



INSTITUTO BRASILEIRO DE EXECUTIVOS DE FINANÇAS
DE SÃO PAULO - IBEF SP

Conselho de Administração

Presidente: Walter M. Machado de Barros
Vice-presidente: Keyler Carvalho Rocha
Conselheiros: Antonio Luiz Pizarro Manso,
Britaldo Pedrosa Soares, Eduardo de Toledo,
Helio Ribeiro Duarte, Luis Felipe Schiriak,
Rubens Batista Jr. e
Stéphane Frantz E. Engelhard

Diretoria Executiva

Presidente: Rodrigo Kede de Freitas Lima
Primeiro Vice-presidente: Bernardo Szpigel
Vice-presidentes: André Luis Rodrigues,
Antonio Sergio de Almeida, Daniel Levy,
Ivan de Souza, José Augusto Miranda,
José Cláudio Securato, José Rogério Luiz,
Linomar Barros Deroldo,
Luciana Medeiros von Adamek,
Luiz Roberto Calado e Plínio Marafon

Conselho Fiscal

Presidente: Wagner Mar
Conselheiros: Mário Togneri e Paulo Bezerril Jr.
Suplentes: Carlos Roberto de Mello,
José Adalber Alencar e José Cesar Guiotti

Comissão de Relações Públicas

Presidente: Leonardo Barros Brito de Pinho
Membros: André Maurino, Fábio Jorge Celeguim,
Guilherme Camargo, Ivan de Souza,
José Adalber Alencar, José Cesar Guiotti,
Luiz Cláudio Fontes, Mário Togneri,
Rubens Batista Jr., Sergio Volk e Walter Nageishi

Diretor-Gerente

Mario de Rezende Pierr

Av. Paulista, 2073, Ed. Horsa II, Cj 801
01311-300 São Paulo, SP
Tel 11 3016 2121 Fax 11 3016 2124
ibefsp@ibef.com.br
www.ibef.com.br ou www.ibef.org.br

IBEF
NEWS

Publicação interna do IBEF SP, editada através da
Comissão de Relações Públicas.

Jornalista responsável: Rodney Vergili
(Mtb nº 11.420)

Redação

Gabrielle Nascimento (Coordenadora), Arthur Pires,
Ana Carolina Escudeiro, Gabriela Nascimento, Giovana
Ottenbreit, Jennifer Almeida e Jonathas Ruiz

Design e produção gráfica

EDF Design Gráfico/Web Design (www.edf.com.br)

Pré-impressão e Impressão

Fabracor

Tiragem

2.000 exemplares

As opiniões emitidas nos artigos assinados não refletem
necessariamente as posições do IBEF SP
e são de exclusiva responsabilidade dos autores.

A reprodução total ou parcial do conteúdo da publicação
depende de autorização por escrito.



Guilherme Marques

Editorial

Que o sucesso continue!

Walter Machado de Barros
Presidente do Conselho de Administração do IBEF SP
wmachado@ibef.com.br

Tenho a confessar que sou um apaixonado pela revista *IBEF News*. Na sua edição de novembro passado, meu editorial – assim como a matéria de capa – foi voltado à comemoração de 150 edições publicadas com periodicidade mensal. Portanto, estou sendo recorrente ao falar dela de novo. Mas observe, caro leitor, o vigor das cores utilizadas na capa, numa composição vibrante sobre o fundo negro para ilustrar a matéria de capa, que não é também menos vigorosa: *Brasil 2011 – Os rumos de um Brasil promissor*, entre as páginas 46 e 54. Folheie de forma despreocupada as 68 páginas que compõem esta edição. Observe a textura de suas folhas, o contraste colorido de suas páginas e a multiplicidade de fotos, tabelas e gráficos que formam um harmonioso e moderno conjunto de páginas para abordar uma ampla gama de temas vibrantes e contemporâneos que permeia a discussão atual na comunidade de Finanças: energias alternativas, contabilidade baseada em princípios, finanças sustentáveis, criação de valor, incentivos fiscais, mercados de carbonos, análise quantitativas de fundos, tributação de FIDC e FIP, e por aí vai. Agora, retorne ao início da revista e comece a lê-la, para constatar que esses temas foram abordados em entrevistas, encontros informais, reuniões e seminários, de forma competente, com um olhar diferenciado daquele que tem a mídia especializada ou ainda fugindo da tentação de concessões academicistas. São os eventos que o IBEF São Paulo realiza para seus associados e convidados, uma usina de ideias e debates, que embasam a beleza da publicação. Unindo o colorido de suas ilustrações, o tratamento visual com fotos e gráficos e forte conteúdo técnico, é covardia não reconhecer que se tem uma química avassaladora: a revista *IBEF News*!

Reforço os meus agradecimentos à Comissão de Relações Públicas, liderada pelo Ivan de Souza, pelo trato de seu conteúdo; à Digital, personalizada atualmente pela Gabrielle Nascimento, coordenadora de redação, pela forma leve e precisa no trato de temas áridos, característicos das finanças; e à EDF, pelo criativo visual/*design* e produção gráfica, à testa da qual estão nossos colaboradores Ernesto Alves e Magui Fiuzza.

À dupla Keyler Carvalho Rocha e André Luís Rodrigues, que assume em breve, respectivamente, a presidência do Conselho de Administração e a presidência da Diretoria Executiva, entrego a revista *IBEF News* em sua edição nº 154 a partir de 1º de março, quando começa a nova gestão. Cuidem desta pérola que tanto dignifica nossa Entidade, pois faz chegar às mãos dos associados e amigos do IBEF São Paulo o sucesso em que se constitui o nosso Instituto.

Boa leitura!

Índice

Ping-pong 6

Contabilidade calcada em princípios é mais desafiadora

Tributos 10

Comissão Técnica analisa regras de tributação para FIDC e FIP

Energias alternativas 16

Bioenergia é tema de evento no IBEF SP

Sustentabilidade 24

Workshop discute conceito de Finanças Sustentáveis

Encontro Informal 30

O conceito de Criação de Valor

Políticas de incentivo 34

Incentivos fiscais em debate no IBEF SP

Previdência 40

O futuro da previdência

Matéria de capa 46

Os rumos de um Brasil promissor

Artigo I 56

Análise quantitativa e a história de três fundos, por André N. Fontenele

Artigo II 58

Já teria o Brasil ingressado nos seus "trinta gloriosos"?, por Octavio de Barros

Evento 59

II World Finance Conference

Ponto de vista 60

Os mercados de carbono vão sobreviver?, por Carla Leal

Institucional 61

Executivos de Finanças revelam perspectivas econômicas para 2011

IBEF Mulher 63

Executivos&Empresas 64

Conquistas de um jovem talento

Aniversariantes/Novos Associados 65

Opinião 66

Um dos maiores desafios do atual governo é o crescimento sustentável, por Sergio Volk

A cobrança de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) sobre a entrada de capital estrangeiro não demonstrou, até agora, eficácia para mudar a trajetória da taxa de câmbio.

Segundo o professor Iran Siqueira Lima, presidente da Fipecafi (Fundação Instituto

de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras) e prof. dr. da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), o efeito mais provável é desestimular as transações que impliquem entrada e saída de divisas em prazos muito curtos. Em entrevista à *IBEF News*, o prof. Iran lembrou que vários países emergentes se defrontam com a valorização de suas moedas. Na sua avaliação, a convergência de demonstrações financeiras para o padrão internacional IFRS no Brasil é uma verdadeira “revolução contábil”. “Estamos migrando de um modelo baseado em regras para outro baseado em princípios, e a contabilidade calcada fortemente em princípios é muito mais desafiadora para os profissionais envolvidos.”

Contabilidade calcada em princípios é mais desafiadora

A convergência de demonstrações financeiras para o padrão internacional IFRS no País é uma verdadeira “revolução contábil”, afirma o prof. Iran Siqueira Lima, presidente da Fipecafi

IBEF News – Dada a notória contribuição da Fipecafi na disciplina tributária, qual a sua opinião sobre a arquitetura tributária no Brasil?

Iran Siqueira Lima – A carga tributária brasileira é a maior entre as economias emergentes. Onera investimentos e serviços básicos de infraestrutura, como, por exemplo, energia elétrica e telecomunicações. Da mesma forma, dificulta a competitividade da indústria nacional e é regressiva, pesando mais para os segmentos de menor renda. Na minha opinião, a simplificação, a padronização do ICMS entre Estados, a redução da carga tributária sobre folha de salários e alimentos e a diminuição de custos de transação no mercado de capitais deveriam ser as primeiras ações de ajuste.

IN – Quais as sugestões para a reforma tributária no Brasil?

ISL – Essencialmente, qualquer sistema tributário deveria servir mais como um instrumento de desenvolvimento econômico e social do que simplesmente como um meio de arrecadação fiscal, mas isso requer uma clara integração entre as políticas econômica, social, fiscal e administrativa em todos os níveis de governo (federal, estadual e municipal), o que é muito difícil de ser alcançado, pelo menos na atual realidade brasileira. O sistema tributário brasileiro – se comparado ao de outros países emergentes ou de economias mais fortes – é excessiva-

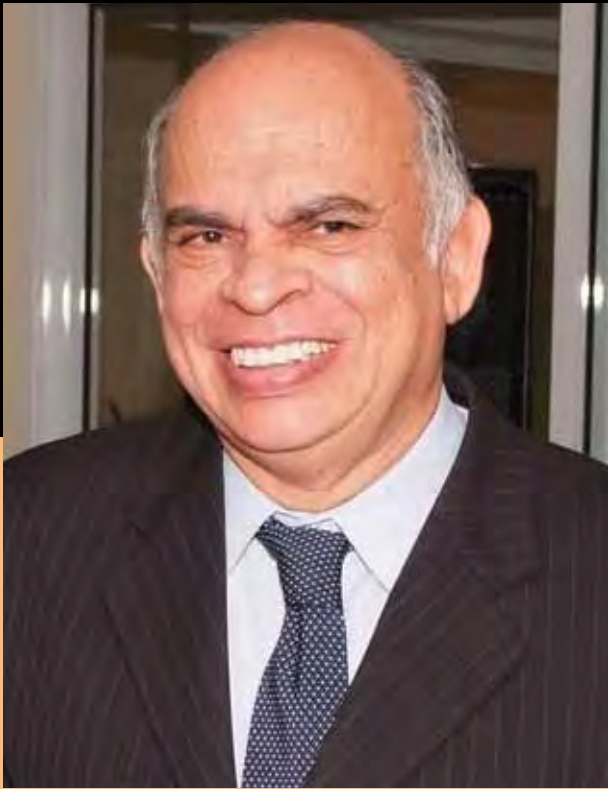
mente complexo e custoso, deficiências que não poderiam deixar de ser sanadas numa proposta de reforma tributária que fosse voltada, em primeiro plano, para o interesse nacional.

O nosso sistema tributário deveria ser mais justo do ponto de vista da equidade fiscal, o que poderia contribuir para reduzir o peso da carga tributária para alguns agentes e torná-la mais adequada para outros. Respeitando-se os princípios da capacidade contributiva e da essencialidade, por exemplo, os efeitos dos tributos poderiam ser mais diluídos na sociedade, e não tão concentrados, estimulando, por exemplo, uma melhor distribuição de renda, a formalização de empreendimentos que hoje vivem à margem da sociedade ou, até mesmo, reduzindo os níveis de sonegação. Vários estudos já comprovaram que quanto mais alto o índice de carga tributária maior o de informalidade e sonegação. Uma desoneração – ou redução de alíquotas em alguns setores estratégicos – poderia ser compensada com aumento da base de contribuintes, o que poderia resultar até em aumento de arrecadação, porém de forma mais justa e equilibrada.

O sistema tributário deveria, essencialmente, promover a eficiência econômica, reduzindo as distorções que provoca nos mercados de produção, serviços e consumo. É fundamental administrar distorções como forma de minimizar seus efeitos nocivos sobre

a economia do País, de setores específicos ou mesmo sobre as finanças públicas. A guerra fiscal entre Estados e municípios, por exemplo, deveria ser totalmente eliminada, pois provoca sérios prejuízos para alguns Estados (como São Paulo) e para a economia do País como um todo, além de prejudicar a competitividade das empresas que não usufruem de incentivos fiscais. Ao contrário do que possa parecer, muitas vezes nem mesmo o Estado que concede incentivo obtém resultados positivos com essa estratégia de atração de investimentos.

Além disso, o sistema tributário deveria ser mais simples e racional. A complexidade do sistema tributário brasileiro diz respeito ao grande número de tributos em vigor (mais de 70) e da legislação tributária (só o ICMS, que é o tributo que mais arrecada, possui 27 legislações). A nossa legislação tributária é constituída muito mais de “exceções” do que de “regras”, além da grande quantidade de obrigações acessórias. Não é preciso criar mais tributos, mas sim administrar melhor os já existentes, modificar alguns e, talvez, eliminar outros que, embora pareçam inofensivos, contribuem para aumentar os efeitos negativos da tributação sobre as finanças das empresas e dos consumidores finais. A cumulatividade é, por exemplo, um problema muito sério, devido aos seus efeitos multiplicadores que oneram os preços finais dos produtos. Mesmo os



Divulgação

Iran Siqueira Lima, presidente da Fipecafi (Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras) da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), é graduado em Economia pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e em Contabilidade pelo Centro Universitário do Distrito Federal (UDF). Também é mestre e doutor em Contabilidade e Controladoria pela USP e especialista em Mercado Financeiro, com diversos cursos nos Estados Unidos e Japão. Além de professor do departamento de Contabilidade e Atuária da FEA-USP, o prof. Iran é membro da Comissão de Arbitragem e da Comissão de Listagem (Bovespa-Mais) da BM&FBovespa. Exerceu funções de direção no Banco Central do Brasil, Telebrás e na Sest (Secretaria de Controle das Empresas Estatais). É conselheiro de grandes bancos e empresas privadas. Entre os livros já publicados, estão *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*, *Curso de Mercado Financeiro* e *Manual de Contabilidade e Tributação de Instrumentos Financeiros e Derivativos*.

créditos de tributos supostamente não cumulativos nem sempre são recuperáveis em todos os elos de uma mesma cadeia produtiva, devido a restrições, exceções e regimes que, muitas vezes, impedem o seu pleno aproveitamento ou compensação. Além de complexa, a legislação tributária é muito volátil, instável, o que provoca certa insegurança e altos custos para o cumprimento das obrigações tributárias (principais e acessórias), aumentando muito o risco de não conformidade tributária. É muito difícil, por exemplo, uma empresa ou um contribuinte poder afirmar, com plena segurança, que está rigorosamente em conformidade com suas obrigações tributárias. A transição para a era da contabilidade e fiscalização eletrônicas talvez contribua para melhorar alguns desses aspectos, mas, por enquanto, o que se observa é um efeito inverso em muitas empresas, que acabam tendo que arcar com os altos custos das deficiências do modelo anterior e do novo. Um ponto importante que deve ser mencionado é que, com ou sem reforma tributária, esse ambiente tem

levado muitas empresas e profissionais a investir fortemente no campo da gestão tributária, seja como uma necessidade para enfrentar desafios ou como uma oportunidade para aumentar a sua competitividade e seus resultados. Apesar de tudo, a legislação tributária brasileira oferece alternativas pelas quais uma empresa ou contribuinte pode optar livremente, de acordo com o seu interesse, como, por exemplo, no caso de uma empresa que se enquadre no regime de lucro presumido, mas, dependendo das circunstâncias, talvez a opção pelo lucro real lhe seja mais vantajosa. No entanto, para tomar uma decisão correta, é preciso ter uma visão ampla e integrada dos aspectos jurídicos, contábeis, econômicos e financeiros que envolvem o campo tributário, além de conhecer profundamente a legislação tributária e acompanhar a sua evolução. Esses são alguns dos objetivos do MBA em Gestão Tributária que a Fipecafi oferece, desde 2008, a profissionais que desejam aperfeiçoar seus conhecimentos para uma atuação mais eficaz na área tributária.

IN – O sistema tributário brasileiro é um dos problemas que afetam a competitividade do País. Quais as sugestões da instituição (Fipecafi) nesse campo?

ISL – Certamente a modernização do sistema tributário brasileiro, a diminuição da carga tributária, uma maior estabilidade e a redução da complexidade da legislação tributária trariam benefícios não apenas internamente para a economia do País, como, também, para aumentar a sua competitividade na economia global.

IN – Qual o impacto resultante do impasse no processo de reforma tributária, levando em consideração que o Brasil tem hoje uma posição de destaque no fluxo de captação de investimentos?

ISL – O impasse – ou demora – na implementação de uma reforma tributária pode aumentar a insegurança dos investidores estrangeiros, que acabam por limitar o fluxo de capitais destinado a investimentos no País. Atualmente, o capital transita com velocidade entre os vários blocos econômicos e países, o que pode ser uma vantagem ou desvantagem para o Brasil, dependendo, obviamente, da sua capacidade de oferecer retornos e riscos compatíveis com as expectativas de investidores que atuam globalmente. A insegurança gerada pela iminência de uma reforma tributária – que nunca acontece efeti-

"A atuação do conselho de administração é um dos pilares da boa governança, no desempenho de suas funções de definir e monitorar a implantação da estratégia da companhia, no melhor interesse da empresa e de seus acionistas"



"A convergência para o padrão internacional no Brasil é uma verdadeira 'revolução contábil'. Estamos migrando de um modelo ancorado em regras para outro baseado em princípios, e a contabilidade calcada fortemente em princípios é muito mais desafiadora aos profissionais envolvidos – contadores, auditores, analistas, reguladores, professores, etc. O Brasil tem se destacado internacionalmente no processo de adoção das IFRS, pois estamos aplicando essas normas na contabilidade societária"

vamente – acaba atraindo capital especulativo em detrimento de investimentos mais permanentes e duradouros, que poderiam contribuir para um desenvolvimento econômico mais sustentável.

IN – O crédito tem sido apontado como alavanca para o crescimento do Brasil. Tendo como base recentes estudos desenvolvidos pela Fipecafi, em conjunto com o Cemec/Ibmec [Centro de Estudos de Mercado de Capitais/Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais] e outras instituições, o sr. diria que esse será um elemento fundamental para a continuidade do crescimento do País em 2011?

ISL – O crédito e, de um modo mais geral, o financiamento da economia com recursos fornecidos pelo sistema bancário e o mercado de capitais são fundamentais para o crescimento econômico. Parcela considerável da expansão dos últimos anos tem como base o aumento do consumo viabilizado, também, pela expansão do crédito, o que, aliás, ocorreu em 2010. Entretanto, a continuidade do crescimento nos próximos anos vai depender especialmente das condições de financiamento dos investimentos e, nesse caso, a contribuição do mercado de capitais é especialmente relevante.

