparência e uso de dados. Dessa forma, Harris é ca-

paz de equilibrar a oposição do presidente às práticas competitivas das Big Tech.

Algumas semanas após assumir o cargo, o atual presidente fez uma declaração defendendo o direito dos trabalhadores de formarem sindicatos e a fala tinha como alvo a prática da Amazon de coibir funcionários do Alabama a se filiarem aos sindicatos. Assim, o governo já expressou que busca posicionar-se de forma estratégica e mais agressiva para regular o uso de dados e o oligopólio mantido pelas empresas mais valiosas do mundo.

Nota-se que Biden já se movimenta nessa direção ao indicar Tim Wu, crítico das práticas anti competitivas dessas empresas, ao cargo de assistente especial para tecnologia e política de concorrência. Apesar disso, o Vale do Silício se mostrou muito mais aberto ao governo democrata do que a Donald Trump, já que os funcionários das Big Techs doaram muito mais para a campanha de Joe Biden do que para seu antecessor.

Portanto, o governo de Joe Biden encontra apoio em diversos setores e principalmente no cenário internacional. O reposicionamento do país em acordos multilaterais, como ocorreu no Acordo de Paris, será essencial para reconstruir a liderança diplomática dos Estados Unidos e será uma ferramenta necessária na disputa com o gigante chinês. Os pacotes trilionários do último ano melhoram as expectativas para o país no pós-pandemia e podem aumentar a popularidade de Biden ao longo do mandato. Desse modo, o atual presidente está construindo o ambiente necessário para passar por esse momento sem precedentes que é a pandemia e não ficar para trás na disputa com a China.

O Dragão e a Formiga um conto chinês



Luiz Freire
Economia
Associate

Ao realizar uma análise de uma companhia relevante chinesa, é grande a chance de se encontrar alguma relação com o grupo Alibaba, do bilionário Jack Ma. Dada a posição estratégica no crescente mercado chinês de e-commerce da empresa, diversas unidades de negócio, do dia para a noite, tomam proporções gigantescas, e acabam tomando corpo o suficiente para escalarem independentemente do próprio Alibaba.

Não é difícil imaginar esse cenário, uma vez que, em 2020, mais de US\$ 1 trilhão de vendas foram feitas através da empresa o que, em comparação, mostra que quase o equivalente à economia inteira do Brasil – e metade da indiana – é transacionado nas empresas do grupo.

Grande parte dessas transações ocorre no site de e-commerce do grupo, Taobao, no qual pequenos comerciantes oferecem seus produtos diretamente ao consumidor final. Surge, então, a necessidade de um sistema de pagamentos que garanta a segurança e rastreabilidade dos pagamentos feitos na plataforma.

Em 2004, após diversas reclamações dos usuários quanto à desconfiança em realizar transações online, o Alipay é concebido, com o objetivo de garantir a segurança dos pagamentos feitos no Taobao.

Garantida a segurança dos usuários, as vendas começaram a disparar, mas outros gargalos também surgiram, com origens precedentes ao Alipay. Logo após o lançamento do Taobao, as transações eram feitas fisicamente – vendedor e comprador se encontravam –, com o pagamento feito previamente online. Para superar a evidente ineficiência desse modelo, um novo sistema foi implementado: o pagamento do comprador era depositado em uma conta bancária do próprio Taobao, e, quando confirmado o recebimento do produto, o valor era enviado para a conta do vendedor.

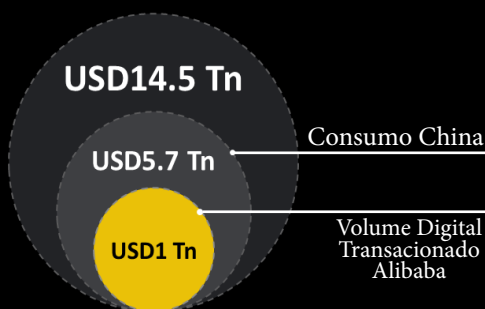
Ainda que não revolucionária – o sistema já tinha sido validado com o Paypal –, essa dinâmica de transações não era permitida pelo sistema financeiro chinês sem as devidas credenciais, o que marca uma das primeiras vezes nas quais Jack Ma contestaria toda a organização do sistema.

Nesse momento, essa contestação foi benéfica. Com o maior volume de transações, proveniente da maior segurança provida pelo Alipay, mais ineficiências ficaram evidentes, o que fez com que os principais bancos chineses como

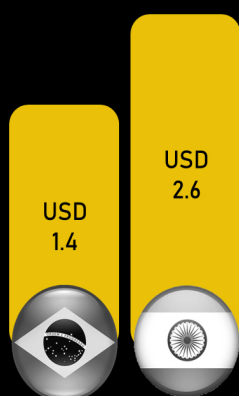
o Banco Comercial da China e Banco do Povo da China se aproximassem da companhia. Com o Alipay como porta de entrada, um novo sistema digital de transações financeiras foi se desenhando.

Agora, como principal frente das ne-

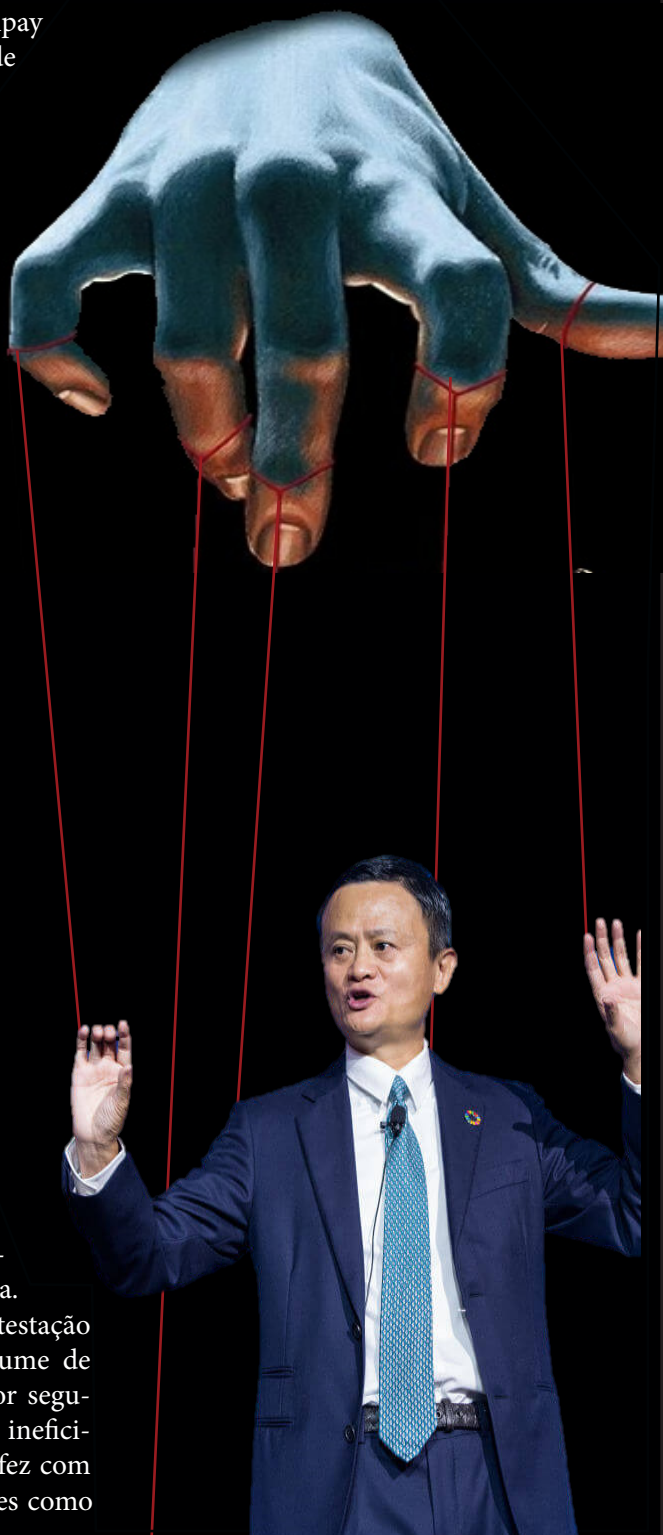
PIB da China (em trilhões)