IN – Qual a sua avaliação quanto à cobrança do IOF sobre fluxo de capitais internacionais e qual a sua sugestão para reduzir a velocidade da entrada de capital externo?

ISL – Até o momento, não há qualquer indicação da eficácia do IOF para mudar a trajetória da taxa de câmbio. Seu efeito mais provável é desestimular as transações que impliquem entrada e saída de divisas em prazos muito curtos. Entretanto, como já está ocorrendo, o déficit em contas correntes continuará exigindo a entrada de capital estrangeiro, na forma de investimentos diretos, em carteira ou endividamento. Creio que as melhores opções são aquelas em que se minimiza o descasamento de moedas, transferindo esse risco para o investidor externo, o que ocorre nos investimentos diretos, em carteira, em ações ou em títulos de dívida. Vários países emergentes se defrontam com a valorização de suas moedas. A volatilidade dos mercados exige a redução dos gastos e a busca do equilíbrio nas contas públicas.

IN – Como o sr. acompanha o tema de convergência de demonstrações financeiras para o padrão internacional IFRS?

ISL – A convergência para o padrão internacional no Brasil é uma verdadeira “revolução contábil”. Estamos migrando de um modelo ancorado

em regras para outro baseado em princípios, e a contabilidade calcada fortemente em princípios é muito mais desafiadora aos profissionais envolvidos – contadores, auditores, analistas, reguladores, professores, etc. O Brasil tem se destacado internacionalmente no processo de adoção das IFRS, pois estamos aplicando essas normas na contabilidade societária. E, sem dúvida nenhuma, foram importantes medidas como a criação e desenvolvimento do CPC [Comitê de Pronunciamentos Contábeis], do qual a Fipecafi faz parte, assim como a aprovação dos pronunciamentos pelos órgãos reguladores, como a CVM [Comissão de Valores Mobiliários] e o CFC [Conselho Federal de Contabilidade] para permitir a aplicação das normas. Se, por um lado, é um desafio enorme, por outro, representa fantástico salto de qualidade para as demonstrações contábeis das companhias do mercado brasileiro.

IN – O Brasil já tomou passos importantes nesse sentido. E quanto aos Estados Unidos?

ISL – Os EUA vêm procurando também atingir a convergência e um importante passo nesse sentido foi a permissão dada às empresas estrangeiras que participam do mercado norte-americano de adotarem IFRS em suas demonstrações arquivadas naquele mercado

sem necessidade de reconciliação para o padrão norte-americano, conhecido como US Gaap. No futuro, a tendência é de que essa permissão seja estendida às empresas locais.

IN – Na sua avaliação, quais seriam os próximos passos no Brasil?

ISL – Na minha visão, os próximos passos da convergência no Brasil estarão relacionados ao aprimoramento dos pronunciamentos CPCs emitidos e acompanhamento das alterações das normas IFRS feitas pelo lasb [Conselho de Padrão Internacional de Contabilidade, na sigla em inglês]. Além, é claro, de amadurecimento com relação ao entendimento das normas e uma participação cada vez mais ativa nas discussões contábeis que ocorrem no lasb. Sobre esse último ponto, vale mencionar o *Memorando de Entendimentos* assinado em janeiro de 2010 entre o CPC e o lasb, promovendo uma integração e uma aproximação entre os dois órgãos para discutir e aprimorar as normas contábeis globais. Em razão desse memorando, duas reuniões técnicas entre membros do CPC e do lasb já ocorreram em 2010, o que mostra o comprometimento das entidades brasileiras não somente com a adoção das IFRS no Brasil, mas, também, com o aprimoramento

"Os EUA vêm procurando também atingir a convergência e um importante passo nesse sentido foi a permissão dada às empresas estrangeiras que participam do mercado norte-americano de adotarem IFRS em suas demonstrações arquivadas naquele mercado sem necessidade de reconciliação para o padrão norte-americano, conhecido como US Gaap. No futuro, a tendência é de que essa permissão seja estendida às empresas locais"

dessas normas internacionais em seu texto original, tal como emitido pelo IASB.

IN – A Fipecafi, de alguma maneira, acompanha a adaptação das empresas brasileiras às novas regras? Existem pontos ainda a serem resolvidos/esclarecidos?

ISL – A Fipecafi, além de participar do CPC, possui atividades de pesquisa e ensino em Contabilidade, o que faz com que, em ambas as atividades, seja feito o acompanhamento da adaptação das empresas brasileiras. É claro que há muitos pontos de dúvida, especialmente decorrentes dessa nova forma de pensar a contabilidade, conduzindo-a com base em princípios. Apenas para destacar dois pontos que estão sendo discutidos, podemos citar a contabilidade de concessões, tendo em vista a adoção do ICPC 01 (interpretação do CPC feita a partir da Ifric 12), e a contabilidade de entidades imobiliárias, diante da adoção do ICPC 02 (outra interpretação do CPC, construída com base na Ifric 15).

IN – O desenvolvimento do mercado de capitais, o aumento do volume de operações de capital de risco (private equity, venture capital, etc.) e a maior preocupação de algumas empresas com a

chamada profissionalização estão revolucionando a posição de conselheiro. Como a Fipecafi enxerga esse movimento e qual o perfil do “novo conselheiro”?

ISL – A atuação do conselho de administração é um dos pilares da boa governança, no desempenho de suas funções de definir e monitorar a implantação da estratégia da companhia, no melhor interesse da empresa e de seus acionistas. Não obstante a diversidade de formação profissional dos conselheiros seja desejável e seu posicionamento nas várias questões possa ser apoiado nas avaliações e propostas dos comitês do conselho (auditoria e gestão de riscos, finanças, etc.) e até por consultores externos, a experiência tem demonstrado que é indispensável para todos os conselheiros terem um conhecimento básico das questões envolvidas. Por exemplo, na chamada crise de derivativos do último trimestre de 2008, tudo indica que, em muitos casos, o entendimento dos riscos que as empresas estavam assumindo com derivativos era insuficiente.

IN – Qual a posição da Fipecafi em relação às cláusulas de proteção à dispersão acionária (poison pill) presentes nos estatutos da maior parte das empresas de capital aberto?

ISL – Quanto às cláusulas de *poison pill*, parece-me que a proposta de atualização do novo mercado da Bovespa é a melhor e preserva o direito de os acionistas mudarem o estatuto quando julgarem conveniente.

IN – Qual a sua avaliação sobre o eLearning da Fipecafi?

ISL – O eLearning da Fipecafi completou cinco anos em 2010 e a nossa avaliação é muito boa. Nesse período, nossos cursos foram incorporando novas tecnologias, principalmente as de comunicação, proporcionando uma melhor experiência de aprendizagem para alunos e professores. Também mudamos a forma de “entrega” de nossos cursos, a fim de atender às demandas de nossos alunos de forma mais imediata. Além de cursos oferecidos no mercado de varejo ao público interessado em assuntos relacionados à Contabilidade e Finanças, também desenvolvemos parcerias importantes com entidades representativas de classes. A parceria com o CFC [Conselho Federal de Contabilidade] e com o Ibracon [Instituto dos Auditores Independentes do Brasil] é exemplo de como o eLearning pode responder à necessidade de treinamento rápido em momentos de grandes mudanças em uma área profes-

sional. Dessa forma, o eLearning possibilita democratizar o conhecimento rompendo barreiras geográficas e temporais.

IN – Qual é a participação da modalidade de ensino à distância no total de cursos oferecidos?

ISL – Em número de alunos, o eLearning supera as modalidades de ensino presenciais, como é esperado pela sua própria natureza. No entanto, temos oferecido apenas cursos de curta duração nessa modalidade. Também utilizamos em alguns programas presenciais de longa duração como módulo de nivelamento.

IN – Qual é a tendência nesse campo?

ISL – Com o desenvolvimento cada vez maior das tecnologias de informação e comunicação, a tendência é aumentar a procura por cursos nessa modalidade, tanto por iniciativas corporativas quanto individuais. Não apenas para cursos de pós-graduação, mas também para cursos de graduação, essa modalidade de ensino tem se mostrado cada vez mais aceita pelo público e reconhecida pela sua qualidade de ensino. Nossa experiência tem demonstrado que os alunos se surpreendem positivamente com a experiência de aprender em um ambiente a distância amparado em tecnologia. ■

Comissão Técnica analisa regras de

Especialistas esclarecem regras tributárias incidentes sobre Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e sobre Fundos de Investimentos em Participações

A tributação para FIDC (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios) e FIP (Fundos de Investimento em Participações) foi o tema central do café da manhã realizado pelo IBEF SP no dia 22 de setembro, em sua sede, em São Paulo. Ao abrir o encontro, Walter Machado de Barros, presidente do Conselho de Administração do IBEF SP, aproveitou a ocasião para lembrar aos presentes o trabalho que vem sendo realizado no âmbito da Comissão Técnica, mais precisamente pelas Subcomissões de Estratégia, Sustentabilidade e Tecnologia da Informação.

Roberto Goldstajn, coordenador da Subcomissão de Tributos e gerente sênior da Ernst & Young Terco, ressaltou, por sua vez, que o tema abordado durante o encontro, referente ao mercado de capitais, destacou-se por ser um assunto praticamente novo na agenda de proposições que são tratadas pela Comissão Técnica. Em seguida, apresentou a equipe de especialistas da KPMG convidada para dirigir as palestras: Edilberto Salge, sócio do departamento de Impostos e especialista em mercado de capitais; Helio Hanada, diretor do departamento de Impostos e especialista em instituições financeiras; e Fabio Barbosa, gerente sênior de Auditoria em Financial Services. Na sequência, lembrou ainda da importância do *Prêmio Revelação em Finanças IBEF SP/KPMG*, que recebeu inscrições até o dia 15 de outubro, e solicitou o engajamento de todos na divulgação da iniciativa, que, neste ano, chegou à sétima edição.

O primeiro a apresentar suas ideias foi Edilberto, lembrando que, na KPMG, os especialistas na área estão inseridos em uma equipe do departamento tributário, cujo foco principal de atuação é o mercado financeiro. Num primeiro momento, os participantes foram incentivados por Edilberto a falar sobre as regras gerais de tributação.

Helio, por sua vez, decidiu abordar o assunto dividindo-o em partes: noções gerais, regras de tributação e regras específicas para os fundos de investimento. Ele tomou como base a instrução normativa 102/10, que consolidou toda a legislação tributária sobre aplicações financeiras.

Helio separou os fundos de investimento em “ações” e “demais fundos”, sendo o segundo grupo dividido em curto e longo prazo. “Os fundos de curto prazo não possuem exigibilidade de prazos em termos de carteira. Já os de longo prazo precisam ter prazo médio acima de 365 dias”, esclareceu.

Helio lembrou que a tributação de renda fixa norteia a tribu-



Edilberto Salge (KPMG)

ção de curto prazo em termos de alíquota. Explicou ainda que, na última mudança feita na legislação do Imposto de Renda sobre aplicações financeiras, o governo passou a privilegiar as aplicações de longo prazo. Ou seja, quanto mais longa for a aplicação, menor a alíquota do Imposto de Renda incidente. “A ideia do governo é aumentar o prazo médio de vencimento dos títulos e premiar quem toma o risco por mais tempo”, esclareceu.

Segundo Helio, para títulos e valores mobiliários de renda fixa e de renda variável domiciliados no exterior, são válidas as mesmas regras aplicadas para investidores no País ou residentes em paraísos fiscais. Nesses casos, é possível ainda aplicar o artigo 81 da Lei 8.981/95, regulado pela resolução CMN 2.689/00, que prevê regime de tributação específico com redução significativa do Imposto de Renda sobre a tributação dos rendimentos auferidos.

Renda fixa

Helio lembrou ainda que, anteriormente, essa regra valia apenas para instituições como bancos e seguradoras, mas hoje abrange o investidor estrangeiro, contanto que este passe nos critérios de admissão do banco que fizer a operação. E completou:

tributação para FIDC e FIP



Helio Hanada (KPMG)



Fabio Barbosa (KPMG)

"A ideia do governo é aumentar o prazo médio de vencimento dos títulos e premiar quem toma o risco por mais tempo"

"Não é exigido que o investidor estrangeiro seja institucional."

Sobre a renda fixa, Helio explicou que a base de cálculo da tributação é o valor de resgate ou liquidação, menos o IOF e o valor de aquisição do título. Ele disse que o IOF é uma alíquota regressiva entre o primeiro e o vigésimo dia após a aplicação e que, a partir do trigésimo dia, não há incidência de tributos, convertendo-se em uma alíquota zero. Helio esclareceu que o IOF pode ser de vários tipos: de títulos e valores mobiliários, para seguros, para câmbio e para operações de crédito, e que todos são regulados pelo decreto federal 6306, que vem sendo constantemente ajustado. Bancos, seguradoras e carteiras de fundos de investimento não estão sujeitos a esse imposto, pois isso oneraria demasiadamente sua atividade.

Como exemplo, citou uma aplicação cujo resgate estava previsto para o dia seguinte após realizado o investimento. Ela teria 96% de seu rendimento tributado com base no IOF, disse Helio.

TRIBUTAÇÃO SOBRE FIDC E FIP

► IOF sobre títulos e valores mobiliários

Tabela de IOF

Dias	% rendimento	Dias	% rendimento	Dias	% rendimento
01	96	11	63	21	30
02	93	12	60	22	26
03	90	13	56	23	23
04	86	14	53	24	20
05	83	15	50	25	16
06	80	16	46	26	13
07	76	17	43	27	10
08	73	18	40	28	06
09	70	19	36	29	03
10	66	20	33	30	00

Fonte: Apresentação dos palestrantes da KPMG.



Roberto Goldstajn,
coordenador da
Subcomissão de Tributos
e gerente sênior da Ernst
& Young Terco

Helio falou também sobre aplicações com prazo de até 180 dias, cuja alíquota é de 22,5%. Quando o prazo passa a ser de 181 dias a 360 dias, a alíquota cai para 20%. Nos casos em que o prazo se estende até 720 dias, a alíquota é de 17,5% e, por fim, para prazos superiores, de 15%.

No que se refere às aplicações em ações, a alíquota se mantém em 15%. Nesse caso, a base de cálculo utilizada para operações à vista é o ganho de capital apurado a partir da diferença positiva entre o valor de venda menos o valor de aquisição e os custos incorridos nas operações, ou seja, taxas de custódia e corretagem.

No caso de aplicações em ações via pessoa jurídica, a tributação é feita sobre o ganho de capital. Para lucro real anual, o recolhimento é feito por estimativa mensal. Hélio explicou que se deve recolher o IR fonte no último dia do mês subsequente ao do ganho. Segundo Hélio, quando o lucro real anual é reduzido ou suspenso, o ganho de capital bruto deve ser incluído na base de cálculo. Caso o lucro seja presumido, o ganho é incluído na base de cálculo e a tributação é feita exclusivamente na fonte.

Uma alíquota de 0,005% deve incidir em todas as aplicações que suplantarem R\$ 20 mil, informou Helio. Se o resultado do valor da venda da ação sobre a alíquota for superior a R\$ 1,00, é feita a retenção, e ela deve ser declarada. Com isso, a ideia da Receita Federal é rastrear as operações feitas por pessoas físicas.

Passando à tributação sobre fundos de investimento em condomínios abertos e fechados, Helio informou que este tipo de fundo não tem personalidade jurídica e que os rendimentos são tributados pelo investidor – excetuando-se fundos imobiliários nos quais os incorporadores e construtores forem do mesmo grupo econômico e detiverem 40% ou mais do total das cotas. Helio lembrou que, nos fundos de investimento, o estatuto do fundo decide sobre a aplicação dos recursos e, por isso, deve ser escolhida a melhor classificação, de acordo com os objetivos dos investidores: curto prazo, longo prazo, renda fixa, DI e multimercado.

Condomínios aberto e fechado

Helio alertou que, em caso de falência de bancos, não necessariamente ocorre a quebra do fundo. Nessa situação, o fundo pode ser transferido para outra instituição financeira e o administrador do fundo pode ser substituído, conforme decisão da assembleia de cotistas. Para fins de tributação, lembrou que o condomínio aberto não tem prazo de vigência e permite o resgate de cotas. Já o condomínio fechado não permite o resgate de cotas e tem tempo de vigência. O regulamento dos fundos de condomínio fechado pode prever o pagamento dos rendimentos e/ou amortização de cotas determinadas no regulamento do fundo.

O especialista esclareceu ainda que a classificação desses fundos em curto e longo prazo é importante, pois interfere na regulação das alíquotas. Segundo Helio, fundos de longo prazo possuem carteira com validade média superior a 365 dias. Nesse caso, os rendimentos serão tributados semestralmente, no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano. A alíquota incidente é de 15%, e não há prejuízo da aplicação da alíquota complementar. Respeita-se ainda a política das alíquotas regressivas, ou seja, o chamado “come-cotas”, pois o valor do IR é apurado em reais, que são convertidos em cotas nas datas previstas e deduzidas do saldo em cotas, explicou.

No resgate, o IR é cobrado a uma alíquota aplicável, que pode variar entre 22,5%, 20%, 17,5% e 15%, considerando as datas de aplicação e de resgate de cada operação. Nesse caso, o valor do IR será composto por aplicação da alíquota aplicável, conforme o prazo de aplicação sobre o rendimento entre a data de aplicação ou última incidência do “come-cotas”. Caso a aplicação já tenha sido tributada pelo “come cotas”, deve-se somar a diferença de alíquotas – subtraindo-se 15% da alíquota efetiva – sobre os rendimentos tributados naquelas ocasiões.

Para fundos de carência – de até 90 dias –, a alíquota do IR incidente é de 15% na data em que se completar cada período de carência para resgate de cotas com rendimento, sem prejuízo da utilização da alíquota complementar conforme prazo de aplicação. Para fundos com carência superior a 90 dias, o “come-cotas” incidirá no último dia útil de cada período trimestral, em março, junho, setembro e dezembro. Helio enfatizou que o recolhimento do IR sobre fundos de curto prazo acontece na fonte e está sujeita à alíquota de 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias e 20%, em aplicações com prazo acima de 180 dias.

Para investimento em ações, é preciso ter um saldo médio da carteira de 67% em ações no mercado à vista da bolsa de valores ou entidade assemelhada, no País ou no exterior, recibos de subscrição de ações, certificados de depósito de ações (BDR), cotas de fundos de ações e cotas de fundos de índices de ações. A alíquota sobre este tipo de investimento é de 15% sobre os ganhos, retidos no resgate das cotas.