PIB (em trilhões)



Fonte: World Bank, Ant Group



gociações digitais, o Alipay começa a registrar informações como identidade, cartão de crédito e consumo de milhões de usuários. As possibilidades, então, começaram a ficar cada vez maiores.

A mais óbvia é a da criação de carteiras virtuais. Além de maior praticidade e menores taxa para o usuário, a carga operacional de processamento de dados para o Taobao é extremamente menor com o Alipay sendo o centro de informações financeiras. Com a introdução do Yu'eobao - aplicativo de investimentos do grupo -, o Alipay começa a traçar o

caminho para tornar-se a 'grande formiga chinesa', uma vez que o grupo de soluções financeiras passa a ser organizado pela companhia Ant Financial. O Yu'eobao abre o leque de oportunidades para os investidores não institucionais, pessoas comuns, que são grande parte de seus usuários.

Outra frente de fácil intuição é a de crédito, seja para os comerciantes como para os compradores. Dada a quantidade de informações geradas pelos usuários de suas plataformas, a Ant Financial consegue ter rankings de crédito próprios de seus clientes e, consequen-

temente, oferecer produtos de crédito a taxas competitivas e a públicos que costumam não ser de interesse dos bancos.

A Ant Financial realizou Spin-Off do grupo Alibaba em 2014, e com toda a evolução dessas unidades de negócio, outras soluções como seguros e produtos de gestão de patrimônio vêm sendo implementadas pela companhia, uma vez que a quantidade de dados gerados em sua plataforma é cada vez maior e robusta. Isso é um dos motivos, inclusive, que levaram a empresa a começar a posicionar-se como uma empresa de tecnolo-

Ant Group Timeline



Lançamento
Alipay.com

2004



Lançamento
mobile app

2009



Lançamento
Yu'eobao

2013



Ant Financial
controlador

2014



Novo nome:
Ant Group

2020

gia e não financeira, com a mudança de nome de Ant Financial para Ant Group.

Esse crescimento de suas frentes de negócios vem trazendo cada vez mais atenção dos investidores, com recente levantamento para IPO que, inclusive, foi cancelado, haja visto o levantamento de problemáticas por outro grupo bastante presente nas discussões a respeito de companhias chinesas: o governo chinês.

Em um cenário no qual o homem mais rico da China desaparece por mais de dois meses, após questionar o sistema financeiro do país, um sorriso mais torto de um regulador pode ser deal breaker em movimentos de M&A e IPO. No caso do Ant Group, as problemáticas apontadas pré-abertura de capital giram em torno de alterações necessárias em função das novas regulações financeiras que foram impostas pelo governo chinês, com tendência a um endurecimento de normas.

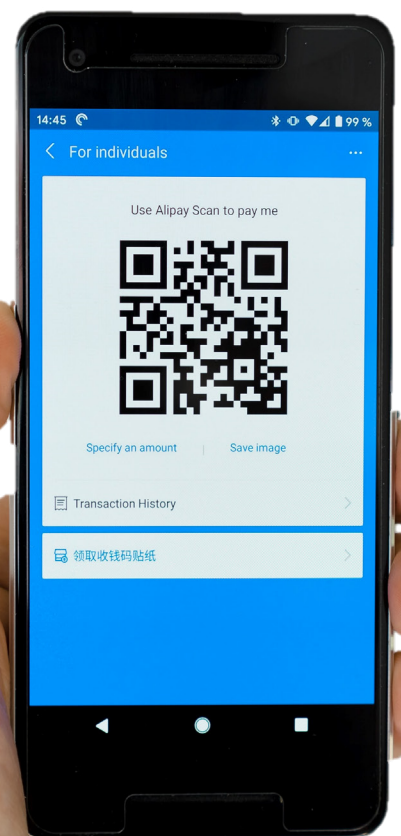
Dentre as alterações necessárias, uma das principais é a reestruturação societária da companhia, de forma que as unidades de negócio fiquem dentro de uma holding financeira. Isso aumentaria a capacidade de supervisão das entidades regulatórias, evitando potenciais arbitragens regulatórias, possíveis atualmente na estrutura do grupo. Além disso, da-

das as novas regulações impostas pelo governo, injeções de capital deverão ser feitas em subsidiárias do grupo conforme determinados critérios de liquidez, diminuindo as margens da companhia. Outra unidade de negócios impactada é a de crédito, com imposição de limites mais rígidos quanto ao montante e geografia, com bancos regionais ficando impedidos de fornecer crédito on-line em áreas que não estejam registrados.

Algumas questões mais práticas também foram levantadas, como taxas de capitalização entre 2% e 3% do Ant Group, extremamente divergentes às das instituições financeiras ao redor do globo, que tem em média 14% desse mesmo indicador. Essa característica pode, inclusive, ser um dos grandes motores da movimentação das regulações do governo chinês, que aumentou as exigências de capital a fim de reduzir o risco de liquidez e solvência decorrentes desse tipo de situação.

Dado o cenário pintado até aqui, ainda pode-se questionar se a grande formiga chine-

sa terá capacidade financeira e de gestão para readequar seu modelo de negócios, garantir margens competitivas – como as propagandeadas nos prospectos de IPO –, e, ao mesmo tempo, agradar seu maior sócio obrigatório: o governo chinês.



PAGSEGURO

democratização dos pagamentos

Zero. Essa era a taxa de aluguel da Moderninha, a primeira máquina da então empresa de pagamentos online PagSeguro. Com uma base de clientes de 7 milhões - um crescimento de 126% desde 2018 - a PagS é a quinta maior adquirente do país em volume transacionado. Para compreender o sucesso da companhia, é necessário olhar para o sistema de pagamentos nacional antes de seu surgimento.

Até 2010, o setor de adquirência era marcado por um duopólio da Visanet (atual Cielo) e da Redecard (Rede), que mantinham contratos de exclusividade com as duas principais bandeiras - Visa e Mastercard, respectivamente - de modo que os lojistas deveriam possuir duas maquininhas para atender a demanda total. Com o encerramento da exclusividade pelo Banco Central e o estabelecimento do primeiro marco regulatório em 2013, o setor viu a entrada de novos players com outros modelos de negócios, que passaram a ganhar mercado da Cielo e da Rede. A Stone, por exemplo, apostou na abordagem voltada para o consumidor, através da diminuição das taxas aplicadas (MDR). A PagSeguro, no entanto, foi por um caminho diferente.

Com a Moderninha, a empresa foi capaz de atender um novo segmento, até então, totalmente desassistido por outras adquirentes: os microempreendedores (MEIs) e os trabalhadores informais, que antes só aceitavam dinheiro como for-

ma de pagamento, criando, assim, um novo mercado. Estamos falando de um mercado de quase 30 milhões de possíveis portadores de suas maquininhas, considerando os 10 milhões de MEIs e os mais de 20 milhões de empreendedores informais. Dessa maneira, a simpática Moderninha criou um oceano azul em um mercado altamente competitivo.

A Pags enfrentou dois problemas para criar esse mercado com sucesso: o primeiro, como alcançar os microempreendedores, e, o segundo, como cobrá-los. Por se tratar de um cliente que não fatura dezenas de milhares de reais, a dificuldade de alugar uma maquininha aumenta, uma vez que assumir um passivo, como o aluguel dos dispositivos, poderia pressionar as margens de seu pequeno empreendimento.

Além disso, a indústria de adquirência é um negócio resumido à distribuição. As empresas que possuíam uma vasta rede de distribuição, até então, eram as winners. Como as grandes adquirentes estavam ligadas a grandes bancos, era fácil distribuir.

Um empreendedor, por exemplo, que fosse pegar um empréstimo para abrir seu negócio, ia a uma agência e, rapidamente, o gerente lhe oferecia a maquininha da adquirente parceira. Esse modelo era perfeito, com altas taxas de conversão.

A solução da Pags foi vender suas moderninhas e vendê-las baratas. Desta forma, a companhia conseguiria eliminar o passivo mensal do aluguel das maquininhas e, ao mesmo tempo, não precisaria de uma vasta rede de agências para distribuí-las. Com uma agressiva campanha de marketing, a empresa ganhou o carisma dos microempreendedores, tendo um crescimento vertiginoso.

Por fim, para compensar a ausência das receitas advindas do aluguel das maquininhas, a Pags elevou seu MDR. Esta estratégia também teve fácil aceitação, uma vez que os microempreendedores tinham menor sensibilidade a taxas. O valor criado pela Pags era mais do que claro para seu cliente final - agora este poderia aceitar cartões como forma de pagamento, e isso valia mui-

to mais do que a taxa retida pela PagS.

Em 2019, a companhia aumentou o seu ramo de atuação. Utilizou-se da já estabelecida divisão de adquirência como importante método de cash-in para um banco digital, o PagBank, lançado em maio de 2019. Deste modo, a PagSeguro não só ampliou sua atuação no esquema de pagamentos - sendo um emissor de cartão e agregando o interchange como nova fonte de receita -, como também criou um ecossistema de soluções financeiras (crédito, seguros, investimentos, entre outros) que expandiram a companhia do setor de adquirência B2B para o varejo bancário P2P, almejando um mercado endereçável 17x maior.

O sucesso do PagBank e setores adjacentes segue o mesmo roteiro encontrado na adquirência: a alta concentração em volta dos grandes bancos nacionais e a desassistência da população de microempreendedores. A criação de uma sólida base de lojistas - 4,7 milhões no segundo trimestre de 2019 - permitiu que a companhia pudesse mais uma vez surfar um oceano azul no mesmo segmento.

E os frutos têm sido colhidos. O PagBank terminou 2020 com 7,9 milhões de usuários ativos, crescendo 33% ao trimestre desde o lançamento e tendo ultrapassado a base de clientes de adquirência no terceiro trimestre do mesmo ano, devido à grande parcela de consumidores (não-lojistas), que hoje compõe 35% do total (2,7 milhões). O sucesso do PagBank também se reflete na retenção de clientes de adquirência, uma vez que lojistas utilizando 3 ou mais soluções do banco digital reduzem a evasão do ecossistema pela metade.

A consolidação do ecossistema visa o aumento da competitividade, tendo em vista players descendo a pirâmide, como a Stone via ton, e novos entrantes ganhando relevância - SumUp e Mercado Pago. Apesar da maior competição, o alto espaço para penetração no segmento MEI de adquirência e as novas vias de crescimento em outros setores pouco consolidados refletem perspectivas positivas para a PagSeguro.



Lucas Maeda
Administração
Diretor de Parcerias

André Cesaretti
Contabilidade
Diretor de Eventos



Ferrari muito além de um carro



Mariana Storti
Administração
Associate

André Junqueiro
Economia
Diretor Acadêmico



Desde 1939, quando foi fundada, a Ferrari se mostrou exemplar em vender a materialização de uma ideia. Este feito está diretamente conectado a uma construção histórica da marca, sobre a qual residem mais de 80 anos de liderança no mercado de luxo. Ainda que a Ferrari seja uma das marcas mais consolidadas e com maior reputação na atualidade, ela tem uma estratégia competitiva que equilibra perfeitamente o crescimento da rentabilidade da empresa com a preservação da exclusividade. Além disso, a empresa não se mostra acomodada com os mercados ocidentais e mostra versatilidade na busca por inovação ao adentrar em mercados emergentes.

Para podermos entender seu diferencial é preciso, portanto, analisar sua história. Desde a sua origem, a Ferrari sempre se manteve associada com a mais alta classe. A princípio, isso ocorria devido ao seu próprio produto: em um período pós-guerra na Itália, carros compunham uma realidade restrita para a alta sociedade. Mesmo com a baratização e, conseqüentemente, o aumento do acesso aos automóveis, a marca nunca desejou abandonar seu público-alvo tradicional.