No caso de condomínios fechados, a única forma de dispor de liquidez é vendê-los para terceiros. Se a venda for feita em bolsa para fundos de ações, a tributação é de 15% e a sistemática é a mesma do mercado à vista. “Funciona como se fosse a venda

Tanto cotistas seniores quanto subordinados precisam estar bem informados e serem qualificados, ou seja, possuir no mínimo R\$ 300 mil em dinheiro para aplicação, ou serem aceitos pela instituição financeira com a condição de assumir os próprios riscos

de uma ação”, esclareceu Helio. É o caso dos fundos de índices, hoje chamados de ETFs. No caso de a venda ser realizada fora da Bolsa, pode ser feita para os demais tipos de fundos.

Tributação sobre FIDC e FIP

Helio citou a particularidade da tributação em FIDC, que ocorre por meio de duas cotas: as seniores e as subordinadas. A cota sênior é utilizada, na maioria das vezes, para captar os recursos do fundo, e privilegia o recebimento de rendimentos. Helio disse que, muitas vezes, o próprio estatuto do fundo estipula a meta de rendimento (por exemplo, 102% para CDI).

Helio destacou a característica de risco do FIDC, explicando que os cotistas de cotas subordinadas são os que assumem o risco do crédito. “Eles são pagos após os seniores e, em alguns fundos, têm maior rendimento”, sublinhou.

Segundo ele, a vantagem de um FIDC está em tirar o risco do sistema financeiro, que é passado para os investidores privados. Isso é interessante para o Banco Central, cuja preocupação é garantir a liquidez.

Para Helio, tanto cotistas seniores quanto subordinados precisam estar bem informados e serem qualificados, ou seja, possuir no mínimo R\$ 300 mil em dinheiro para aplicação, ou serem aceitos pela instituição financeira com a condição de assumir os próprios riscos.

Helio explicou que cabe aos cotistas definir, em assembleia, se o condomínio será aberto ou fechado. Disse ainda que, apesar de não haver restrição nesse sentido, o mais comum é a constituição de condomínio fechado, que possui prazo de validade e datas específicas para pagamento de rendimento ou amortização de cotas.

A tributação aplicada é a mesma de demais fundos, exceto ações. O imposto é apurado da data de cobrança das cotas à data em que ocorreu o pagamento do rendimento ou a amortização das cotas.

O FIDC se enquadra como fundo de longo ou curto prazo, podendo a alíquota variar, portanto, entre 22,5% e 15% ou 22,5% e 20%, respectivamente. Nos condomínios abertos, deve-se usar a política de “come-cotas”. Já para os condomínios fechados, Helio explicou que, mesmo se houver apenas um título pouco relevante que seja de longo prazo, ele entra nessa classificação.

Na sequência, Helio falou sobre os FIP, que são constituídos sob forma de condomínio fechado e são tributados como se fossem carteiras de ações, com a diferença de que é possível ter debêntures conversíveis em ações, o que o torna um fundo de renda fixa. Helio atentou para o fato de que os FIP só podem investir em sociedades anônimas, sejam abertas ou fechadas. Segundo ele, a ideia do FIP é comprar participação ou o controle de empresas de menor porte e alavancá-las de tal forma que sejam capazes de abrir capital, tornando-as economicamente fortes. O FIP deve ter influência na gestão das empresas que receberam os investimentos e, no caso de empresas fechadas, é preciso atender a certas práticas de governança corporativa previstas pela CVM (artigo 2º da Instrução 391/03).



Antonio Luiz Aulicino (IDS/coordenador da Subcomissão de Sustentabilidade da Comissão Técnica do IBEF SP)



Helio explicou que o FIP impõe, ao administrador, a restrição de aplicar recursos do fundo na subscrição ou aquisição de ações de própria emissão e na aquisição de bens e imóveis. Além disso, apenas investidores qualificados podem participar desse tipo de fundo, pois o risco é maior.

Pessoa jurídica

Helio lembrou também que, como o FIP não possui personalidade jurídica, não paga IR, PIS e IOF. Esclareceu ainda que, como o FIP não possui cotação na bolsa, existe certa dificuldade em fazer a avaliação dos ativos do fundo. Segundo ele, o grande problema, no caso da pessoa jurídica, é que, se a cota for valorizada, o ganho é sujeito à tributação no IRPJ e na CSLL. Dependendo do regime de tributação, podem ser aplicados também o PIS e o Cofins, completou.

No caso da pessoa física, acontece a tributação exclusiva de fonte, não sendo relevante para fins de tributação. O IR só é pago em caso de venda ou resgate de cotas, ou seja, tendo a disponibilidade do rendimento.

Helio citou o inciso VI do artigo 6 da Instrução CVM 391, segundo o qual o regulamento do fundo deve determinar critérios detalhados sobre a avaliação das cotas adquiridas após a subscrição inicial. Esses critérios são encontrados na Instrução CVM 438/06, que determina as normas contábeis de fundos. Pela Instrução, se os fundos forem fechados e tiverem duração superior a cinco anos, é possível contratar empresa para fazer a avaliação.

O próximo convidado a falar foi Fábio. Ele explicou que, quando se contrata uma empresa independente para fazer avaliação de valor, geralmente é porque quem está à frente da companhia acredita que o valor atual não reflete a realidade. “Geralmente, isso ocorre com fundos que aplicam em empresas novas do setor de infraestrutura, cuja avaliação do fluxo de caixa que possam vir a gerar no futuro seja incerta”, afirmou. Fábio explicou ainda que a KPMG tem uma equipe exclusiva de especialistas para determinar *valuations* desse tipo.

Em seguida, Fábio foi questionado sobre a tensão existente entre a empresa avaliadora e o gestor do fundo. Ele explicou que há quatro tipos de valorização: custo e equivalência, que são mais simples, mercado, que é raro nos casos de FIP, e as *valuations* feitas por empresas especializadas. Para ativos de infraestrutura, valorizar a partir de custo seria uma ótima opção, pois não há impacto tributário de início. Do ponto de vista do auditor do FIP, este avalia o laudo feito por um terceiro a pedido do gestor do fundo, o que presume certo conflito de interesses. De qualquer forma, afirmou Fábio, o *fair value*, ou seja, o valor exato, sempre é muito discutível.

Fábio explicou ainda que certos projetos têm custos eleva-



Antonio Luiz Aulicino (IDS), Helio Hanada (KPMG), Flávio Mifano (Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados), Edilberto Salge (KPMG) e Roberto Goldstajn (Ernst & Young Terco)

dos no início, mas apresentam grandes chances de baixar custos e ter altos rendimentos no futuro. Nesses casos, o gestor pode identificar a oportunidade de cativar certo grupo de investidores, e a melhor maneira para isso é a constituição de um FIP. Dessa forma, dilui-se o risco, sem deixar de investir.

Outra questão formulada foi: “O investimento em FIP gera perda do benefício da não tributação de um dividendo?” Fábio respondeu que sim, ressaltando, entretanto, que uma das características importantes do FIP é que a própria legislação distribui os juros sobre capital próprio para os cotistas, de forma a manter a atratividade do investimento.

A tributação dos rendimentos ou ganhos auferidos no resgate, amortização ou alienação das cotas do FIP está sujeita à alíquota de 15%, lembrou Helio. No caso do investidor residente no exterior, existe a possibilidade de reduzir a alíquota a zero. Para isso, o investidor deve ser representado no mercado de capitais por um banco e não ser residente em paraíso fiscal. Outra condição, segundo Helio, é que o titular das cotas, sozinho ou em conjunto com as pessoas ligadas a ele, não represente mais do que 40% das cotas ou que as cotas não lhe dêem direito ao recebimento de rendimento superior a 40%.

Questionado ainda sobre as alíquotas incidentes sobre vendas secundárias de cota de FIP em bolsa ou em Cetip, Helio respondeu que, em caso de pessoas físicas, trata-se a operação como ganho de capital, com alíquota de 15%, sem dedução das perdas. Já em caso de pessoas jurídicas, a tributação é a mesma incidente nos ganhos obtidos na bolsa.

Ao final, Roberto Goldstajn agradeceu a participação dos especialistas da KPMG e dos demais participantes do encontro. Em seguida, colocou-se à disposição dos profissionais presentes que ainda não são associados ao IBEF SP para detalhar o trabalho que vem sendo realizado pela entidade. ■



Bioenergia é tema de evento no IBEF SP

No momento em que o mundo discute a obtenção de fontes alternativas de energia e a preservação da natureza e do clima do planeta, o IBEF SP promoveu um encontro com o propósito de debater a bioenergia no Brasil. O evento foi realizado no dia 28 de setembro, no Mercure Grand Hotel, em São Paulo, e contou com a participação de José Carlos Grubisich, CEO da ETH Bioenergia, empresa que atua na produção, comercialização e logística de etanol, energia elétrica e açúcar. O executivo falou sobre o modelo de gestão da empresa e fez uma análise do mercado brasileiro de bioenergia.

Ao abrir o encontro, Rodrigo Kede, presidente da Diretoria Executiva do IBEF SP e CFO da IBM América Latina, fez questão de agradecer a presença do executivo e lembrou que a ETH está no caminho de se transformar na maior empresa de etanol do mundo. Rodrigo destacou, ainda, que o convite feito a Grubisich contemplou a diversidade de setores da economia que são tema de debates organizados pelo Instituto. Em seguida, fez uma menção especial à PwC, patrocinadora do encontro e parceira de longa data do IBEF SP, nas palavras do presidente da Diretoria Executiva do IBEF SP.

Grubisich, por sua vez, disse que é “sempre um prazer e uma grande responsabilidade participar dos eventos promovidos pelo IBEF SP”. Na sequência, destacou que o seu objetivo, ao participar do encontro, era fazer um breve balanço do setor de bioenergia brasileiro e expor as razões pelas quais a Organização Odebrecht, grupo do qual a ETH faz parte, decidiu investir no segmento.

Ele iniciou compartilhando com os presentes as tendências que foram identificadas pela empresa e alicerçaram os planos de investimento da Odebrecht. Grubisich explicou que os dois principais pilares do grupo são as áreas de engenharia e química/petroquímica, incluindo a Braskem, e que diversos negócios acabaram se desenvolvendo dentro da companhia, dando origem a novas empresas. O CEO disse que a intensa geração de caixa da Odebrecht apontava para a necessidade de encontrar novas oportunidades de investimento, que permitissem a ampliação do seu portfólio e contribuíssem para o crescimento dos negócios no médio e longo prazo.

Grubisich destacou que a Odebrecht já atua no mercado de energia, tendo como um de seus principais clientes a Petrobras, com negócios que englobam infraestrutura, estaleiros, plataformas e serviços industriais. Também possui uma forte presença em países que têm no petróleo sua principal fonte de recursos para investimentos em infraestrutura, como Venezuela, México, Peru e Equador. A Braskem, por exemplo, é basicamente uma empresa de energia. Ele destacou, ainda, que a experiência do grupo na área de engenharia, com *backlog* de projetos na área petroquímica, “cria naturalmente um *head* dentro do negócio”.

Por conta dessa *expertise*, a Odebrecht vislumbrou a possibilidade de investir na geração de energia. Uma das parceiras da empresa na área é a Usina Hidrelétrica de Santo Antônio, instalada em Porto Velho (RO). Segundo o CEO, outras possibilidades estariam no setor de infraestrutura básica – portos e aeroportos –, papel e celulose, aviação e logística. Mas a opção pelo setor de energia renovável aconteceu por representar um adensamento do portfólio já constituído na área de energia, e também uma política de *head* em energias limpas e renováveis.

Por que o etanol?

Grubisich lembrou que os países estão buscando diversificar sua matriz energética e que existe uma forte pressão do mercado internacional invocando o conceito de “segurança energética”, que busca a diminuição da dependência do petróleo, bem como dos países do Oriente Médio e da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep).

Em encontro, o CEO da ETH, José Carlos Grubisich, fez um panorama geral do setor de bioenergia no Brasil: situação atual, oportunidades e perspectivas de desenvolvimento

A preocupação com as emissões de CO₂, que leva à busca de matrizes energéticas limpas, é outro forte motivo – o que ficou em evidência com a reunião de Copenhague, em 2010, e deve voltar à tona com a Conferência de Cancún, em novembro de 2010. “O CO₂ será diminuído por incentivos positivos ou negativos, como é o caso do aumento dos impostos”, disse.

O etanol faz parte da agenda política nacional. “O ex-presidente Lula tem sido o maior garoto-propaganda dessa fonte de energia nos mercados interno e externo, apesar da descoberta do pré-sal”, frisou Grubisich. De acordo com ele, o etanol é importante, inclusive para consolidar a liderança brasileira no mercado de energia na América Latina e no continente africano. Outra vantagem do etanol é a possibilidade de associar produção de alimento, criação de empregos na agricultura e geração de energia limpa.

O CEO falou sobre a evolução do etanol após a chegada dos veículos *flex* e fez um balanço positivo sobre as projeções de demanda no mercado internacional até 2015. “A tendência de expansão existe, sobretudo, nos países desenvolvidos”, afirmou.

Outro aspecto considerado importante é a possibilidade de geração de energia elétrica a partir do bagaço da cana-de-açúcar. “Até pouco tempo atrás, o bagaço era considerado um problema de gestão, mas, com a crescente demanda por energia, deverá se tornar, nos próximos anos, uma fonte de riquezas”, previu Grubisich.

Outro aspecto importante destacado por ele é que, com sistemas de geração competitivos e eficientes, será possível monetizar contratos de longo prazo, utilizando-os como garantia para novos empréstimos, e, ainda, gerar participação na receita.

Mais uma vantagem é que a energia elétrica de biomassa não depende do clima, pois o bagaço estocado já está disponível na usina. “Como o processamento da cana-de-açúcar ocorre no período seco do ano, de abril a novembro, a biomassa é extremamente complementar à energia hidrelétrica”, elucidou. Também conta a seu favor o fato de as usinas estarem localizadas, em sua grande maioria, no Centro-Sul do País, ou seja, próximas às linhas de transmissão, fortalecendo o sistema elétrico nacional.

Segundo o CEO, o setor é extremamente fragmentado. “São mais de 300 empresas de médio porte, com balanços fragilizados, o que levou a Odebrecht a visualizar uma consolidação do setor em, no máximo, cinco anos. Por questões financeiras, a consolidação ocorreu mais rápido do que o previsto inicialmente e, ao contrário de outros setores, nos quais aconteceu a absorção dos pequenos pelos grandes, neste, a consolidação ocorreu entre as grandes usinas”, explicou. As pequenas usinas ficaram de lado em função da defasagem tecnológica ou falta de possibilidade de expansão.

Mudanças na produção

Outro ponto citado por Grubisich foram as mudanças detectadas na produção, em termos de escala, automação e tecnologia das unidades e sustentabilidade, além das mudanças ocorridas nas condições de trabalho por pressão dos Ministérios Público e do Trabalho e das comunidades. “Hoje, não se admitem mais a queima de cana ou condições de trabalho inadequadas no campo, o que impõe a necessidade de mecanização”, disse, prevendo que a profissão de cortador deve ser praticamente extinta daqui a dez anos.

O aumento do custo de produção e do preço do petróleo, influenciado de um lado pela dificuldade crescente de extração e produção e, por outro, pela tendência de apropriação de sua receita pelos governos – o que leva à mudança de paradigma de retorno para quem toma o risco do investimento –, também foi mencionado como uma tendência positiva para o desenvolvimento da bioenergia.

De acordo com Grubisich, a biomassa segue caminho inverso do projetado para o petróleo. “Na medida em que se ganha escala, a tecnologia do setor se desenvolve e a tendência é de mecanização.” Também são descobertas variedades geneticamente alteradas que permitem maior produtividade por hectare e maior volume de produção de açúcar por planta. Da mesma forma, surgem novos micro-organismos para produção de biogásolina, biodiesel, biogásolina de aviação e moléculas químicas e farmacêuticas de alto valor agregado.

As expectativas também são bastante promissoras para a balança comercial brasileira. O CEO citou a produção de etanol destinada ao mercado africano, que, na sua avaliação, será uma realidade nos próximos dez anos. No curto prazo, estão previstas exportações para países da América Central e da América do Sul. No hemisfério norte, a possibilidade de geração de negócios está no etanol de segunda geração por meio da celulose. Em relação à Europa, disse, perde-se em competitividade, mas se ganha posicionamento com uma solução interessante em termos de meio ambiente e economicamente atrativa.

Grubisich enfatizou que o etanol produzido a partir da cana-de-açúcar é a energia mais eficiente no conjunto da biomassa, comparado com a beterraba e com o milho – este último, o principal concorrente e base da produção americana. Em termos de emissão de CO₂, o milho resulta em diminuição de 21% quando comparado à gasolina, enquanto a cana-de-açúcar permite redução de 61%, segundo pesquisas realizadas nos EUA. Análises brasileiras apontam para redução de 90%.

O aumento da frota de carros *flex* no Brasil é um indicativo forte de que a demanda pelo etanol deverá manter a curva ascendente. O CEO considerou também a chegada da motocicleta motor *flex*, que começa a ganhar espaço no mercado brasileiro, como um dos fatores positivos. Segundo ele, cada três motos equi-



Rodrigo Kede de Freitas Lima (IBM/IBEF SP), José Carlos Grubisich (ETH Bioenergia) e Walter Machado de Barros (WMB Consultoria de Gestão/IBEF SP)

Em termos de emissão de CO₂, o milho resulta em diminuição de 21% quando comparado à gasolina, enquanto a cana-de-açúcar permite redução de 61%, segundo pesquisas realizadas nos EUA. Análises brasileiras apontam para redução de 90%

valem a um carro no quesito consumo. A previsão é que, até o fim da próxima década, de 70% a 80% dos novos veículos produzidos para o mercado brasileiro sejam equipados com motor *flex*.

Produção de etanol dobra

O mercado de etanol no Brasil dobrou nos últimos quatro anos. A produção anual passou de 12 bilhões de litros para 24 bilhões de litros. Para os próximos seis anos, a estimativa é de que a demanda volte a duplicar.

Além do uso como combustível, acontece uma revolução no uso do etanol para fins industriais. O maior exemplo disso, segundo Grubisich, é a decisão da Braskem de produzir uma “química sustentável”, a partir de matéria-prima renovável. Em setembro, foi inaugurada a primeira fábrica, com capacidade para a produção de 200 mil toneladas de polietileno a partir do etanol. Ele destacou que os pedidos já somam 800 mil toneladas. “A demanda já indica a possibilidade de abertura de mais três ou quatro fábricas com a mesma capacidade de produção”, afirmou.