O principal elo da marca com seu tradicional perfil de consumidor é o for-

te vínculo que a empresa criou com o automobilismo. Marcando presença na primeira corrida da Fórmula 1, em 1950, a marca Ferrari está diretamente atrelada com o início do esporte, majoritariamente cultivado pela alta sociedade. Além de um esporte caro, o automobilismo une a tradição das principais montadoras de veículos com tecnologia de ponta e constante investimento para manter a respectiva equipe competitiva.

Esse sentimento de pertencimento à high class, aliado à estratégia de preços exorbitantes, produção mínima e à obrigação de fornecer o que há de mais inovador dentro deste setor, faz a Ferrari ser capaz de alcançar a característica chave para o seu business: a ideia de exclusividade. E é justamente por conta dessas características que a demanda se torna muito estimulada, algo que se traduz em waitlists superiores a 5 anos para adquirir um exemplar de lançamento.

Dada a extrema relevância da exclusividade dos carros para a manutenção do poder da marca da Ferrari, é de se espantar, à primeira vista, que a empresa vendeu cerca de 6 mil veículos em 2010, e acabou a década com mais de 10 mil carros vendidos, quase dobrando as vendas anuais em 10 anos. Este movimento permite uma interpretação de que, por estar aumentando substancialmente as vendas de veículos, a empresa está reduzindo a exclusividade da sua marca, e, portanto, o poder dela no mercado de luxo, priorizando o aumento de receita.

No entanto, essa aparente perda de exclusividade não se mostra factível, já que o aumento dos shipments acompanhou um aumento proporcional da população de High Net Worth Individuals (HNWI), indivíduos multimilionários de maior poder aquisitivo no mundo. Enquanto houve um aumento de 54% dos ship-

ments anuais entre 2010 e 2019, a população de HNWI aumentou em 55% no mesmo período, provando que a Ferrari aumenta seus shipments, e, portanto, sua receita de forma estratégica, acompanhando o aumento de sua base de clientes, a fim de manter sua exclusividade.

Evidenciada a estratégia da Ferrari de balancear produção, rentabilidade e preservação do poder de sua marca, deve-se pensar quais são os principais mercados em que está havendo aumento da base consumidora, pois são nestes em que a Ferrari poderá aumentar suas vendas. Segundo projeções do Euromonitor, até 2022, o mercado com maior potencial de crescimento é o chinês, com perspectiva de aumentar em mais de 40% sua população de HNWI, em comparação a um crescimento bastante inferior dos mercados ocidentais (Europa e EUA), com cerca de 20%.

Sendo a população HNWI chinesa a mais promissora para o crescimento no médio prazo, o mercado da potência oriental representa a maior oportunidade da Ferrari, no momento, já que poderá expandir mais seus shipments com o aumento da base consumidora. No entanto, para adentrar o mercado chinês há uma barreira para a Ferrari em questão de preferências do consumidor. Enquanto o seu produto é, majoritariamente, o carro esportivo, movido à gasolina e de dois assentos, o qual faz sucesso nos mercados americano e europeu, o consumidor premium chinês tem preferência por carros inovadores, híbridos ou elétricos, e family-sized.

Mas qual a estratégia para poder explorar um mercado consumidor tão novo para a companhia?

A Ferrari aposta em um novo modelo: o PuroSangue. Com previsão de lançamento para 2022, o veículo se aproxima de um SUV e terá motor híbrido, encaixando-se perfeitamente nas preferências do consumidor chinês de um carro com mais assentos e motor fora do convencional à gasolina.

Ainda que a guinada para o mercado de SUVs possa assustar o cliente Ferrari, já que as grandes marcas deste segmento, como Porsche, Audi e Mercedes têm uma exclusividade muito mais fraca que a Ferrari.

No entanto, a empresa garante que continuará preservando sua marca, mesmo com o novo modelo, o qual representará uma versão não só extremamente premium, como também luxuosa no segmento ascendente das SUVs de alto padrão.



Too Big to fail

O caso único da TSMC



André Junqueira
Economia
Diretor Acadêmico

Felipe Padua
Economia
Coordenador Acadêmico



Cada vez mais, a tecnologia vem moldando o estilo de vida da humanidade. Este movimento é refletido nos mercados financeiros através do crescimento das tech companies, como, por exemplo, as FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft e Google), gigantes do Vale do Silício. Mas o que todas elas possuem em comum? Podemos pensar na resposta começando pela origem do nome “Vale do Silício”. Obviamente, a região californiana não se trata de um vale com vastas minas de silício, mas sim de uma região em que se encontram milhares de empresas de tecnologia, que possuem como insumo fundamental os semicondutores a base de silício. Em outras palavras, os semicondutores inspiraram o batismo do principal pólo econômico e tecnológico do mundo. Estes semicondutores são utilizados na fabricação de componentes eletrônicos como os transistores presentes em todo dispositivo eletrônico, como televisores, computadores, celulares, aparelhos médicos e equipamentos militares. Desta maneira, a interrupção do desenvolvimento destes dispositivos frearia a inovação e desenvolvimento tecnológico da humanidade, e, portanto, reduziria também seu desenvolvimento econômico e social consequentemente.

A cadeia produtiva dos semicondutores envolve diversas etapas e múltiplas empresas, dada a extrema complexidade tecnológica do produto. De forma simplificada, as etapas diretas na produção de um semicondutor de tecnologia de ponta se dividem em duas: (i) Design, na qual é elaborada a estrutura do chip por meio de softwares extremamente complexos, buscando alocar a maior quantidade de transistores em um menor espaço; e (ii) Manufacturing, quando a partir do de-

sign elaborado, os semicondutores de altíssima tecnologia são produzidos em larga escala, demandando maquinário e capital humano de altíssima qualidade.

Desde a década de 80 até o início dos anos 2000, as empresas dominantes no mercado de semicondutores, como a americana Intel e as japonesas NEC e Toshiba, promoviam um sistema produtivo verticalizado, ou seja, encarregavam-se tanto da etapa de Design, quanto da etapa de manufacturing dos semicondutores. O modelo de Integrated Device Manufacturer (IDM) se mostrava benéfico a essas empresas, já que além da barreira de entrada intrínseca do setor, (i) o know-how para altíssima tecnologia de produção, existia outra que consistia no (ii) alto capital de giro e constante investimento massivo em novo maquinário de maior tecnologia para a produção. Esta estrutura competitiva no mercado barrava a atuação de startups com expertise de ponta produzida nas melhores universidades do mundo e com grande potencial de inovação, já que não dispunham de capital suficiente para arcar com os constantes e elevadíssimos custos da compra e renovação de maquinário de primeira linha para o manufacturing dos semicondutores.