O forte apelo de marketing do etanol não foi esquecido. “Praticamente todos os grandes clientes internacionais querem ter um produto feito a partir de etanol ou de biomassa”, destacou Grubisich. Ele ressaltou que as indústrias químicas, farmacêuticas e de alimentos têm investido para encontrar novas energias renováveis e “químicas sustentáveis”, indicando uma forte tendência para as próximas décadas.



Ele destacou ainda que, no mercado norte-americano, o consumo de etanol produzido a partir do milho é significativo e que as diretrizes da política de energia dos EUA sugerem que o biocombustível deverá se desenvolver no país a partir dessa matriz. De acordo com Grubisich, a meta da União Europeia é ter 10% de sua matriz energética sendo produzida a partir de fontes renováveis até 2020. Da mesma forma, o Japão discute a mistura de 10% de etanol nos combustíveis líquidos. A China também dá sinais de que vai investir nesse tipo de energia ao comprar terras na África, visando criar plataforma de produção para seu mercado. “O potencial de demanda no exterior passa de 40 bilhões de litros”, frisou.

Grubisich abordou também os impactos das novas tecnologias na maneira de conduzir os negócios e da curva de risco do setor. No caso específico da ETH, 100% do plantio e da colheita são mecanizados. “Antes do início do plantio, a área nova é georreferenciada, a fim de que se possa avaliar o melhor uso do campo. O planejamento leva em conta o levantamento topográfico, dos arruamentos, e o sistema de plantação do canavial. A máquina que faz o plantio recebe uma carta de GPS, e o operador não precisa tocar na direção”, informou.

O CEO explicou que as linhas de plantio possuem alguns quilômetros para proporcionar mais eficiência às máquinas de plantio e de colheita e que o operador cuida do computador de bordo, rotação do motor, temperatura e velocidade. Ele não toca na direção, porque o GPS permite operar de maneira perfeita durante o dia e, sobretudo, no período de noite.

Ele destacou que uma colheita de milhares de hectares feita durante a noite exige um nível elevado de domínio das operações. “O GPS resolve a questão da visibilidade e da direção, além de impedir a perda de produtividade por uma manobra inadequada. O pneu da máquina de colheita passa no mesmo



André Luis Rodrigues (Rhodia), Walter Machado de Barros (WMB Consultoria de Gestão/IBEF SP), José Carlos Grubisich (ETH Bioenergia) e Luiz Pereira de Araújo Filho (ETH Bioenergia)



Mauro Rubin (Accenture), Roberto Goldstajn, Benoit Keruzoré (Aon Affinity), Guillaume Sagez (Euroventures) e Pascal Sauberli (Kepler)

lugar que o da máquina de plantio, pois a carta de GPS de uma é transferida para a outra”, explicou.

Tecnologia no campo

Grubisich esclareceu que a frota agrícola é equipada com sistemas informatizados que controlam velocidade, consumo e temperatura, entre outros. Também é capaz de reconhecer o operador mais eficiente e apontar seu diferencial. Ou seja, é a prática da chamada agricultura de precisão, que utiliza a tecnologia da informação para, por exemplo, identificar as áreas mais e menos produtivas e permitir a aplicação dosada e localizada de insumos, fertilizantes e defensivos agrícolas, visando aumentar a produtividade.

Passando do campo para a indústria, o CEO afirmou que é possível produzir energia elétrica de alta eficiência tanto para consumo interno da usina quanto para venda ao mercado, e que o nível de automação das unidades da ETH possui o mesmo princípio observado nas refinarias. “Não há nenhum homem operando, ou seja, quando há uma pessoa dentro da nossa unidade industrial é porque ela está fazendo uma operação de campo ou de manutenção ou, ainda, alguma operação que não está ligada ao processo”, disse.

De acordo com ele, estudos realizados em parceria com a Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) identificaram leveduras que trabalham com eficiência em ambientes com alto teor alcoólico. “Elevando o teor de álcool, é possível economizar energia na destilação, e o excedente pode ser vendido”, explicou, informando, ainda, que a empresa está em busca de novas tecnologias para destilação mais sofisticada – competência que vem da experiência da Odebrecht com a petroquímica. Com a agregação de todas essas tecnologias, já é possível visualizar uma curva declinante de custo – tendência esta que ainda se acentuará muito, previu Grubisich.

Ele falou também das novas variedades transgênicas com alto potencial de transformação, o que se traduz em plantas com sistema articular mais performante, permitindo crescimento mais rápido, maior produção de açúcar e mais celulose.

Grubisich citou novas cotas químicas, bioquímicas e térmicas na indústria, bem como a gasificação do bagaço e a transformação química dentro das usinas, processos estes que envolvem diferentes tecnologias. Ele falou sobre bactérias que permitem fazer lipídios e sobre moléculas que podem ser quebradas em tamanhos diferentes para produzir um substituto para todos os óleos naturais. “Esse óleo poderia ser utilizado no cozimento, na cosmetologia e detergentes. Foram citadas também algas que permitiriam o surgimento de novos produtos químicos por intermediários, produtos farmacêuticos, para cuidados pessoais, alimentação animal e humana, além de novos combustíveis produzidos a partir de biomassa que devem surgir nas duas próximas décadas. “Os pesquisadores que trabalham na pesquisa farmacêutica e na área de saúde começaram a pensar, agora, em novas soluções energéticas limpas e renováveis, o que deverá gerar um impacto relevante no futuro”, considerou.

“Antes do início do plantio, a área nova é georreferenciada, a fim de que se possa avaliar o melhor uso do campo. O planejamento leva em conta o levantamento topográfico, dos arruamentos, e o sistema de plantação do canavial. A máquina que faz o plantio recebe uma carta de GPS, e o operador não precisa tocar na direção”

Modelo de negócio

Grubisich destacou que a ETH está em sintonia com este novo cenário, visando combinar competitividade com sustentabilidade. Ele disse que um dos desafios é transformar uma cultura empresarial tradicional, na qual havia sempre a figura de um dono que controlava tudo, e adotar um modelo mais voltado para tarefa do que para resultado. “Adotamos um modelo descentralizado, no qual o dono do negócio é quem está operando, o que exige trazer pessoas de fora do setor para treinar, e investir na sua qualificação”, constatou.

Falou também da dificuldade do gerenciamento a distância, frisando que os engenheiros são trazidos de empresas do grupo, da Braskem ou da área de construção, por exemplo, e preparados para manter o que há de bom e quebrar os paradigmas necessários.

De acordo com Grubisich, a ETH possui atualmente quatro polos de produção: um no Estado de São Paulo, um em Mato Grosso do Sul (MS), um localizado entre Goiás (GO) e MS, e um quarto que está sendo constituído no sudeste de GO. “Hoje, são nove usinas e, em 2012, quando o programa de expansão estiver concluído, seremos alçados à posição de líderes mundiais na produção de etanol e também na produção de energia elétrica a partir de biomassa”, disse. A produção de etanol seria de 3 bilhões de litros em 2013 e passaria para 3,5 bilhões de litros em 2016, o que resultaria em receita de R\$ 5 bilhões. O valor é baixo comparado com outras indústrias, mas elevaria a ETH a uma posição de forte liderança com relação ao setor. A produção de açúcar seria de 400 mil toneladas, representando faturamento de R\$ 300 milhões.

Ele destacou que todas as usinas terão altas escalas de produção. Para se ter uma ideia do tamanho médio das usinas no Brasil, Grubisich informou que 70% delas possuem capacidade de moagem de cerca de 2 milhões de toneladas. “Cada uma de nossas usinas terá capacidade de moer 6 milhões de toneladas numa única linha de moagem”, projetou, enfatizando que este modelo diminuirá consideravelmente o custo de produção.

O modelo sinérgico prevê também a criação de polos de produção para compartilhar custos, bem como liderança e organização entre usinas. A forte padronização dos equipamentos, igualando os sistemas de moagem, caldeiras, turbinas e geradores, permite intercambiar pessoas e trabalhar praticamente com os mesmos *layouts*, equipamentos e concepções em todas as unidades, reduzindo o custo das peças de reposição, manutenção e treinamento.



"Hoje, são nove usinas e, em 2012, quando o programa de expansão estiver concluído, seremos alçados à posição de líderes mundiais na produção de etanol e também na produção de energia elétrica a partir de biomassa"

Outra vantagem do modelo é a cogeração de energia. Cada unidade terá 130 megawatts-hora de potência instalada, totalizando cerca de 1.300 megawatts-hora na ETH. Serão, ainda, vendidos 2.700 gigawatts-hora de energia.

A competitividade dos preços também impõe mudanças de logística, visando não só a atender o mercado interno, como a preparar as bases para a exportação e para o desenvolvimento de novos mercados e novos produtos.

Logística integrada

Em termos de logística, o intuito é trabalhar em parceria com a Petrobras no sentido de criar um grande *pipeline* que ligue o Centro-Oeste à região metropolitana de São Paulo e, depois, aos portos, preparando o Brasil para a exportação. "Queremos integrar esse *pipeline* com o sistema hidroviário do Paraná-Tietê, utilizando barcas que permitirão o escoamento de produtos do oeste de São Paulo e de Mato Grosso do Sul, além de integrar uma ferrovia que corta praticamente todas as nossas regiões", explicou, esclarecendo que a ideia é implantar o projeto a partir de 2011 e estar operando, pelo menos no primeiro trecho, já a partir do fim de 2012.

O CEO destacou a importância da eficácia no processo de seleção e implantação das novas usinas, já que elas exigem investimentos de R\$ 800 milhões a R\$ 1 bilhão.

Ainda sobre a área financeira, Grubisich reconheceu que é importante manter a disciplina, considerando que o capital é intensivo e o ciclo, longo. "Ou seja, o *payback* não é rápido, sem deixar de mencionar a volatilidade do mercado, gerada em parte pela variabilidade climática que influencia o cultivo



José Eduardo F. Poyares Jardim (Intech Engenharia) e João Carlos Meirelles (Cluster Bioenergia)



André Luis Rodrigues (Rhodia), José Carlos Grubisich (ETH Bioenergia), Rodrigo Kede de Freitas Lima (IBM/IBEF SP) e Walter Machado de Barros (WMB Consultoria de Gestão/IBEF SP)

"Queremos ter entre 55% e 60% de cana própria, mas em terras de terceiros, e entre 40% e 45% de cana produzida por terceiros, também com contratos de longo prazo"

da cana", destacou.

Grubisich enfatizou a busca por relacionamentos de longo prazo com clientes e fornecedores – sobretudo com os fornecedores de cana –, já que, no modelo de negócio da ETH, toda a terra utilizada é arrendada por períodos longos e em toneladas de cana por hectare. "Queremos ter entre 55% e 60% de cana própria, mas em terras de terceiros, e entre 40% e 45% de cana produzida por terceiros, também com contratos de longo prazo", explicou, identificando no modelo um grande desafio – isso porque necessidades financeiras e de velocidade na plantação exigirão ritmo forte por parte dos fornecedores.

O CEO falou da intenção de lançar o IPO até o início de 2013 e informou que, para isso, a empresa já opera como se fosse uma empresa de capital aberto. "Temos um conselho de administração que representa os acionistas, uma administração profissional, comitês de Finanças, Auditoria, Desenvolvimento, Pessoas, Sustentabilidade, e operamos orientados para a abertura de capital, e nossas contas estão em linha com as empresas de capital aberto", explicou, acrescentando que a empresa conta com a assessoria da PwC no processo.

Os índices de acidente de trabalho também representam um desafio e exigem medidas específicas. "As usinas que compramos registravam de 40 a 50 acidentes por milhão de hora trabalhada. Em dois anos, esse número foi reduzido para quatro, e nós achamos que ainda está elevado", disse Grubisich, frisando que o índice antigo, comum a todo o setor, é impraticável para empresas que querem ter uma boa posição no mercado global. O investimento principal, no que se refere à segurança no ambiente de trabalho, é na operação agrícola, trabalhando a higiene ocupacional. Ele disse que as mudanças efetuadas na ETH têm sido acompanhadas pelo setor e que a empresa se destaca pelo "pioneirismo na mudança de paradigmas na área".

Responsabilidade social

A responsabilidade social também é uma preocupação, pois, cada vez que uma usina é implantada, geralmente em cidades com 5 mil a 10 mil habitantes, emprega de 1.200 a 1.500 pessoas. "Se não cuidarmos do hospital, da escola, do posto de saúde e do hotel, basicamente não conseguiremos operar", disse, explicando que a proximidade com as comunidades locais é condição fundamental para o sucesso das atividades da indústria.

Grubisich concluiu traçando projeções da ETH para 2012, quando a empresa espera alcançar a liderança no setor, produzindo 3 bilhões de litros de etanol e vendendo 2.700 gigawatts-hora de energia anualmente – por meio de contratos de

longo prazo feitos em leilões de reserva. A receita esperada é de R\$ 4 bilhões em 2012, e a geração de Ebitda de cerca de 50% comparada à média da indústria – este percentual, hoje, segundo Grubisich, está em 30%.

Finalizada a palestra, o presidente do Conselho de Administração do IBEF, Walter Machado de Barros, iniciou a sessão de perguntas, questionando de que forma a ETH está encarando os níveis diferenciados de governança, considerando a previsão de lançamento do IPO. Grubisich disse que ainda não se chegou a esse nível de discussão, mas reconheceu que existe um compromisso duplo em relação à abertura de capital. De um lado, pela garantia feita aos acionistas da Brenco, empresa incorporada à ETH, de fazer a oferta para aumentar a liquidez, e, de outro, para acelerar o programa de crescimento planejado pela empresa. "Estamos caminhando para chegar a cerca de 45 milhões de toneladas de capacidade de moagem em 2013, mas entendemos que os líderes de mercado no Brasil terão entre 120 milhões e 140 milhões de toneladas de capacidade em 2012. Ou seja, ainda teríamos que percorrer um terço do caminho já percorrido para continuarmos líderes", projetou, informando que, em cinco anos, o desenvolvimento da ETH foi equivalente ao que muitas empresas levaram décadas para realizar. O CEO afirmou que a questão da governança ainda deve evoluir muito no Brasil, mas que a empresa ainda não tomou nenhuma posição quanto ao nível de governança que pretende alcançar. "Certamente, será o melhor sistema percebido pelos acionistas no momento da abertura de capital", disse.

Roberto Goldstajn, coordenador da Subcomissão de Tributos do IBEF SP, perguntou como a ETH contribuirá para o desenvolvimento socioeconômico e regional. Walter acrescentou a questão da mecanização agrícola e a situação do contingente trabalhista do campo. Grubisich informou que a ETH já iniciou suas atividades com um modelo altamente mecanizado, tendo quase como pré-condição a independência quanto à mão de obra agrícola. "Mesmo assim, temos gerado de 1.200 a 1.500 novos empregos em cada nova fronteira agrícola do Brasil na qual instalamos nossas unidades, e o nosso desafio é treinar as pessoas das comunidades para integrá-las tanto na operação agrícola mecanizada quanto na operação industrial." Ele explicou que a proposta não é requalificar o cortador de cana para não torná-lo um desempregado.

O CEO disse que o desafio é de natureza diferente, visto que a ETH tem esgotado o mercado potencial nas regiões em que atua, precisando trazer gente de outras regiões e criar, inclusive, condições de moradia para essas pessoas. Questões como escola, transporte público e saúde também precisam ser observadas de perto pela empresa. "Criamos um modelo de convivência comunitária com comitês de gestão em parceria com prefeituras e população, que, em cada região, decidem os programas de sustentabilidade e de responsabilidade social que serão implantados", explicou.

"Temos gerado de 1.200 a 1.500 novos empregos em cada nova fronteira agrícola do Brasil na qual instalamos nossas unidades, e o nosso desafio é treinar as pessoas das comunidades para integrá-las tanto na operação agrícola mecanizada quanto na operação industrial"

Empregos qualificados

Grubisich afirmou que o elevado nível de tecnologia e mecanização permite que os empregos sejam mais qualificados e que a mulher seja integrada mais facilmente ao sistema de operação, por ter facilidade com atividades intelectuais e com os sistemas utilizados na ETH, como o GPS, por exemplo.

Felipe Prince, do Banco do Brasil, quis saber qual a visão de Grubisich sobre a *mix* do mercado interno e de exportação ideal para a ETH, além de questionar sobre os desafios do setor de logística para o desenvolvimento do mercado global de etanol.

O CEO respondeu que a estratégia da empresa é totalmente voltada para o mercado interno, e que o Brasil deve ter mais crescimento de demanda do que de oferta, durante um longo período. Mas afirmou também que existe uma equipe trabalhando exclusivamente com o desenvolvimento do mercado internacional e que, a partir de 2015, deverá haver uma base crescente no exterior, mas não necessariamente por meio de exportações brasileiras. "Já estamos identificando áreas na América Latina e na África para criar bases de produção diversificadas que atendam de maneira complementar o mercado dos países desenvolvidos. Um dos grandes desafios para que esses países caminhem para a adoção do etanol na sua matriz energética é que não haja uma dependência exclusiva do fornecimento a partir do Brasil", ponderou. A questão de tarifas também foi citada como uma barreira que deverá ser superada nos próximos anos.

Cléber Vagner Fróes, também do Banco do Brasil, perguntou como Grubisich enxerga os riscos e as oportunidades das estratégias de grandes *players* da distribuição, como a Cosan e a própria Petrobras. O CEO argumentou que ainda não está demonstrado que integrar a produção do etanol com a distribuição seja a melhor estratégia. "Certamente há vantagens e complementaridade, mas não existem evidências de que isso seja decisivo para o mercado", explicou.

Grubisich enfatizou que distribuição e produção, de maneira geral, não estão superpostas uniformemente no mercado, e que a logística do etanol é muito importante. "As usinas de etanol da Cosan não estão localizadas nas mesmas áreas de distribuição da Esso e da Shell", exemplificou. A própria Petrobras, detentora de 30% do mercado brasileiro de combustíveis, já possui, segundo ele, volume de distribuição de etanol da ordem de 7 bilhões de litros, e volume de 500 bilhões de litros de produção. Ou seja, a Petrobras tem menos de 10% da capacidade de distribuição que precisaria para ter uma integra-



José Carlos Grubisich informou que a ETH Bioenergia criou um modelo de convivência comunitária com comitês de gestão em parceria com prefeituras e população, que, em cada região, decidem os programas de sustentabilidade e de responsabilidade social que serão implantados

ção completa. Segundo Grubisich, a Ipiranga, segunda maior empresa do mercado de combustíveis brasileiro, também não acredita na necessidade de integração.

A última questão foi levantada por Raul Magliari, da Magliano Corretora de Valores: qual a possibilidade da utilização do FGTS pelos investidores no IPO da ETH? Grubisich disse acreditar que a entrada de pequenos e médios investidores no mercado de ações gerou evoluções e que qualquer iniciativa que leve a integrá-los é positiva. De qualquer forma, lembrou que a decisão sobre o uso do FGTS é considerada um ponto estratégico na política governamental. "O governo não está preparado para direcionar esses recursos para outras finalidades, mas caso esteja disposto a isso, veremos com bons olhos", afirmou.

Ao final do encontro, Walter agradeceu a presença de Grubisich e considerou oportuna a mensagem transmitida pelo executivo, ao revelar uma empresa que representa a nova economia e que, certamente, trará quebras profundas de paradigma num futuro próximo.

Grubisich, por sua vez, agradeceu a oportunidade criada pelo IBEF SP para apresentar a estratégia da ETH, sua visão e seu posicionamento no mercado. ■

Workshop discute conceito de Finanças Sustentáveis

A Subcomissão de Sustentabilidade da Comissão Técnica do IBEF SP realizou o *workshop* Financing the Future – The Brasil Model. Foram convidados Carlos Rossin, diretor responsável por soluções em Sustentabilidade da PwC Brasil, Carey Bohjanen, gerente sênior de Finanças Sustentáveis, e Colin Mckee, gerente de Sustentabilidade da equipe de Mudanças Climáticas, ambos especialistas em Sustainable Finance (Finanças Sustentáveis) da PwC, no Reino Unido.



Coube a Antônio Luís Aulicino, coordenador da Subcomissão de Sustentabilidade da Comissão Técnica do IBEF SP, abrir o evento, do qual participaram ainda Rodrigo Kede de Freitas Lima, presidente da Diretoria Executiva do IBEF SP, André de Araújo Souza, presidente da Comissão Técnica do IBEF SP, e Roberto Goldstajn, coordenador da Subcomissão de Tributos do IBEF SP e gerente sênior da Ernst & Young Terco. Aulicino destacou a relevância do tema do *workshop* num cenário em que a economia brasileira se apresenta cada vez mais competitiva no plano global.

Ao iniciar a palestra, Rossin falou da importância dos investimentos em infraestrutura nos países do chamado Brics (Brasil, Rússia, Índia e China), enfatizando, principalmente, as boas perspectivas de crescimento da economia brasileira e os investimentos previstos para o setor os próximos anos. Ele lembrou que, com a proximidade de grandes eventos esportivos – a Copa do Mundo, em 2014, e os Jogos Olímpicos, em 2016 – o fluxo de turistas e a geração de novos negócios deverão crescer significativamente. Nesse contexto, ressaltou, o setor portuário é uma das áreas que ainda precisam receber muitos recursos para atender à demanda prevista.

Além dos portos, a situação dos aeroportos brasileiros também chama atenção, sublinhou Rossin. Ele falou do fluxo aéreo que será gerado pela realização dos Jogos Olímpicos de 2016, lembrando que os aeroportos estão saturados e já apresentam inúmeros problemas.

Ele lembrou que as condições das rodovias também devem ser analisadas. Citando dados de 2007, disse que apenas 6% das estradas brasileiras estavam devidamente pavimentadas no ano em questão. “A situação se agrava sobremaneira quando se analisa as rodovias fora

Carlos Rossin, diretor responsável por soluções em Sustentabilidade da PwC Brasil: “Este é o momento certo para empresas e governo pensarem em um futuro sustentável”



Especialistas falaram de como o País deve aproveitar a onda de investimentos previstos para a próxima década e garantir um desenvolvimento com responsabilidade sócio-ambiental

do Estado de São Paulo”, destacou.

O sistema de telecomunicações brasileiro também foi mencionado. Rossin lembrou que, após a privatização do sistema, houve um salto expressivo em termos quantitativos. Já no campo da energia, frisou que a taxa paga no Brasil é uma das mais altas do mundo, o que contrasta com o consumo *per capita*, muito baixo se comparado com outros países.

A burocracia para a abertura de uma empresa no Brasil também foi abordada por Rossin. A alta carga tributária imposta ao empresário e o número de agências e órgãos reguladores envolvidos no processo, os quais exigem um “mar” de normas, também foram apontados como entraves para o pleno desenvolvimento da capacidade empreendedora no Brasil. Segundo Rossin, desde a Constituição Federal de 1988, foram criados mais de 3 milhões de atos normativos.

Investimentos em infraestrutura

Em seguida, Rossin lembrou que deverão ser investidos mais de US\$ 400 bilhões no setor de infraestrutura no Brasil, nos próximos dez anos. Além da Copa, de 2014, e dos Jogos Olímpicos, de 2016, ele citou o PAC (Plano de

Aceleração do Crescimento) e o pré-sal como fatores que deverão ter uma forte influência no crescimento econômico nos próximos anos. Por tudo isso, disse estar convencido de que “este é o momento certo para empresas e governo pensarem em um futuro sustentável”.

Nesse sentido, Rossin apresentou algumas questões sobre as quais considera necessário refletir. A primeira delas diz respeito ao impacto do sistema de transporte adotado no Brasil. Ele citou o fenômeno das mudanças climáticas e as consequências de um modelo de transporte apoiado nas rodovias no aquecimento global.

Outra questão levantada foi o perfil de consumo no País. Rossin falou da necessidade de o Brasil implantar, com urgência, uma gestão para os resíduos, como pilhas e baterias, além de materiais não recicláveis.

Rossin tratou também das exigências que deverão ser impostas aos produtos brasileiros pelos países. Ele argumentou que a questão impõe uma análise profunda dos ciclos de vida das mercadorias produzidas no Brasil, por exemplo.

Os novos acordos internacionais para mudanças climáticas, água e biodiversidade também foram citados por Rossin. Na sua opinião, o tema exige, necessaria-

Deverão ser investidos mais de US\$ 400 bilhões no setor de infraestrutura no Brasil, nos próximos dez anos. Além da Copa, de 2014, e dos Jogos Olímpicos, de 2016, o PAC (Plano de Aceleração do Crescimento) e o pré-sal são fatores que deverão ter uma forte influência no crescimento econômico nos próximos anos



Carey Bohjanen, gerente sênior de Finanças Sustentáveis da PwC, no Reino Unido, em sua análise, associou a sustentabilidade e o lucro, para mostrar que é possível pensar em uma nova forma de fazer finanças, de acordo com o que chamou de "finanças sustentáveis"

"As instituições financeiras precisam conhecer melhor seus clientes, para poder avaliar seu portfólio de projetos e histórico e, dessa forma, gerenciar adequadamente os riscos apresentados"

mente, o engajamento de todos os profissionais ligados à área de Relações Internacionais.

Por fim, ele falou das exigências sócio-ambientais para acesso ao capital, as quais, afirmou, têm impacto direto no financiamento de projetos e empreendimentos.

Em seguida, foi proposta uma dinâmica de grupo, e os presentes formaram grupos de cinco pessoas para responder à seguinte questão: Quais os desafios que se apresentam ao Brasil no campo da sustentabilidade?

Na sequência, os presentes puderam expor suas ideias. Um dos problemas levantados foi a disponibilidade de recursos minerais. Estudos comprovam, por exemplo, que, em breve, haverá falta de material como brita e areia, amplamente utilizados na construção civil, o que deverá representar um problema para o Ministério de Minas e Energia. Foi citada ainda a questão do zoneamento territorial para o mapeamento dos recursos naturais no País.

No campo da agricultura, foi citada a necessidade de preservação do solo e da aplicação de insumos adequados. Da mesma forma, o problema da devastação de florestas promovida pelos produtores também foi colocado em discussão.

O acesso à comunicação digital, após o desenvolvimento de políticas de inclusão, também resultou em uma fonte de problemas. Nessa área, foi lembrada a necessidade de descarte de materiais. Com o crescimento populacional e a expansão do setor de construção civil, deve-se pensar também na política de recolhimento de resíduos e no sistema de saneamento básico. É preciso pensar a questão do consumo sustentável. A dificuldade de acesso a hospitais e serviços de saúde foi outro problema que tende



a se agravar com o crescimento previsto para o Brasil nos próximos anos.

A importância da educação

A educação foi colocada como ponto central. Por meio de programas específicos, é possível treinar e qualificar a mão de obra, de forma a colocar a questão da sustentabilidade como parte do processo de produção. Também é necessário aumentar o investimento em pesquisas e incluir o tema sustentabilidade na grade curricular das universidades e nas práticas das indústrias.

Estimular a utilização de materiais e processos verdes, não petroquímicos e recicláveis, além de incentivar a geração de energia limpa, também deve ser uma das prioridades.

A questão da tributação também foi abordada e foram apresentadas propostas, como criar novos incentivos para iniciativas consideradas sustentáveis.

A preocupação em consumir e desenvolver produtos orgânicos foi outro tema debatido. E, mais uma vez, a educação foi considerada fundamental no sentido de conscientizar a população sobre a importância de manter uma dieta saudável. Obesidade e doenças decorrentes da má alimentação foram colocadas como questões de saúde pública.



Carey Bohjanen da PwC, no Reino Unido, propôs uma dinâmica de grupo entre os participantes do evento que teve como objetivo mostrar como os bancos devem estar atentos aos projetos nos quais investem, já que seu ativo mais valioso é a confiança

O contraste entre o consumo consciente, com foco no coletivo, e o conforto imediato e individualista também foi apontado. Poluir o meio ambiente, por exemplo, é um desrespeito à cidadania, que deve ser tolhido por meio de educação e motivação – com a aplicação de multas, por exemplo.

Os presentes propuseram também dar maior ênfase à logística reversa, com a obrigatoriedade do recolhimento de pilhas, baterias e pneus, por exemplo, pelos fabricantes. É essencial que as empresas se conscientizem de sua responsabilidade na cadeia produtiva.

Na questão do financiamento, foi proposto que os bancos incentivem ações consideradas sustentáveis. A necessidade de uma matriz energética limpa e de implantação de agências fiscalizadoras e de leis punitivas também foi colocada.

Na sequência, Carey Bohjanen falou sobre sua experiência global, principalmente com bancos, apontando para a responsabilidade do setor de finanças no que tange à sustentabilidade.

Ela sugeriu que os presentes pensassem como um banqueiro. Em seguida, propôs alguns tipos de empreendimentos hipotéticos e pediu aos participantes do encontro que pensassem em quais consideravam interessante investir e apontassem aqueles

que, na sua opinião, afetariam negativamente a natureza, a sociedade, e conseqüentemente, a imagem do investidor. Os projetos sugeridos por Carey foram: uma fábrica de perucas, um aeroporto no México, uma companhia de óleo e gás nigeriana, uma usina de carvão texana e uma companhia de transporte holandesa.

A usina de carvão texana e a companhia de óleo e gás nigeriana foram apontadas pelos grupos como projetos nos quais eles não investiriam. Já o aeroporto no México, a fábrica de perucas e a companhia de transportes na Holanda foram apontados como projetos atraentes. Os presentes expuseram os motivos positivos e negativos que influenciaram suas decisões. Na sequência, Carey desconstruiu, uma a uma, a visão dos participantes sobre os projetos.

Dinâmica de grupo

Ela argumentou que a companhia de perucas aproveita cabelos e mão de obra de prisioneiros chineses e que o aeroporto no México ocuparia uma área agrícola, o que, certamente, causaria revolta na população, processos jurídicos e repercussão negativa na imprensa. Para alertar sobre o cuidado que se deve ter ao financiar uma companhia transportadora, ela citou a multa recebida pela multinacional Trafi-

gura pelo transporte de químicos tóxicos da Holanda para a Costa do Marfim.

Também falou sobre as exigências sociais de um país como a Nigéria, que espera investimentos em escolas, infraestrutura e geração de empregos indiretos quando aprova a instalação de uma empresa no país. Quanto à usina de carvão no Texas, Carey apresentou o caso de um fundo que investiu em uma companhia de carvão e não teve maiores problemas.

Carey explicou que a dinâmica teve como objetivo mostrar como os bancos devem estar atentos aos projetos nos quais investem, já que seu ativo mais valioso é a confiança. Como exemplo, citou casos de protestos populares contra projetos de companhias que foram noticiados pela grande imprensa, ressaltando que a forma como se faz negócios deve mudar.

Ela citou o aquecimento global como evidência de que se deve pensar em sistemas econômicos que se autossustentem dentro dos ecossistemas, sem prejudicá-los. O crescimento populacional, que deve atingir seu pico em 2080, deverá influenciar o crescimento da agricultura, o desenvolvimento urbano, provocar problemas de abastecimento de água e a perda de biodiversidade. Segundo Carey, esses fatores podem levar a um cenário de medo



Colin Mckee, gerente de Sustentabilidade da equipe de Mudanças Climáticas da PwC, no Reino Unido lembrou que as más condições de trabalho podem gerar a perda de credibilidade da empresa cliente

“A mudança de postura do setor financeiro deve garantir que não haverá privilégios, desrespeito às normas por uma concorrência desleal, tudo isso sem fazer com que os clientes se sintam tolhidos e decidam deixar as instituições”

e incerteza, gerando conflitos sociais que desembocariam em inflação, altos impostos e aumento da burocracia, culminando em risco financeiro. Em sua análise, associou a sustentabilidade e o lucro, para mostrar que é possível pensar em uma nova forma de fazer finanças, de acordo com o que chamou de “finanças sustentáveis”.

Ela também apresentou dados positivos que mostram, por exemplo, que, em 2008, historicamente, se investiu mais recursos em energia limpa do que em combustíveis fósseis. Carey disse que a tendência é o setor financeiro liderar iniciativas no sentido de estimular e discutir questões ligadas à sustentabilidade, de acordo com os Princípios do Equador – critérios sócio-ambientais mínimos para concessão de crédito adotados por instituições financeiras, como ABN Amro, Barclays, Citigroup, Crédit Lyonnais, Crédit Suisse, HypoVereinsbank, Rabobank, Royal Bank of Scotland, WestLB e Westpac, responsáveis por mais de 30% do total de investimentos em todo o mundo.

Carey enfatizou, entretanto, que não é preciso declinar de todos os projetos que não atendam às exigências da sustentabilidade, mas que é possível transformar projetos “sujos” em projetos responsáveis e que cabe às instituições financeiras decidir como fazer isso e incentivar o cliente a fazê-lo também. “As instituições financeiras precisam conhecer melhor seus clientes, para poder avaliar seu portfólio de projetos e histórico e, dessa forma, gerenciar adequadamente os riscos apresentados”, enfatizou. Carey destacou ainda ser fundamental conscientizar as lideranças para a importância da criação de valor.

Estratégia sustentável

Segundo Carey, os pilares de uma boa estratégia sustentável são: gerenciamento de riscos, finanças responsáveis e financiamento do futuro. A estratégia deve considerar dois aspectos essenciais: comunicação e engajamento.

Colin Mckee, por sua vez, falou dos próximos passos da sustentabilidade nas companhias e instituições financeiras. Ele explicou que a adoção do chamado Sistema de Gerenciamento Ambiental e Social (ESMS, na sigla em inglês) “gera mais capital, capital mais barato e novos tipos de capital”.

Colin citou o *pull effect*, segundo o qual o posicionamento das lideranças das instituições financeiras é primordial para garantir o desenvolvimento das chamadas políticas sustentáveis. Segundo ele, um ESMS forte deve contar com suporte da gerência e incluir a sustentabilidade em políticas e processos, para garantir sistemas de avaliação e captação do risco sócio-ambiental. Colin lembrou, por exemplo, que as más condições de trabalho podem gerar a perda de credibilidade da empresa cliente. Considerou ainda ser importante garantir a comunicação dos *stakeholders*, por meio de relatórios que ajudem a avaliar a eficiência dos ESMS.

Carey, por sua vez, voltou a enfatizar que, no momento em que as atenções se voltam para as perspectivas de bons negócios no mercado brasileiro, as instituições financeiras brasileiras se deparam com novas oportunidades e novos riscos. Segundo ela, uma série de procedimentos ainda precisa ser criada e há muito o que ser discutido para chegar a soluções palpáveis. Na sua avaliação, é importante que os bancos tomem, em conjunto, a decisão de exigir critérios mínimos compatíveis com a sustentabilidade no momento de financiar um projeto. “A mudança de postura do setor financeiro deve garantir que não haverá privilégios, desrespeito às normas por uma concorrência desleal, tudo isso sem fazer com que os clientes se sintam tolhidos e decidam deixar as instituições”, destacou.

Outra necessidade, segundo Carey, é criar ferramentas próprias para medir o

O UNGC (United Nations Global Compact) é um conjunto de princípios proposto pela ONU (Organização das Nações Unidas) a fim de que as empresas alinhem suas estratégias e operações com princípios universalmente aceitos nas áreas de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e combate a corrupção

risco sócio-ambiental. “Uma iniciativa que deve ser tomada pelos bancos que pode, inclusive, contribuir com o trabalho das empresas, a fim de que estas possam avaliar melhor seus próprios projetos”, sublinhou.

Segundo Carey, trazer o cliente para perto do banco é fundamental para, juntos, construirem o futuro. Ela voltou a citar os “Princípios do Equador”, afirmando que a compilação de normas ajuda sobremaneira o trabalho das instituições financeiras interessadas em influenciar positivamente o meio sócio-ambiental.

Carey terminou a palestra enfatizando que sempre haverá uma tensão entre o crescimento econômico e o desenvolvimento sustentável, mas destacou que os bancos podem decidir juntos, tornando-se indutores de comportamento, e que as empresas, por sua vez, devem se engajar nesse movimento, buscando adequar-se à nova realidade.

Por fim, ela lembrou que a política sócio-ambiental deve ser entendida pela gerência, absorvida pelas pessoas da instituição, e incluída na estrutura dos negócios e dos processos, bem como adaptada e reinventada quando necessário, sempre com criatividade. Carey propôs aos presentes que pesquisassem sobre o UNGC (United Nations Global Compact), conjunto de princípios proposto pela ONU (Organização das Nações Unidas) a fim de que as empresas alinhem suas estratégias e operações com princípios universalmente aceitos nas áreas de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e combate a corrupção. Ela sugeriu também que os interessados conheçam os resultados do trabalho CEO Survey, pesquisa realizada pela PwC com CEOs de todas as partes do mundo. ■



Roberto Goldstajn, Luis Antonio Aulicino (IDS/coordenador da Subcomissão de Sustentabilidade), Carlos Rossin (PwC), Carey Bohjanen (PwC) e Colin McKee (PwC)



Ronald Eikeleboom (Philips), Colin McKee (PwC), Carey Bohjanen (PwC) e Carlos Rossin (PwC)



O conceito de Criação de Valor

A Criação de Valor foi tema de encontro realizado pela Subcomissão de Planejamento Estratégico do IBEF SP, no dia 14 de outubro, na sua sede, em São Paulo. O Instituto convidou Oscar Malvessi, professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (EAESP-FGV) e consultor em Criação de Valor da empresa que leva o seu nome, para explicar a metodologia. Ao apresentar o especialista, Ricardo Eguchi, coordenador da Subcomissão, ressaltou a importância de se discutir o assunto, considerando que o tópico pode variar de acordo com o entendimento de cada profissional ou empresa.