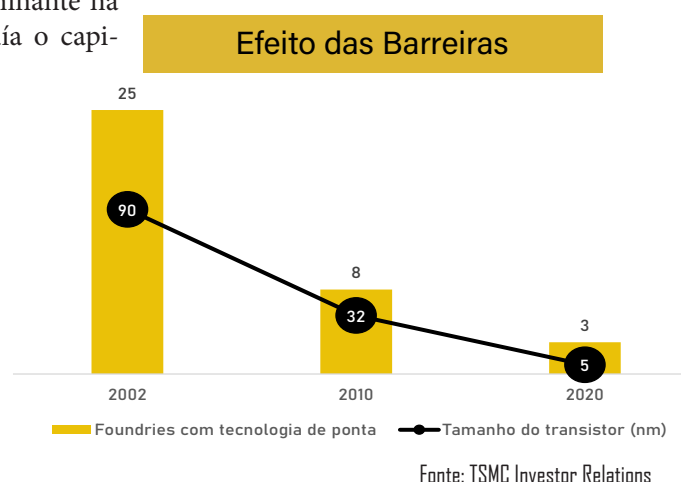
Foi neste cenário em que Morris Chang, engenheiro de Stanford, foi convidado pelo governo de Taiwan com o objetivo de criar uma player High-Tech do país no mercado de semicondutores. Mesmo com alto poder de investimento neste projeto, Chang identificou que seria impossível adentrar esse mercado com o modelo de negócios dominante na época, já que não possuía o capital humano para competir na elaboração de designs de semicondutores de alta tecnologia.

Assim, a TSMC foi criada propondo um modelo de negócios inovador para o setor, baseado apenas no manufacturing de semicondutores da mais alta tecnologia em larga escala a

partir de designs de terceiros. Dessa maneira, enquanto a empresa se especializou na otimização e desenvolvimento do processo de produção, proporcionou um serviço exclusivamente de manufacturing para startups e empresas com muito potencial de inovação quanto ao design, que antes não eram capazes de materializar suas novas ideias pelo alto custo do maquinário e da produção, e a partir de então passaram a atuar exclusivamente como designers de semicondutores. Essa disrupção no modelo de negócios do setor gerou uma alteração no quadro de empresas dominantes, o qual presenciou a redução da presença das IDMs, principalmente a perda de relevância das empresas japonesas (NEC, Toshiba), e a escalada repentina tanto de designers (NVIDIA, AMD, Qualcomm) quanto de foundries (empresas como a TSMC focadas apenas no manufacturing).

No entanto, enquanto essa tendência setorial favoreceu a criação de diversas empresas de design, já que dependem, majoritariamente, de capital humano e investimentos em R&D, em relação às foundries o processo foi o oposto: houve uma concentração do manufacturing dos semicondutores de mais alta tecnologia em menos empresas à medida que a tecnologia do produto aumentava (diminuição do tamanho dos transistores). Esta tendência competitiva se deve ao fato de que, com o avanço da capacidade dos chips produzidos, cresce, também, a complexidade e custo de produção, dada a alta frequência de substituição de maquinário acompanhando a inovação e aperfeiçoamento de técnicas de produção. Desta forma, atualmente, apenas 3 empresas (TSMC, Intel, Samsung) são capazes de produzir os semicondutores mais complexos.

Sendo que, entre as 3, apenas a TSMC é focada, exclusivamente, no segmento de



manufacturing, o que possibilita uma escalada de sua produção e aperfeiçoamento de seus processos, tornando viáveis as altas despesas com o desenvolvimento de novas tecnologias. Além disso, o modelo de foundry da TSMC permite que ela evite conflitos de interesse e seja preferida pelas designers para produzir seus chips. Um exemplo disso é o caso da Apple, que, por muitos anos, tinha os semicondutores de seus produtos manufaturados pela Samsung, mas passou este manufacturing para a TSMC, pois a Samsung é uma competidora direta no segmento de Smartphones. Outro caso semelhante é o da designer americana AMD, voltada ao segmento de semicondutores para CPUs, competidora direta da Intel, tornando pouco estratégico usar o serviço de manufacturing da concorrente.

Dessa forma, a TSMC se tornou o principal player global no segmento de manufacturing, responsável por 70% da produção mundial, o que faz com que o desenvolvimento tecnológico no geral dependa dos semicondutores fabricados pela companhia. Com isso, devido à grande vitalidade da empresa para o avanço da humanidade, foi inevitável que ela se tornasse o centro de conflitos geopolíticos envolvendo EUA e China, já que, para os EUA, Taiwan é uma nação soberana, enquanto que, para a China, o país é uma província rebelde. Atualmente, EUA e China representam, respectivamente, cerca de 10% e 61% do consumo global de chips. Portanto, a China possui forte interesse na empresa, enquanto os EUA procuram garantir sua independência, ao mesmo tempo em que, ambos países, bus-

cam se proteger diminuindo a dependência de produtores e tecnologias externas.

Contudo, a produção de chips de alta tecnologia não é trivial, a alta complexidade envolvida no processo produtivo faz com que criar fábricas de semicondutores de ponta não seja simplesmente uma questão econômica. Nos últimos anos, a China vem investindo em seu mercado interno de semicondutores, principalmente com a empresa SMIC, porém, continua com um atraso tecnológico de cerca de 4 anos, demonstrando como, mesmo com uma alta disponibilidade de capital, recriar uma empresa como a TSMC é um desafio que nem mesmo as maiores potências mundiais conseguem superar.