Malvessi iniciou sua palestra relatando que o interesse pelo tema nasceu após reportagem publicada pela revista Forbes, em 1993. O desejo de se aprofundar sobre o tema surgiu depois de ler o livro “The Quest for Value”, de G. B. Stewart III, editora Harper Business. Para ampliar ainda mais seus conhecimentos, decidiu complementar seus estudos na Universidade do Texas, nos Estados Unidos. Em sua tese de doutorado, investigou a experiência de empresas privadas de capital aberto no Brasil entre 1993 e 1998.

Segundo ele, boa parte de seu fascínio pela disciplina resultou da possibilidade de atestar as descobertas dos estudos por meio de sua experiência anterior como diretor financeiro de empresas nacionais “desequilibradas financeiramente”. Malvessi lembrou que a base de dados do seu projeto está sendo atualizada pela sétima vez. “Estudar demonstrações financeiras no Brasil é complicado, pois não há organização das empresas neste sentido e os dados das demonstrações divergem com frequência”, afirmou.

Malvessi disse, em seguida, que as áreas de marketing e finanças estão estritamente ligadas, e que a marca de um produto ou empresa é um reflexo nítido da estratégia financeira adotada. Em uma análise conservadora, afirmou que o foco deve estar no lucro e em indicadores de análise, como o Ebitda. Já a governança corporativa, na intenção de criar valor, deve ater-se a termômetros como: melhores práticas, trans-



De acordo com Oscar Malvessi nem sempre o conceito de Criação de Valor está associado ao lucro

parência e equidade. De acordo com ele, “a mentalidade e a cultura das empresas devem acompanhar a velocidade dos acontecimentos, o que não tem ocorrido”.

Malvessi chamou a atenção para um fato que considera pouco observado pelas empresas: a liquidez deve ser bem remunerada. Também tratou do monitoramento considerado como o ideal, o qual, na sua opinião, não deve considerar apenas o último trimestre para analisar o crescimento. “O histórico da empresa deve ser avaliado minuciosamente, a fim de evitar que haja uma ilusão de crescimento baseada em números de curto prazo”, ressaltou.

Apresentação de cases

Ele falou ainda da diferença entre o que o investidor busca, ou seja, o fluxo de caixa bruto – capaz de pagar encargos, juros e principal emprestados –, baseando-se em métricas como o Ebitda, e o que o analista busca, isto é, uma taxa que

"Estudar demonstrações financeiras no Brasil é complicado, pois não há organização das empresas neste sentido e os dados das demonstrações divergem com frequência"

remunere a oportunidade. Apresentou a contradição comum de uma empresa que possui lucro líquido e destrói valor, ao mesmo tempo. Para exemplificar, Malvessi citou o caso da compra da Antarctica pela Brahma, a qual foi antecedida por um período de aparente crescimento de ambas, mas que culminou em uma curva gráfica de crescimento da Brahma e constante queda da Antarctica. "No último ano antes de ser comprada, a Antarctica manteve o *status quo* e detonou seu resultado operacional", resumiu.

Malvessi mencionou o relatório da companhia Brahma de 1999, que trouxe registrada a intenção de ser a maior companhia do setor de bebidas na América Latina, e que, para atingir seus objetivos, condicionou a remuneração variável dos seus executivos a um mínimo de 15% no EVA (Economic Value Added). Ele mostrou uma tabela com a evolução do valor de mercado da AmBev de 1999 a 2008, revelando que os números relativos a vendas líquidas e a lucro operacional acompanharam o crescimento, fazendo a seguinte previsão: "Num período de três anos, a companhia terá caixa suficiente para comprar outra do mesmo tamanho que o dela."

Da mesma forma, também citou a cultura da Coca-Cola,

empresa que apregoa que todas as operações e unidades devem gerar retornos superiores ao custo de capital, a fim de que se possa criar valor ao acionista. Malvessi lembrou que, em 1985, o então CEO da companhia, Roberto Goizueta, fez um depoimento no qual afirmou que o EVA proporciona um método fácil de entender os resultados e facilita a tomada de decisões que geram mais valor à empresa. De acordo com ele, durante a gestão de Goizueta, que ficou conhecido por colocar ordem nas finanças da Coca-Cola, o valor de mercado das ações da empresa passou de US\$ 4,3 bilhões para US\$ 152 bilhões.

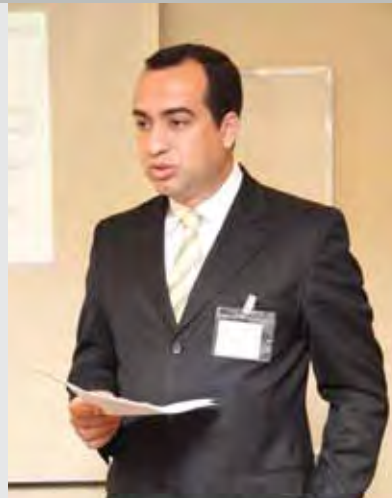
Malvessi apontou a contradição entre o objetivo óbvio de qualquer empresa de capital aberto, que é criar valor ao acionista, e a conclusão de sua tese de doutorado. "Dois terços das empresas pesquisadas apresentaram lucro, mas somente cerca de 15% criaram valor", afirmou.

Outro *case* citado por Malvessi foi o da empresa Souza Cruz. Segundo ele, a multinacional, cuja matriz destaca-se por seu alto nível de exigência, utiliza o conceito claro de meritocracia na remuneração de seus acionistas. "Na Souza Cruz, o lucro é totalmente distribuído e o patrimônio se mantém estável", explicou. Ele apontou ainda as diferenças que devem ser observadas entre as definições de lucro, valor e caixa.

"O histórico da empresa deve ser avaliado minuciosamente, a fim de evitar que haja uma ilusão de crescimento baseada em números de curto prazo"



Roberto Goldstajn, Antonio Luis Aulicino (IDS), Adelino Dias Pinho, Sergio Volk (Magno Consultores) e Keyler Carvalho Rocha (FEA-USP)



Oscar Malvessi (FGV) e Ricardo Eguchi (MZ Consult)
André de A. Souza (Ernst & Young Terco)

Caso emblemático

Malvessi afirmou que as empresas com lucro podem destruir valor sem que o processo seja percebido pelos gestores e acionistas, pois, ao distribuir dividendos e lucros, é preciso existir valor compatível. “Destrói-se valor quando o retorno de capital é menor que o custo de capital, e a estratégia de manter a visão tradicional não é capaz de responder se o valor real está sendo criado e, também, não indica quem é que está contribuindo para a criação deste valor”, destacou.

Em seguida, Malvessi abordou um caso considerado emblemático – o da Sadia – e o aprendizado que sua falência representou. Ele falou sobre os motivos que levaram à sua expressiva destruição de riqueza e à sua posterior venda – a Perdigão comprou a companhia depois que a situação financeira da Sadia chegou ao limite. Malvessi observou que, quando não se adota formalmente a Criação de Valor ao acionista, a punição é certa, mesmo que demore a chegar. Malvessi expôs gráfico comparando os números de valor de mercado e de vendas da Sadia. Ele apontou que grande parte dos lucros da Sadia vinha da especulação financeira, e não do operacional. “A Sadia destruiu seu valor com estratégias mal traçadas, durante dez anos”, explicou.

Na sequência, abordou o conceito original de valor disseminado entre as companhias internacionais, que desconsidera 100% de receita financeira. “A realidade dos países desenvolvidos é outra, ou seja, não existe a mesma instabilidade que nós temos, e os ativos financeiros são no máximo de 3%, frente a 97% de lucro operacional. Os 3% são para garantir proteção, não para ganhar dinheiro”, explicou.

Malvessi expôs alguns aspectos considerados relevantes para análise e reflexão, como, por exemplo, questionar se são as decisões internas ou os fatores externos que podem destruir a riqueza do acionista. Da mesma forma, é importante observar se o nível de liquidez deve ser conservador para que a empresa mantenha suas atividades. E levantou a seguinte questão: “Estratégias de marca, prêmio e liderança dão susten-

tabilidade e perenidade a uma empresa?” Segundo Malvessi, é preciso saber se os resultados financeiros expressivos criam valor ao acionista ou podem destruir a riqueza. “É necessário refletir sobre a seguinte questão: ‘É estratégico manter um percentual relevante do capital operacional na atividade?’” Em seguida, questionou mais uma vez: “Será que adotar níveis superiores de alavancagem financeira leva a empresa a crescer mais que os concorrentes?” Para ele, é importante questionar se manter aplicações financeiras elevadas por períodos longos é uma decisão operacional e se o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas gera valor ao acionista.

O tema abordado gerou discussão entre os presentes acerca da pressão do mercado sobre os executivos, a fim de gerar resultados a qualquer preço, trimestre a trimestre. Malvessi, por seu turno, disse que falta orientação das companhias para geração de valor em longo prazo, e que o período considerado para análise do crescimento deve ser de três a cinco anos. Durante o debate, houve consenso de que é preciso ocorrer uma mudança comportamental dos gestores.

Malvessi criticou a visão dos acionistas, que deveriam conhecer melhor a empresa, e, igualmente, os diretores financeiros, que não estão adequadamente atualizados. “Por um lado, o acionista é exigente, por outro, não sabe o que exige”, observou.

Ao fazer suas considerações, deixou transparecer seu pessimismo quanto às empresas brasileiras, que, na sua opinião, estão demorando a atentar para o perigo que correm. Ele apontou que 50% das fusões e aquisições não obtêm sucesso, principalmente por divergências de cultura e estratégia financeira entre as empresas envolvidas no processo.

Também criticou a postura da maioria dos cursos de finanças. Segundo ele, “os cursos ensinam da mesma maneira há décadas e não têm contribuído para formar profissionais com visão atualizada da metodologia de Criação de Valor”.

Ao final do evento, o presidente da Comissão Técnica do IBEF SP, André de Araújo Souza, agradeceu a participação de Malvessi e da plateia. ■

A Subcomissão de Tributos do IBEF SP realizou no dia 19 de outubro um café da manhã para discutir o Incremento da Atividade Econômica por Incentivos Fiscais. O objetivo foi mostrar as vantagens e esclarecer a regulamentação deste recurso concedido pelos governos na área fiscal, com o intuito de incentivar uma determinada área, setor ou atividade econômica. Para falar sobre o assunto, a Subcomissão de Tributos convidou o advogado Flávio Rodovalho, consultor jurídico da Adial Brasil (Associação Brasileira Pró-Desenvolvimento Industrial) e sócio da Rodovalho Advogados.

Walter Machado de Barros, presidente do Conselho de Administração do IBEF SP, iniciou as apresentações lembrando que o encontro faz parte de uma série de eventos dos quais a Adial Brasil marca presença. Walter comentou o empenho da Adial, por meio de seu presidente, José Alves, também presente ao encontro, em prol da propagação do tema entre os executivos de Finanças. Como exemplo, citou o seminário realizado no Hotel Intercontinental, em São Paulo, cujo foco de discussão foi o incentivo fiscal associado ao desenvolvimento regional.

Segundo Walter, o executivo de Finanças não se mostra muito interessado no assunto. “Quanto maior a empresa, mais os profissionais da área financeira tendem a associar os incentivos fiscais ao departamento jurídico”, disse. Ele lembrou que o IBEF SP vem atuando no sentido de mudar esse entendimento, mostrando que os incentivos fiscais agregam valor às empresas, sendo, inclusive, fator de modelo de desenvolvimento.

Como exemplo de política bem-sucedida nessa área, lembrou que o grupo Vulcabras, controlador da marca Azaleia, se desenvolveu baseado, entre outros fatores, num programa de incentivos fiscais. Aos interessados em se aprofundar no tema, Walter indicou artigo escrito por Flávio Rodovalho aqui nesta revista, na edição de setembro (nº 148).

Incentivos fiscais



Em encontro organizado pela Subcomissão de Tributos do IBEF SP, o advogado Flávio Rodovalho deixou clara a necessidade de articulação do setor corporativo na regulamentação do tema

em debate no IBEF SP

Roberto Goldstajn, coordenador da Subcomissão de Tributos e gerente sênior da Ernst & Young Terco, agradeceu a presença de todos, ressaltando que o intuito do encontro era expor a experiência de Flávio e mostrar os impactos que os incentivos fiscais podem ter sobre os negócios.

O advogado, por sua vez, também agradeceu a participação dos presentes e iniciou a palestra reconhecendo haver controvérsias quando a proposta é discutir incentivos fiscais. “Na maioria das vezes, a plateia é formada por pessoas com opinião heterogênea. É uma pai-

xão quase futebolística”, brincou, sugerindo que seria interessante haver um debate, a fim de gerar um pensamento dinâmico sobre o tema. De acordo com Flávio, é raro encontrar quem seja contra a concessão de incentivos fiscais, mas as grandes discussões giram em torno das formas sobre as quais o expediente é concedido. O advogado apontou que os incentivos são vistos por muitos como sinônimo de guerra fiscal e, dessa forma, criam-se “engenharias” no sentido de impedir sua aplicação ou diminuir seu impacto. Como exemplo citou a última proposta da reforma tributária.

outras motivações para se adotar os incentivos fiscais, como as políticas de fomento cultural e educacional, que incluem a Lei Rouanet e a Lei de Incentivo ao Esporte. Necessidades filantrópicas e humanitárias também estão entre as motivações, destacou Flávio, destacando a contradição de o Brasil ser o único país do mundo que taxa doações.

A motivação política também foi considerada, com a citação da isenção de impostos sobre importações de bens de embaixadas e representações diplomáticas, além dos motivos considerados de cunho administrativo, que incluem a isenção de



José Alves Filho, presidente da Adial Brasil: empenho em prol da propagação do tema Incremento da Atividade Econômica por Incentivos Fiscais entre os executivos de Finanças



Walter Machado de Barros, presidente do Conselho de Administração do IBEF SP, lembrou que o Instituto vem atuando no sentido de mostrar que os incentivos fiscais agregam valor às empresas, sendo, inclusive, fator de modelo de desenvolvimento

Contexto econômico

Flávio partiu do princípio de que a não taxação é a construção de algo novo. “O mais importante é entender que o incentivo é o Estado agindo dentro do contexto econômico para modificar o cenário social”, afirmou. Além do aspecto social, que inclui a isenção de impostos sobre gêneros de primeira necessidade, ele citou

impostos sobre artigos de baixa produtividade fiscal e de difícil arrecadação.

No decorrer da palestra, entretanto, o advogado optou por concentrar suas observações na motivação econômica, englobando análises de setores como indústria e pecuária, incluindo o desenvolvimento regional.

Ele destacou a importância de esta-



Claive Tanganelli (Magno Consultores) e Eduardo Chehab (Standard & Poor's)

belecer a diferença entre incentivos e benefícios fiscais, que, de acordo com a sua análise, possuem objetivos totalmente distintos. “O benefício regula uma situação momentânea de mercado”, resumiu, observando que ele tem tempo determinado e é sazonal, visando equilibrar o mercado. A situação mais clara de benefício fiscal foi a recente isenção do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) sobre automóveis, eletrodomésticos de linha branca e materiais de construção. Segundo Flávio, o benefício fiscal não gera um compromisso por parte do produtor.

Já o incentivo fiscal prevê a contrapartida obrigatória de seu beneficiário. “O Estado abre mão de seu poder de arrecadar para que o particular o substitua em atividades que, assumidamente, ele não executa com perfeição”, pontuou. Em contrapartida, a empresa se compromete a criar mais postos de trabalho, apresentar inovações tecnológicas ou ampliar o parque industrial, entre outros.

Sobre isso, ele disse ter criado uma série de projetos de lei para a Adial, tentando estabelecer essa diferença, que é bem definida na doutrina tributária, mas ainda não está registrada em lei.

O advogado admitiu que o incentivo é, inegavelmente, um fator de criação de riquezas e, principalmente, de erradicação de diferenças regionais. “Ele tem por objetivo a criação de novos empreendimentos ou a realocação de empreendimentos em outras unidades da federação, a geração de empregos diretos e indiretos, a

criação e ampliação da cadeia produtiva, a formalização da economia e a redução da migração inter-regional, entre outras melhorias”, disse. Ele citou o fluxo migratório “irreal, ilógico e insensato” registrado no Brasil nos últimos 50 anos, afirmando que São Paulo deixou de ter dinamismo para ter gigantismo, o que não beneficia nem o Estado, nem o País. Lembrou que o

PIB (Produto Interno Bruto) de São Paulo é equivalente ao de toda a Região Nordeste. “São Paulo e Rio de Janeiro detêm 50% da riqueza nacional”, sublinhou.

Vocação de São Paulo

O advogado considerou importante impedir o crescimento desse fluxo, salientando que “São Paulo precisa aproveitar sua vocação para serviços e não desperdiçar sua força intelectual em atividades de produção”.

Entre os objetivos dos incentivos fiscais, citou, ainda, a ampliação do investimento em educação, a melhoria dos indicadores do desenvolvimento humano, a busca compartilhada por soluções ambientais e a redução das desigualdades regionais.

Flávio falou sobre os programas de incentivos fiscais em Goiás, que começaram na década de 1980, com o chamado Fomentar, aperfeiçoado em 1999 na forma do programa Produzir, que vigora até hoje, reduzindo o valor do ICMS mensal devido pela empresa beneficiária. De acordo com ele, o Produzir gerou mais de 215 mil empregos diretos e 647 mil indiretos nos últimos dez anos, correspondendo a aproximadamente 40% da PEA (População Economicamente Ativa) de Goiás. A arrecadação de ICMS vem crescendo acima da média nacional, assim como o PIB. Ele destacou a questão social, apontando que, antes do programa, Goiás era a 15ª economia produtiva do País e, hoje, ocupa a nona posição. O Estado evoluiu nos indicadores como IDH (Índice de De-

“O Estado abre mão de seu poder de arrecadar para que o particular o substitua em atividades que, assumidamente, ele não executa com perfeição”

envolvimento Humano) e Coeficiente de Gini (medida comumente utilizada para calcular a desigualdade de distribuição de renda). “Goiás deixou de ser um Estado periférico para ter participação efetiva na economia nacional”, frisou.