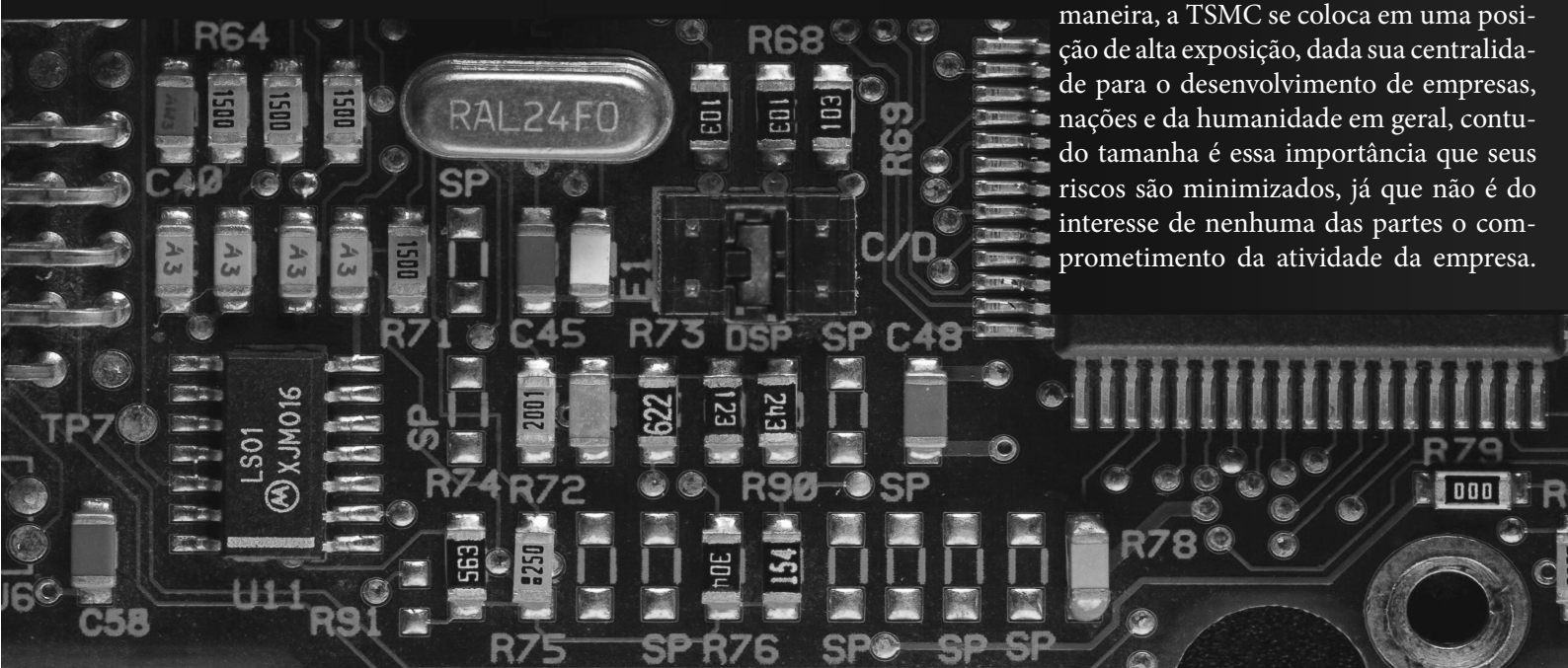
Os esforços chineses para criar uma cadeia produtiva de semicondutores de tecnologia de ponta, desde a fase de design até o manufacturing, com empresas totalmente alinhadas aos interesses nacionais e livres de interferência ocidental se justificaram no conflito envolvendo a Huawei em 2020. A Huawei é uma empresa chinesa que se destaca no ramo de 5G, sendo que, até 2020, liderava o mercado, oferecendo um produto mais avançado e de maior qualidade que as competidoras ocidentais. No contexto de acirramento das tensões comerciais e ideológicas entre o partido comunista chinês e o governo de Donald Trump, em 2020, os EUA identificaram na Huawei uma forma de atacar o desenvolvimento tecnológico e econômico chinês, aproveitando-se da dependência chinesa em tecnologia ocidental para a produção de semicondutores.

Por meio de uma acusação do governo americano de espionagem industrial,

todas as empresas de semicondutores do mundo com tecnologia americana foram proibidas de vender chips para a Huawei. Na cadeia produtiva da Huawei, embora a empresa tenha uma subsidiária que atua como designer, a HiSilicon, grande parte dos softwares para o design de semicondutores e muitos processos de manufacturing dos chips são provenientes de tecnologias americanas. Assim, como a Huawei e qualquer empresa que necessita de semicondutores de tecnologia de ponta é extremamente dependente do manufacturing da TSMC, ela sofreu uma grave crise de desabastecimento do fornecimento de semicondutores para expandir e aprimorar seu serviço de 5G, freando a ascensão de uma companhia chinesa em um setor vital para o desenvolvimento tecnológico e socioeconômico da humanidade.

Por fim, pode-se perceber que a TSMC se tornou, sem dúvidas, uma das empresas mais importantes do mundo. A disponibilidade e aprimoramento de diversas tecnologias que fazem parte de nosso cotidiano não seria possível sem a disrupção do modelo de negócios do setor na criação da empresa que acelerou substancialmente a inovação tecnológica no mundo e, conseqüentemente, o desenvolvimento socioeconômico da humanidade.

Além disso, o ativo intangível gerado pelo capital humano da TSMC é, claramente, um dos maiores ativos da humanidade, sendo que a disputa pelo seu controle se perpetua fria e comedida, já que interferências geopolíticas diretas se traduziriam em graves conflitos internacionais, muito além do nível atual de tarifas de comércio e sanções econômicas. Dessa maneira, a TSMC se coloca em uma posição de alta exposição, dada sua centralidade para o desenvolvimento de empresas, nações e da humanidade em geral, contudo tamanha é essa importância que seus riscos são minimizados, já que não é do interesse de nenhuma das partes o comprometimento da atividade da empresa.



Méliuz

líder em cashback

Fundado em 2011 por Ofli Guimarães e Israel Salmen, é um dos maiores players do setor de cashback no Brasil. Com seu IPO no fim de 2020, a empresa mineira captou cerca de R\$ 367 milhões em sua oferta primária. Negociada com o ticker CASH3, a empresa passou a chamar a atenção do mercado após subir cerca de 250% em apenas 3 meses após o IPO.

Cashback é um business model em que uma empresa paga uma espécie de recompensa a um cliente que efetua compra em loja parceira através de seu marketplace. Integrando os players de varejo a milhões de usuários, os players de cashback recebem um fee por transação, financiando assim os repasses aos clientes.

Trata-se de um formato ganha-ganha responsável por transformar o Méliuz no maior programa de recompensas do Brasil. A empresa atua como uma revendedora das lojas que, ao receber a comissão, divide parte do valor com o consumidor. Neste sentido, o consumidor irá preferir comprar através deles, porque recebe o reembolso. Por outro lado, as lojas parceiras se beneficiam da fidelidade dos clientes cadastrados e atingem mais pessoas. Atualmente, o Méliuz conta com milhões de consumidores cadastrados na plataforma, além de centenas de lojas parceiras, como Magazine Luiza, Amazon, Lojas Americanas, Aliexpress e C&A.

No Brasil, esse modelo de negócios conhecido também como “marketing de afiliados” não é muito concentrado, apresentando menor adesão se compararmos, por exemplo, com os Estados Unidos (país responsável por difundir a cultura do cashback). O mercado estadunidense é formado por grandes players como CreditKarma e Honey, e o cashback é muito usado em cartões de crédito, prática que começa a engatinhar no Brasil com o lançamento do cartão Méliuz, em parceria com o Banco Pan (empresa controlada pelo Banco BTG Pactual).

A partir desta parceria, a empresa consegue levar sua base de clientes não apenas para players de varejo, como também para players financeiros, em troca de um

fee fixo por cartão emitido e comissão por transação. Embora exista desde 1998, somente nos últimos anos a modalidade passou a ganhar forças no Brasil e no mundo. O aumento da digitalização e a popularização do e-commerce foram essenciais para o crescimento das plataformas.

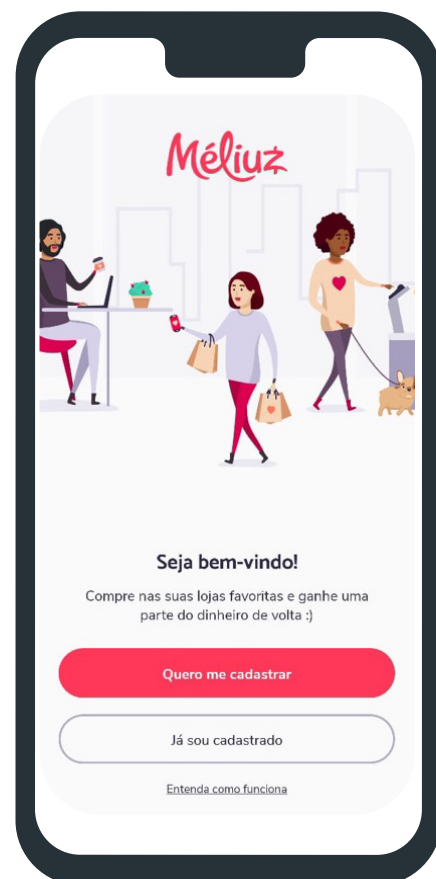
Mas mesmo com o crescimento recente do e-commerce, ainda estamos no começo do desenvolvimento deste mercado no Brasil, principalmente, quando olhamos para países com o varejo mais desenvolvido. Em 2019, o Brasil possuía apenas 5,5% de penetração de e-commerce no varejo, contra 10,9% dos EUA e 22,3% da Inglaterra. A pandemia está acelerando este processo, seja de forma direta (nos períodos de lockdown e lojas fechadas), ou de forma indireta (com o receio da população de ir às lojas nos momentos de relaxamento de restrições). Como player consolidado, e com parceria com os maiores players de varejo do Brasil, o Méliuz se posiciona, estrategicamente, para capturar parcela significativa deste crescimento.

Entretanto, as captações podem ser divididas com outros players. Grandes instituições, sejam varejistas, sejam financeiras, vêm abrindo frentes de marketplace com cashback. Neste aspecto, os grandes destaques são o AME, da B2W, e o Shopping Inter, do Banco Inter. O primeiro oferece cashback apenas para o sistema B2W (Submarino, Lojas Americanas e Shoptime) e não permite transferência de saldo para contas bancárias. Já o Shopping Inter oferece um serviço bem parecido ao do Méliuz: redirecionando de seu app para os parceiros e oferecendo cashback em saldo na conta corrente.

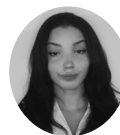
Por outro ponto de vista, novos players de cashback podem difundir mais este conceito e atrair mais clientes do varejo para os marketplaces em um cenário que favoreceria o Méliuz, captando mais clientes, devido ao seu maior número de parcerias e sistema já consolidado.

Em termos de números, o Shopping Inter finalizou o 3T20 com mais de 200 parceiros e 1,05 milhões de usuários acumulados, contra mais de 800 de parceiros e 14 milhões de usuários do Méliuz. Além de mais parcerias, o Méliuz se favorece pela maior recorrência de sua plataforma, com cada usuário ativo fazendo, em média, 6,9 compras em 2019 contra 2,4 na média nacional. Assim, o Méliuz continua sendo a principal alternativa para novas parcerias no varejo e, até mesmo, parceiros em outros marketplaces menos consolidados.

No ano de 2020, a companhia reportou EBITDA de R\$ 30 milhões, com margem de 24%, contra R\$ 10,6 milhões (margem de 13%) em 2019. Além do crescimento alavancado pela pandemia, este ganho de margem também pode ser creditado a uma melhora de efetividade da companhia, visto que COGS+SG&A cresceram juntos 37%, enquanto a receita líquida cresceu 54%.



Em suma, o cashback veio para ficar e ainda há espaço para crescer no país. A modalidade traz vantagens não somente para os empreendedores que passam a agregar valor ao seu serviço, mas também para o comerciante, que, ao oferecer tais serviços, terá um cliente fidelizado e satisfeito. A ideia é trabalhar com incentivos que tornem a percepção do benefício pela ótica do consumidor cada vez mais interessante de modo a alcançar novos nichos de mercado.



Eduarda Azevedo
Administração
Coordenadora Acadêmica



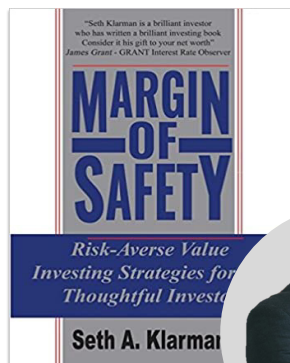
Felipe Viana
Contabilidade
Coordenador Acadêmico



LEITURAS RECOMENDADAS

Leituras Recomendadas

Margin of Safety - Seth A. Klarman



Fernando Pereira
Analista na Joule

Poucos livros abordam o processo de investimento fundamentalista de forma tão sóbria como a obra-prima de Seth Klarman, CEO da The Baupost Group, 'Margin of Safety', que foi publicado somente uma vez, em 1991 e em tiragem limitada, tornando-se uma verdadeira joia nas prateleiras de gestores.

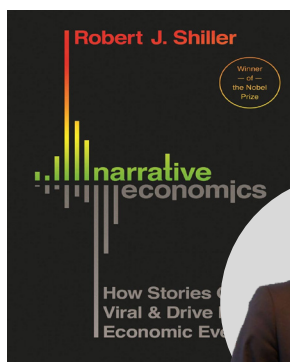
O livro toca nos principais fundamentos do Value Investing moderno, abordando tanto como analisar empresas e avaliá-las como também oferece insights valiosos em relação à gestão de portfólio e de risco.

Em suas dissertações, o autor denota o quanto ser um investidor de valor pode ser uma tarefa árdua e como as emoções dos gestores afetam suas performances,

até mesmo a dos gigantes da indústria. Além disso, o autor descreve como um analista ou gestor deve analisar seu portfólio, sempre afirmando que a consistência nos processos é mais valiosa do que os ganhos espetaculares pontuais. Porém, acima de tudo isso, Klarman demonstra por A + B como a Margem de Segurança é a métrica superior de controle de risco de um portfólio e uma fonte de retorno consistente no longo prazo.

Margin of Safety é um livro conciso, porém extremamente denso, deixando o leitor pensar por horas com poucas frases. Os mesmos adjetivos também podem ser utilizados para uma boa análise fundamentada no Value Investing.