O conceito de guerra fiscal também foi questionado. Na avaliação de Flávio, trata-se de um conceito confuso e muitas vezes utilizado como argumento contra os incentivos fiscais. “Quem pratica guerra fiscal é quem dá o incentivo ou quem glosa o crédito?”, questionou, afirmando que, nesse cenário, o contribuinte é o único prejudicado e que a discussão sobre o tema sofre contaminação política, que pode prejudicar o trabalho jurídico no âmbito das empresas.

Segundo ele, entre os críticos dos incentivos, há os que os associam à diminuição da arrecadação estadual. Tese com a qual não concorda. Diz-se também que os incentivos fiscais deteriorariam as finanças públicas, o que, na visão do advogado, não procede, porque os incentivos são previstos dentro da proposta orçamentária e são limitados pela Lei de Responsabilidade Fiscal, ao contrário do benefício. “O incentivo só deteriora as finanças públicas se o Estado não souber fazer a gestão pública corretamente”, disse.

A seu ver, o argumento de que os incentivos reduzem a capacidade de investimento em infraestrutura e serviços públicos não tem fundamento. Segundo ele, não se justifica porque o direito de arrecadar do Estado é trocado pela responsabilidade da empresa beneficiária em gerar riquezas na região onde está instalada.

Competência dos Estados

Sobre o suposto impacto nas economias dos demais Estados, que seriam prejudicados pelo ressarcimento de créditos resultantes das operações, Flávio fez o seguinte questionamento: “Uma merca-

doria que sai incentivada de Goiás e tem o crédito glosado em Minas Gerais não é prejudicial ao Estado de Minas?" Ele tomou como base a resolução 22 do Senado, que fixou as alíquotas interestaduais. O advogado afirmou que a questão do crédito envolve o problema do sistema condicional. "Cada Estado tem sua competência, o que permite divergências com ausência de respostas. Quando um Estado decide conceder créditos, está interferindo na política de outros, o que deixa clara a necessidade de mudança constitucional", afirmou.

Flávio explicou que o artigo 3º dos Princípios Fundamentais da Constituição Federal, que trata dos incentivos fiscais, determina a diminuição das desigualdades sociais e regionais como um objetivo fundamental da República. Já o artigo 152 proíbe a discriminação tributária em razão de origem ou destino, sendo contra a guerra fiscal. Além desses artigos, a Constituição Federal aborda expressamente os incentivos fiscais no artigo 155, inciso XII, que especifica que lei complementar irá "regular a forma como, mediante deliberação dos Estados e do Distrito Federal, isenções, incentivos e benefícios fiscais serão concedidos e revogados". Assim, "analisando os dispositivos constitucionais, não há nenhuma restrição à sua concessão", apontou.

Flávio questionou também a legitimidade do Confaz, órgão no qual são celebrados convênios relativos a isenções, incentivos e benefícios fiscais, e, posteriormente, ratificados pelos governadores de cada Estado. "Primeiro, porque não é democrática a unanimidade exigida no Confaz. Segundo, porque não há legitimidade do Confaz, que é órgão integrado por membros não eleitos, ou seja, não pode agir em representação popular, pois isso vai contra os princípios constitucionais", avaliou.

Sobre a reforma tributária, o advogado disse ser contra a iniciativa: "Precisamos melhorar o sistema tributário, a forma de arrecadação e de relacionamento do Fisco com o contribuinte, mas não uma reforma como a que vem sendo prevista nas propostas das duas últimas décadas, pois seria extremamente ampla e sem fundamento", disse, explicando que as

propostas são "empurradas" por burocratas ou tecnocratas, e não consideram os interesses públicos.

Ele enfatizou que a Adial entende o seu papel de promover a discussão de um projeto específico sobre os incentivos fiscais. "O problema está na falta de normas, e quisemos dar um norte a essa questão, provocando o Congresso Nacional no sentido de trazer à tona a discussão", explicou. Foi apontada a necessidade da neutralidade da concessão, que Flávio considera um princípio republicano fundamental, pois impede que sejam beneficiadas apenas pessoas próximas ao poder.

Desonerar a produção

Outra questão defendida pela Adial é a subsidiariedade, pois o incentivo não resolve problemas, é apenas mais um elemento subsidiário a outras questões a serem resolvidas pelos governos. A adicionalidade no plano nacional e a autonomia na concessão – o incentivo deve ser para todos – são outros pontos abordados pelo projeto da Adial. O advogado deixou claro que é absolutamente contra o que chamou de autoincentivo, acreditando que os incentivos fiscais devem ser usados apenas para deixar de onerar a produção. "Somos radicalmente contra a concessão de qualquer tipo de financiamento ou empréstimo subsidiado a empresas", declarou.

A consolidação dos programas de incentivo, segundo Flávio, visa eliminar divergências entre os Estados, preservar os direitos dos contribuintes contratantes dos programas estaduais, respeitar o princípio da segurança jurídica e fortalecer o pacto federativo.

O advogado abordou o impacto dos incentivos fiscais nos negócios, tópico que considera estar diretamente ligado aos executivos de Finanças. Ele afirmou que dados do programa Produzir apontam que 10% do faturamento bruto das empresas referem-se a não tributação. Também indicou a ineficiência logística no Brasil, afirmando que os incentivos fiscais justificam o investimento de empresas em regiões do interior do País. Citou como exemplo a

"Ele [o incentivo fiscal] tem por objetivo a criação de novos empreendimentos ou a realocação de empreendimentos em outras unidades da federação, a geração de empregos diretos e indiretos, a criação e ampliação da cadeia produtiva, a formalização da economia e a redução da migração inter-regional, entre outras melhorias"

transportadora Caramuru, de Goiás, que tem o mesmo custo para levar a soja até o porto de Santos e para transportar a soja da Baixada Santista para a China.

A última colocação de Flávio tratou da cobrança do ICMS. A seu ver, esse imposto não deve ser cobrado no destino e, sim, no local onde é produzido, já que foi planejado para incidir sobre a circulação da mercadoria. "Manter o ICMS na origem é uma questão não só de inteligência, como de segurança jurídica", ponderou.

Na sequência, Roberto Goldstajn abriu espaço para as discussões e fez a seguinte consideração: "A meu ver, os incentivos fiscais devem ser usados apenas como mais uma ferramenta para favorecer o crescimento." Sobre colocar





André de A. Souza (Ernst & Young Terco), Antonio Luis Aulicino (IDS), Walter Machado de Barros (IBEF SP), José Alves Filho (Adial Brasil), Flávio Rodvalho (Adial Brasil), Keyler Carvalho Rocha (FEA-USP) e Roberto Goldstajn (Ernst & Young Terco)

São Paulo como grande centro consumidor, Roberto afirmou que o Estado não está conseguindo absorver toda sua produção, o que impede o desenvolvimento do País. “Traz-se muita gente de outras regiões como Norte, Nordeste e Sul, gerando alta concentração populacional, tornando necessária a reflexão sobre a expansão territorial. Nesse contexto, o incentivo fiscal é tratado como um prêmio para as empresas, uma válvula propulsora da economia nacional, e uma ferramenta para o desenvolvimento dos negócios”, argumentou.

Roberto disse considerar a Constituição Federal como grande inimiga neste campo, já que coloca a questão das competências, atribuindo a responsabilidade às empresas, para que se articulem junto aos secretários de Estado. “É muito importante desenvolver o conceito de relacionamento fiscal”, apontou.

Roberto frisou que 99% das grandes indústrias não possuem representação no Congresso Nacional, e que a articulação é fundamental. “O papel do parlamentar é justamente o de defender nossos interesses, mas devido à grande demanda imposta aos parlamentares, precisamos municia-los”, afirmou.

Medida inconstitucional

Em seguida, um dos presentes questionou se, no caso de a lei ordinária que rege os programas de incentivo for considerada inconstitucional, o contribuinte precisaria devolver todo o ICMS ao Estado. Flávio citou casos de leis consideradas inconstitucionais no Paraná, no Pará e em Rondônia, nos quais os governos não tinham condições de cobrar o ressarcimento, já que havia contratos assinados entre estes e os contribuintes. A solução foi a autorização, por parte do Confaz, para que os Estados não cobrassem os tributos. “O que é inconstitucional, já que o Confaz não tem essa competência. Foi uma solução política mal enjambada para o problema”, criticou.

José Alves, por sua vez, disse que a decisão do Confaz foi uma medida justa para resolver o impasse e que, se o problema tivesse sido resolvido por meios legais, poderia ter gerado fortes complicações para governadores e secretários de Fazenda, os quais poderiam ser indiciados pelo poder público. José Alves citou também a garantia que as empresas encontram nos decretos estaduais que lhes deram direito aos incentivos fiscais. Flávio ponderou que “todos os Estados que tive-

"São Paulo precisa aproveitar sua vocação para serviços e não desperdiçar sua força intelectual em atividades de produção"

ram suas leis julgadas inconstitucionais não geraram ônus aos contribuintes”.

Walter reconheceu que o tema é extremamente abrangente e complexo, por envolver diversos cenários, como a política econômica. “A implantação de incentivos fiscais em regiões menos privilegiadas economicamente contém o fluxo migratório, o que resulta em consequências sociais significantes em regiões como o Sudeste e Sul, que deixam de inflar seus grandes centros metropolitanos”, disse, enfatizando a fixação do homem em seu Estado de origem. Outro ponto apontado por Walter foi a utilização dos incentivos pelos Estados como argumento para defender seus interesses nas discussões da reforma tributária, tanto em ações protecionistas como eleitoreiras.

“Quando se opta por um incentivo fiscal, em vez de privilegiar a Receita, deve-se vislumbrar um projeto de desenvolvimento da empresa”, disse. E completou: “Devem ser considerados aspectos como *payback* e agregação de valor aos acionistas, além da promoção social, fixação dos empregados em seus Estados e otimização de recursos devido à mão de obra mais barata em função das pressões sociais e sindicais nos Estados mais desenvolvidos, o que gera competitividade, já que a aplicação de mão de obra intensiva é um fator de produção muito importante, que deve ser bem cuidado pelas empresas.”

“Minha visão, enquanto representante do IBEF e dos executivos de Finanças, é que devemos ver os incentivos fiscais não como um projeto de desenvolvimento político, mas como um projeto de desenvolvimento de nossas empresas”, afirmou, enfatizando a necessidade de sensibilizar os executivos de Finanças sobre a alocação de seus recursos, não apenas em caráter pontual, quando declaram o Imposto



Carmem Elizabeth Degenhardt (BRF Brasil Foods)

de Renda, mas também no planejamento estratégico, quando decidem sobre a localização regional de novas unidades, tendo em vista melhor retorno, sobretudo em empresas de capital aberto. Walter apontou a vantagem gerada em dividendos e liquidez e a importância de incentivar discussões de ordem política que auxiliem a evolução do tema junto ao Congresso. Flávio, por seu turno, acrescentou ainda a articulação positiva da imagem da empresa possibilitada pelas benesses sociais geradas por incentivos fiscais.

Práticas internacionais

José Alves complementou informando que a Adial investiu recursos para fazer um levantamento de como são as práticas internacionais de incentivos fiscais. Ele disse que as informações podem ser encontradas no site da Adial. Ele citou pontos fundamentais a serem considerados pelos executivos de Finanças, como a necessidade de ter pelo menos 40% do volume das vendas direcionado ao mercado interno, o que garante independência quanto ao mercado de exportação. Como exemplo citou o grupo Grendene, que garantiu competitividade no Brasil diante dos concorrentes chineses, graças a incentivos concedidos pelo governo.

Walter, por sua vez, lembrou das realizações do grupo direcionadas ao desenvolvimento social, aliando a pujança de suas empresas e as consequências positivas para as regiões nas quais se instalam.

José Alves citou a preocupação do presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, sobre incentivos fiscais oferecidos a indústrias americanas que se instalem em outros países, e sua argumentação com o Congresso americano, para que estes sejam concedidos apenas a empresas instaladas em território estadunidense – prática que, segundo José Alves, a OMC (Organização Mundial do Comércio)

entende como válida e que, no Brasil, se entende com sentido pejorativo. “Aqui se criam alguns dogmas que não correspondem à realidade internacional”, afirmou, refutando o termo guerra fiscal, que faz soar a política dos incentivos fiscais como vexatória.

José Alves pronunciou-se mais uma vez, defendendo que o incentivo fiscal é um benefício para o País, pois as empresas, além de levarem rentabilidade adicional a seus acionistas, estão prestando o serviço de levar progresso à região onde está instalada. José Alves argumentou que os Estados Unidos são grandes defensores dos incentivos fiscais e que, na China, estes são uma prerrogativa dos municípios, o que confirma a importância dada pelo governo chinês ao instrumento como um atrativo de investimentos produtivos. “O Brasil anda na contramão da história, querendo coibir o que o mundo entende que é uma prática salutar”, disse, apontando, ainda, investimentos da União Europeia para alavancar a economia de Portugal e da Alemanha Oriental.

Foi discutida a maneira indisciplinada e, não raro, desonesta como é feita a concessão de incentivos fiscais, mas considerou-se que o Brasil teria mais facilidade para trabalhar com os incentivos, por sua alta taxa de tributação, do que outros países.

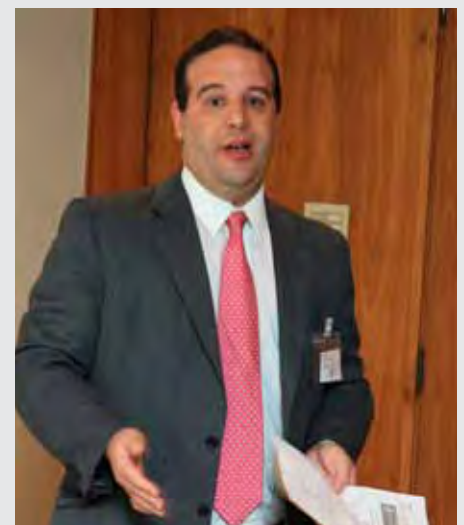
José Alves reiterou que os incentivos fiscais estão garantindo maior empregabilidade e maior renda para os trabalha-

“Cada Estado tem sua competência, o que permite divergências com ausência de respostas. Quando um Estado decide conceder créditos, está interferindo na política de outros, o que deixa clara a necessidade de mudança constitucional”

dores, sendo esses critérios fundamentais para a concessão em países como os EUA, e afirmou que a crise de 2008 evidenciou a importância dos governos mundiais como geradores de empregos. Ele considerou, ainda, o exemplo da recente isenção do IPI para apontar que o País mostrou como é relevante trabalhar não só na taxação da infraestrutura, mas também na da comercialização. “Temos muito que aprender, mas o incentivo fiscal é uma mola do progresso econômico”, concluiu.

Flávio finalizou considerando que é necessária a interlocução das empresas e associações como a Adial com o Congresso Nacional, para interferir nos rumos da legislação, e que aceita sugestões e discussões para melhorar as propostas enviadas ao órgão governamental.

Roberto encerrou o evento agradecendo a todos pela presença e convidando-os para os próximos eventos da Subcomissão de Tributos. ■



Roberto Goldstajn, coordenador da Subcomissão de Tributos e gerente sênior da Ernst & Young Terco



O futuro da previdência

Diretor superintendente do Instituto de Previdência de São Paulo, o professor José Roberto Ferreira Savoia esclareceu onde estão as falhas do sistema atual

A Comissão Técnica do IBEF SP recebeu no dia 29 de outubro de 2010 o professor José Roberto Ferreira Savoia, bacharel, mestre e doutor em Administração pela USP (Universidade de São Paulo), pós-doutorado pela Columbia University e diretor superintendente do Instituto de Previdência de São Paulo. André de Araújo Souza, presidente da Comissão Técnica do IBEF SP, abriu o evento, informando que o professor exerceu os cargos de secretário de Previdência Complementar entre os anos 2000 e 2003 – estando ligado ao Ministério da Previdência Social – e de membro do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, do Conselho Nacional de Seguros Privados e da Câmara de Saúde Suplementar do Ministério da Saúde. André enfatizou a relevância do tema para os executivos do IBEF SP, lembrando que ele tem sido discutido também em outras regiões do mundo, como a Europa.

O professor José Roberto Savoia recordou que André já havia sido seu aluno e agradeceu a oportunidade de ser palestrante no IBEF SP. Ele lembrou também que o assunto não foi amplamente discutido durante as campanhas eleitorais de 2010. José Roberto informou que o tema é amargo para os políticos, gerando perda de votos, e citou que, historicamente, governantes que fizeram mudanças neste sentido acabaram não se reelegendo. “Existem forças lutando para que se aumentem os benefícios, mas não há convergência no sentido de gerar equilíbrio entre estes benefícios e os recursos dos quais eles provêm”, afirmou.

O especialista informou que a situação previdenciária no Brasil é peculiar e contraditória, e que diversos outros países passaram a ter a necessidade de fazer mudanças neste sentido. “A maior parte dos regimes de previdência que existem hoje sofreram ajustes significativos a partir da década de 70”, disse o professor, observando que, naquela época, não se falava em globalização e os países não possuíam relações tão intensas como atualmente. Da mesma forma, o Estado era o principal provedor de seguridade aos indivíduos. José Roberto informou também que a previdência complementar surgiu no Brasil de forma regulada em 1979.

"Existem forças lutando para que se aumentem os benefícios, mas não há convergência no sentido de gerar equilíbrio entre estes benefícios e os recursos dos quais eles provêm"

"Já estamos gastando mais com previdência do que seria ideal para um país como o nosso"

"Nós vamos viver mais, o que se torna uma grande preocupação para os orçamentos públicos"

José Roberto Ferreira Savoia, diretor superintendente do Instituto de Previdência de São Paulo



Mudança de cenário

A questão do emprego naquele tempo era constituída em uma relação binária: estar ou não estar empregado, não havendo mobilidade. O homem era o grande provedor da família, que se apoiava sobre bases estáveis. Além disso, a especialização profissional durava toda a vida laboral do indivíduo. Outro aspecto importante era a estrutura demográfica relativamente estável. O professor explicou que a grande maioria das pessoas estava trabalhando, enquanto uma pequena parcela recebia os benefícios da previdência. Hoje, essas quantidades tendem a equilibrar-se, devendo chegar à equivalência nos próximos trinta anos, sendo que, hoje, no Brasil, há uma relação de um aposentado para a média de 1,4 trabalhadores ativos.

No novo cenário, a globalização traz a maior competição entre os países, que não podem mais gastar as mesmas quantias. As nações precisam ter austeridade na avaliação do resultado fiscal e José Roberto afirmou que a próxima grande discussão dentro do governo deve ser a reforma previdenciária. “Já estamos gastando mais com previdência do que seria ideal para um país como o nosso”, avaliou.