Narrative Economics - Robert J. Shiller



Toshiro Tokuyoshi
Analista na Gauss Capital

por um período de esquecimento e perda de interesse em falar sobre a narrativa. O argumento central de Shiller é apontar que as flutuações econômicas são substancialmente resultantes do contágio de variantes de narrativas patológicas extremamente simplificadas e altamente transmissíveis que ocorrem espontaneamente.

Dois momentos históricos exemplificam bem a força das narrativas econômicas citados no livro. O primeiro se passa na década de 1920, a conhecida era dos Roaring Twenties, caracterizada pelo estilo de vida frugal e do consumo exacerbado, quando a expressão *keeping up with the Joneses* (que gerações depois emprestou o nome para o reality show da família de inicial K) viralizou e alimentou o jogo de ostentação material através da pressão socioeconômica imposta àqueles que não tinham a roupa da moda, os últimos lançamentos de itens domésticos ou o carro do ano de seus vizinhos, personificados na fictícia família Jones. A criação desprezível da tirinha de Arthur "Pop" Momand se tornou um dos propulsores do espetacular crescimento econômico vivido nos Estados Unidos até a Grande Depressão.

Porém, quando a realidade mudou e as histórias trágicas sobre perda de empregos, despejamentos e multidões sem opção de

comida a não ser as latas de lixo nos fundos de um restaurante às 3 da manhã começaram a circular, mesmo aqueles que não estavam sofrendo com as dificuldades da época, acabaram por postergar a troca do carro ou cancelar festas extravagantes como uma forma de se solidarizar com o sofrimento alheio. Desnecessário dizer que o efeito foi catastrófico, uma contribuição inocente e bem-motivada no plano moral, mas economicamente perversa, perpetuando o desemprego e a anemia econômica.

Em Economia das Narrativas, Shiller mantém sua visão de irracionalidade dos agentes econômicos ao enfatizar que narrativas simples, mas altamente contagiantes, são o combustível que motiva a maior parte da população a tomar decisões de poupar e gastar. O livro é uma viagem no tempo, destacando eventos históricos quando o pensamento econômico tradicional teve dificuldade de explicar satisfatoriamente os fatos, períodos impregnados de narrativas infecciosas que circulavam na mídia e no boca a boca.

Na mais recente obra do economista Robert Shiller, o laureado professor de Yale constrói um arcabouço teórico em torno da importância das narrativas como definidoras do comportamento dos agentes econômicos. Conhecido por antecipar eventos como a Bolha da Internet nos anos 2000 e a Crise do Subprime, Shiller faz uso de modelos epidemiológicos para explicar o poder das narrativas na tomada de decisões de consumo e de investimento das pessoas e os impactos globais na economia.

Segundo ele, a economia das narrativas segue o mesmo padrão de disseminação de doenças: pessoas infectadas espalham a narrativa por um tempo, seguido



SEÇÃO
DE
CARREIRAS

Seção de Carreiras

J.P.Morgan



PEDRO JULIANO
Head de Investment Banking

Comecei minha carreira no J.P. Morgan em junho de 1998. Antes de ingressar no banco, tive a oportunidade de estagiar na P&G e, durante os seis meses que estive na multinacional, percebi que o que mais me interessou na época foi o projeto de vender uma marca local para outra multinacional. A partir disso, percebi que meu destino era mesmo seguir carreira no mercado financeiro e, portanto, ingressei no time do J.P.Morgan há 23 anos. Tive sorte logo quando entrei na instituição, já que o banco me ofereceu um Training Program de 2 meses em Nova Iorque. Encantei-me com a cidade. Lá aprendi muito e decidi que passaria um tempo da carreira nos EUA, porém tive que voltar ao Brasil em 1999, devido às privatizações que estavam sendo feitas, e, apenas em 2001, consegui uma vaga definitiva em Nova Iorque, onde trabalhei até o final de 2009. Lá, cobria América Latina e tive uma experiência muito enriquecedora, fazendo negócios em diversos

países, como Argentina, Colômbia, México, Chile com bastante foco em seguros e serviços financeiros em geral. Provavelmente, visitei mais de 30 escritórios do banco no mundo inteiro, incluindo alguns na América do Norte, Europa, Oriente Médio, Ásia, América Latina e África, pois prospectamos clientes de todos os lugares do mundo para fazer negócios cross border com a América Latina. Na minha experiência morando nos EUA, consegui, inclusive, com o respaldo do banco, fazer um Executive MBA de 2 anos em Wharton, indo a Filadélfia de trem a cada 15 dias durante os fins de semana nos anos 2003-2005. Quando voltei ao Brasil, mantive a posição de Head de Financial Services para América Latina, contudo, além disso, passei a cobrir outras indústrias, como por exemplo Óleo & Gás e Financial Sponsors. Desde o início da minha carreira, eu sabia que o importante nessa área é a manutenção dos relacionamentos e laços de amizade com os clientes, além de, sempre, entregar um pouco mais do que o cargo exige. Quando analista, já pensava como associate, quando associate já pensava como VP e assim por diante. Sempre pensando mais, no que eu poderia me diferenciar. Depois de muita cobertura de clientes, muitas transações, muita coordenação interna, tornei-me o chefe de Investment Banking para o Brasil em 2018. Para ser um executivo completo em Investment Banking, eu acredito que é preciso gostar de números e de pesso-

Como é trabalhar com **Investment Banking**?

Quais conselhos você daria para os futuros profissionais no **mercado financeiro**?

as. O cotidiano de quem segue carreira na área é sem monotonia...uma mistura de executar os mandatos e atrair novos clientes para o banco. É uma carreira demandante, porém com uma escalada única de aprendizado. O que eu mais gosto, além do dinamismo, é ler uma notícia no jornal sobre alguma empresa e ter a noção do meu papel ativo na formulação desse cenário, sabendo quais são as oportunidades... Uma notícia gera muitas ideias e, às vezes, mandatos para o banco, o qual oferece muita colaboração, team play de verdade e um ambiente muito inclusivo... É quase impossível trazer um mandato sozinho, exige bastante trabalho em equipe. Minha dica para quem quiser seguir na área é ter brilho no olhar, aquela vontade inerente de querer poder contribuir. Ter vontade de trabalhar, de aprender e de se relacionar com pessoas. Em relação às habilidades, o estudante precisa ser bom no qualitativo e no quantitativo, ser bom tanto com números quanto com pessoas. Um forte abraço aos amigos FEAnos...

“

O importante nessa área é a manutenção dos relacionamentos e laços de amizade com os clientes, além de, sempre, entregar um pouco mais do que o cargo exige

”

Markets St.