A mudança da natureza do trabalho também suscita modificações no sistema previdenciário. O professor comentou o exemplo da Europa, onde muitos profissionais preferem trabalhar seis horas por dia, em vez de oito, principalmente mulheres que querem se dedicar mais ao contato com seus filhos. A tendência de flexibilização da jornada de trabalho, que possibilita que algumas pessoas tenham duas ou até três ocupações, também foi citada pelo especialista, que apontou que isto influencia na forma como a contribuição previdenciária será recolhida.

A mobilidade internacional dos profissionais gera a necessidade de regulação por meio de acordos entre os países. José Roberto afirmou que o Brasil possui vários acordos e deve ratificar um novo, com os Estados Unidos, em breve. Tal documento estabelecerá que profissionais intercambiários entre as duas nações num prazo de até cinco anos recolham seus benefícios no país de origem.

Atualmente, as estruturas familiares são mais fluidas e, no caso brasileiro o idoso é “o guardião da estabilidade da família”, sustentando a maior parte das necessidades do núcleo familiar

Atualmente, as estruturas familiares são mais fluidas e, no caso brasileiro, segundo o professor, o idoso é “o guardião da estabilidade da família”, sustentando a maior parte das necessidades do núcleo familiar. José Roberto informou que o nível de pobreza entre os idosos é baixo, sendo elevado entre a população jovem.

Há ainda a demanda por novas especializações, gerada pela velocidade das informações e pelas mudanças tecnológicas, que leva a uma depreciação da capacidade de trabalho do indivíduo, o qual precisa estar se reciclando constantemente e buscando atualização.

Ocorre também, atualmente, uma mudança demográfica que afeta diretamente a previdência: “Nós vamos viver mais, o que se torna uma grande preocupação para os orçamentos públicos”, definiu José Roberto. O professor informou que, em 1991, a expectativa de vida média dos brasileiros de ambos os sexos era de sessenta e seis anos, sendo que em 2010 chegou a setenta e quatro anos. Isolando o sexo masculino, a média de expectativa entre as mulheres em 2010 é de 78 anos de vida (acompanhe pelo quadro 1).

Outra tendência é que os filhos deixem a casa dos pais cada vez mais tarde, o que gera despesas extras significativas para quem sustenta o lar.



Marcia Kitz (Banco Luso Brasileiro)



José Roberto afirmou também que padrões de trabalho mais diversos criarão restrições para a manutenção e ampliação da cobertura da previdência.

O especialista previu ainda que as novas estruturas familiares criarão necessidades adicionais de apoio a idosos e crianças e informou que o gasto do governo federal com a previdência é duas vezes maior que a soma do gasto com educação e saúde. A discrepância culmina na seguinte situação: o aposentado tem aumentos em seu benefício, mas a despesa decorrente da deficiência do sistema público de saúde gera prejuízo no orçamento pessoal e familiar. Ou seja, cria-se uma situação ilusória de progresso. Na esteira destes fatos, José Roberto afirmou que a saúde será outro tema que a próxima gestão do País discutirá de forma bem mais acalorada.

José Roberto relatou que a educação ainda tem o suporte dos âmbitos municipal e estadual, sendo por eles razoavelmente provida, mas enfatizou que a saúde precisa de atenção redobrada. Os hospitais municipais de São Paulo, por exemplo, foram criados para atender servidores públicos, mas estes representam atualmente apenas 30% do contingente de pacientes destas instituições. “70% do espaço tem sido destinado a atender pacientes do SUS (Sistema Único de Saúde), ou seja, pessoas que deveriam ser tratadas pela União, que não possui recursos ou equipamentos para realizar estes serviços. O SUS cobre apenas 15% das despesas referentes a estes atendimentos”, revelou.

Desta forma, José Roberto mostrou que fatores demográficos, econômicos e político-institucionais geram custos crescentes para a seguridade, o que vem resultando num baixo nível de poupança e afiliação. Isto porque manter o vínculo empregatício e a regularização das empresas é um processo caro para o contribuinte, o que estimula a informalidade – situação de 47% dos trabalhadores no Brasil. “A informalidade é mais intensa nos setores rural e comercial, sendo menos significativa na indústria. Este fenômeno

é extremamente prejudicial ao sistema previdenciário, já que trabalhadores informais não contribuem, mas possuem o direito de receber o benefício de um salário mínimo após os sessenta anos de idade”, explicou.

Assim, estes gastos acabam se refletindo na curva ascendente para o valor dos impostos. “Quando não se discutem as questões que são relevantes, elas chegam ao cidadão de forma indireta, incomodando-o, mesmo que haja displicência. E é isso que acaba levando a um baixo crescimento econômico”, esclareceu.

Entraves do sistema atual

José Roberto apresentou os dados mais recentes disponíveis pela previdência social (2008), segundo os quais a população total no Brasil é de 189 milhões de habitantes, e a PEA (População Economicamente Ativa) é de 99,5 milhões, dos quais 56,6 milhões possuem algum tipo de cobertura previdenciária. Destes 56,6 milhões de brasileiros, 42 milhões estão dentro do RGPS (Regime Geral de Previdência Social), enquanto 7,2 milhões recebem aposentadorias rurais.

A população acima de sessenta anos representa 8,9% da população e destes, 7% são aposentados, ou seja, a previdência atende bem o idoso no Brasil (cerca de 80%), inclusive comparando-se com padrões internacionais.

José Roberto afirmou que o total de aposentados no Brasil é de 12,9%, e concluiu que aproximadamente 4% dos aposentados possuem menos de sessenta anos de idade, pois a idade média de aposentadoria no Brasil é 55 anos. Dessa forma, o professor sugeriu que a idade mínima de aposentadoria fosse 60 anos, o que, ao longo do tempo, reduziria os gastos significativamente.

O especialista informou ainda que as despesas totais da previdência correspondem a 13,6% do PIB (Produto Interno Bruto), sendo que somente os gastos no setor público representam 4% do PIB. O benefício médio do INSS em setembro de 2010 foi de R\$ 864,00, enquanto os regimes de Estados, prefeituras e União pagaram, em média, R\$ 6.000,00. Dados de 2002 mostram que qualquer possibilidade de reforma previdenciária no Brasil irá esbarrar numa resistência muito forte destes setores (ver quadro 2).

O professor disse que as reformas precisam ser realizadas de forma negociada, e sugeriu que elas devem valer para quem entra no mercado de trabalho a partir do momento em que forem estabelecidas. O aumento necessário da idade mínima para a aposentadoria deve ser feito progressivamente ao longo do tempo. José Roberto citou o exemplo do Japão, onde são feitos ajustes nas regras a cada cinco anos. Já na França, as reformas que ocorreram no início da década de noventa e de 2003 foram precedidas de anos de discussões no Congresso e mobilização da sociedade.

Sobre a relação quantitativa entre contribuintes e beneficiários, José Roberto afirmou que caiu de 7,89 na década de 50 para 1,2 no ano de 2009 (ver quadro 3), o que demonstra nitidamente a dificuldade de manter o sistema, sendo que, atualmente, o valor total em reais das contribuições não paga o total de benefícios.



Sergio Volk (Magno Consultores), José Roberto Ferreira Savoia (palestrante) e André de A. Souza (Ernst & Young Terco)

Mediante pergunta da plateia, José Roberto esclareceu que grande parte da distorção causada no sistema pelos benefícios do Ministério Público da União vem do fato de seus profissionais se aposentarem no auge da carreira e dos salários, recebendo, proporcionalmente, mais do que contribuíram. O professor informou que a contribuição dos funcionários públicos necessária para manter o atual nível de pagamento dos benefícios deveria ser de 50% do salário, mensalmente, caso fosse implementada a reforma do governo Lula – o que comprova a inviabilidade do sistema vigente.

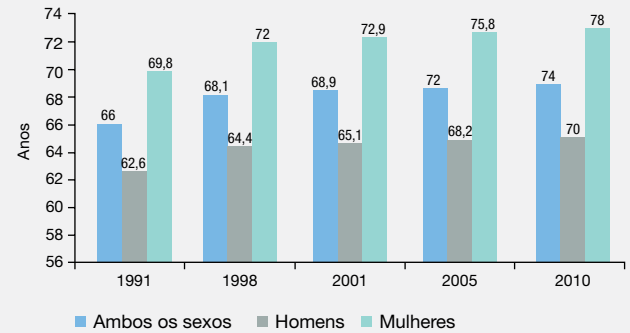
José Roberto mostrou que a situação pode agravar-se ainda mais, com o aumento do número de idosos. “Em 2010, 6,8% da população está acima dos sessenta e cinco anos e este número deve chegar a 9,0% em 2020”, disse, enfatizando que a população idosa será expressivamente maior que o número de jovens de zero a catorze anos e prevendo a tendência do crescimento do setor de serviços para a terceira idade.

O especialista avaliou também a necessidade de uma mudança cultural com relação à inserção do idoso na sociedade brasileira, aspecto que já está muito avançado nas civilizações europeias. “De certa forma, existe também uma mudança do poder, que antes estava concentrado no jovem, para as mãos dos idosos”, indicou, observando a capacidade de mobilização política e influência na formação de opinião que os mais velhos possuem.

O professor mostrou que é um contrassenso o jovem não querer estender a idade mínima para aposentar-se, já que irá viver bem mais do que se vive hoje. Outra dissonância está em achar que, com a extensão da idade mínima, não haverá postos de trabalho para os jovens. “A Europa já errou nisso nas décadas de oitenta e noventa. Ela promoveu a aposentadoria precoce, muito incentivada pelos fundos de pensão, o que não contribuiu para a abertura de vagas para os mais novos”, relatou, lembrando que as ocupações destinadas aos mais velhos são muito mais imbuídas de técnica, experiência e conhecimento do que as abertas aos recém-formados. ■

Quadro 1 - Evolução da expectativa de vida ao nascer no Brasil (1991 a 2010)

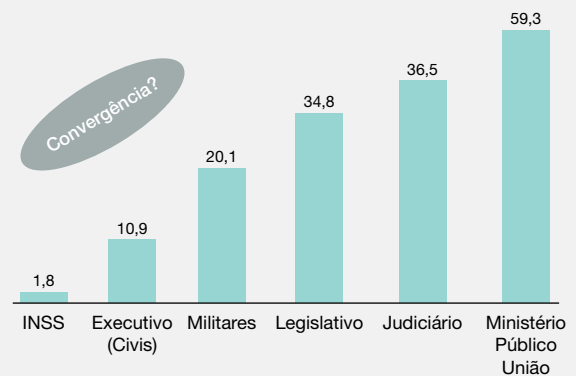
Houve um ganho de 6 anos de expectativa de vida entre 1991 e 2006, ou seja, quase cinco meses a cada ano



Fonte: IBGE – JRFS.

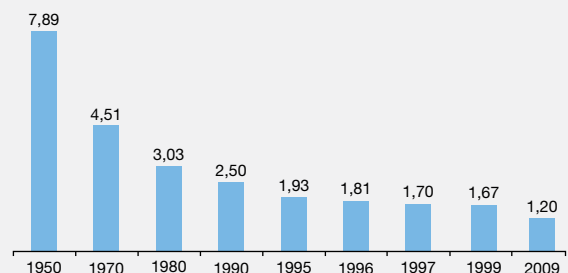
Quadro 2 - Valor médio das aposentadorias

Em salários mínimos



Fonte: Fonte: Boletim Estatístico da Previdência Social, SRH/MPOG; STN/MF, setembro 2002, compilado por ABRAPP.

Quadro 3 - Relação entre contribuintes e beneficiários da Previdência



Fonte: MPAS/JRFS.

Os rumos de um Brasil promissor

Camila Barone e Paula Craveiro

Especialistas em Economia e CEOs de empresas nacionais e multinacionais opinam sobre o cenário econômico e político do País para o novo ano

Países que detinham a soberania no crescimento econômico mundial estão se confrontando com um novo cenário: o mundo multipolar, onde os países do BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China) são a grande promessa de desenvolvimento.

Os Estados Unidos, por exemplo, apresentam uma difícil e lenta recuperação da crise do subprime, desencadeada em 2006. A Europa, mergulhada na pior crise financeira desde a 2ª Guerra Mundial após os alarmantes sinais emanados pelas economias grega e irlandesa, levará alguns anos para se recuperar totalmente.

Além disso, é provável que depois da Grécia e Irlanda, outros países europeus passem por crises econômicas sérias. Portugal tende a se apresentar como o próximo país a aceitar um pacote de ajuda do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da União Europeia. E, em um panorama um pouco mais agravado, Espanha e Itália, provavelmente, precisarão de pacotes similares. Enquanto isso, a economia chinesa começa a dar sinais de esgotamento em sua fase de megacrescimento, iniciando um período mais moderado.



“Em 2011, a meu ver, a grande incógnita continuará sendo a Europa. No mercado, são poucos os economistas e analistas que têm uma visão tão pessimista como a que vi apresentada recentemente pela área de análise de uma corretora líder no mercado, que insiste em sinalizar sérios problemas na Espanha. A maioria embutiu em suas projeções ‘apenas’ o crescimento lento dos países ricos. Outra peça importante para 2011 é a China: uma pequena desaceleração já foi incorporada às análises, mas longe de apresentar uma grande pisada no freio”, comenta Marcelo Smarrito, sócio da InvestPartner Investimentos.

O Brasil, comparativamente às nações do mundo desenvolvido, se apresenta em uma situação mais favorável do ponto de vista financeiro: o real é uma das moedas mais valorizadas na atualidade e a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), apesar de tender a um leve declínio nos próximos anos, ainda será elevada, se comparada às demais nações.

O País atrairá muitos investimentos no setor de exploração de petróleo e minerais, na agricultura e em infraestrutura – visando preparar-se para eventos como a Copa do Mundo de 2014 e os Jogos Olímpicos de 2016 –, além de concluir diversas obras relacionadas ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Todos esses investimentos gerarão milhares de empregos em setores como o da construção civil, transporte e hotelaria e,



Alexandre Crispinelli

"Se o Brasil fosse completamente isolado do resto do mundo, as perspectivas econômicas para 2011 seriam bastante positivas, mas, obviamente, não somos. Os países ricos continuam em uma situação econômica frágil e em um contexto fiscal ainda pior. Não ficarei nem um pouco surpreso se um ou mais países europeus derem o calote em suas dívidas públicas e/ou forem forçados a sair da zona do Euro"

Ricardo Amorim
(Ricam Consultoria)

consequentemente, na indústria de materiais de construção e insumos agrícolas.

Apesar desse cenário, o economista Ricardo Amorim não acredita que a expectativa para 2011 seja promissora. “Se o Brasil fosse completamente isolado do resto do mundo, as perspectivas econômicas para 2011 seriam bastante positivas, mas, obviamente, não somos. Os países ricos continuam em uma situação econômica frágil e em um contexto fiscal ainda pior. Não ficarei nem um pouco surpreso se um ou mais países europeus derem o calote em suas dívidas públicas e/ou forem forçados a sair da zona do Euro”, afirmou. “Se isto acontecer, a crise ficará mais profunda e

se estenderá às economias europeias que hoje parecem mais sólidas, como a Alemanha. Neste caso, dificilmente não teremos uma nova crise global, na qual o Brasil certamente também será afetado”, aponta o economista, que também é presidente da Ricam Consultoria.

Em contrapartida, para Enéas César Pestana Neto, CEO do Grupo Pão de Açúcar, as expectativas para o próximo ano são extremamente positivas. “Temos enorme confiança na continuidade da política econômica e no crescimento sustentável do Brasil. Esse prognóstico está baseado em fatos que são determinantes em nosso negócio e para a economia do País, como a redução consistente nas taxas de desemprego e a distribuição de renda real.”

A mesma visão otimista é compartilhada por Wagner Mar, presidente da Audimar Consultoria Empresarial. “Minhas perspectivas em relação à política econômica são otimistas. Creio que o Brasil seguirá com um bom desempenho dos principais fatores econômicos e sociais, provavelmente de maneira menos pujante do que nos anos anteriores. Acredito que o PIB deverá crescer em torno de 4% a 5% nos próximos dois anos, com possibilidades concretas de maior crescimento a partir de 2013, caso a nova presidente não altere significativamente as políticas atualmente vigentes, em particular as metas de inflação, câmbio e política fiscal”, afirma.

"Temos enorme confiança na continuidade da política econômica e no crescimento sustentável do Brasil. Esse prognóstico está baseado em fatos que são determinantes em nosso negócio e para a economia do País, como a redução consistente nas taxas de desemprego e a distribuição de renda real"

Enéas César Pestana Neto
(Grupo Pão de Açúcar)



Divaldo Roberto

"Ela [Dilma] enfrentará uma inversão de expectativa. Para lidar com isso, não bastará repetir a política do 'feijão com arroz' nem vir com aquela conversa de Copa do Mundo e Olimpíadas. O rumo da prosa terá de envolver matérias substanciais, que deixem a marca da administração voltada para o novo e para o futuro"

Paulo Rabello de Castro
(Economista)

"Nesse contexto, o Brasil deve ter um ano positivo. Dentre as projeções coletadas pela InvestPartner, a menor é de um crescimento de 4,3% do PIB. O câmbio continuará comportado, a inflação pressionada para cima (mas não superior ao teto da meta) e as famigeradas taxas de juros em alta são outras previsões predominantes. Já o desempenho da balança comercial dependerá fundamentalmente do preço das *commodities*", completa Smarrito.

Governo Lula

Para Linomar Barros Deroldo, diretor-presidente da Concessionária de Rodovias Tebe, nestes oito anos de governo Lula, de modo geral, houve uma melhora significativa principalmente nas áreas econômica e social. "Há de se destacar que tal desenvolvimento fundamentou-se na estruturação do País feita pelo presidente Itamar Franco e, especialmente, pelo governo de Fernando Henrique Cardoso. Além disso, Lula soube aproveitar o momento desenvolvimentista e de expansão monetária que viveu o mundo até dois anos atrás. As grandes frustrações ficaram por contas dos



Perspectivas políticas e econômicas para 2011

Cláudio Salce, CEO da Papyrus Indústria de Papel

"O segmento de celulose e papel, no Brasil, vive o paradoxo de ser o maior e mais competitivo produtor de celulose fibra curta mundial, com pesados investimentos previstos para os próximos anos, e, muito embora seja a matéria-prima principal da fabricação de papéis, não consegue a mesma performance da celulose, sendo afetado pelos custos internos dos demais insumos, os quais são inflados pelas particularidades brasileiras, tais como impostos em cascata, ônus tributários dos investimentos e precariedade da infraestrutura, entre outros. Em resumo, enquanto o mundo, em especial os asiáticos, exporta incentivos, nós temos que embutir nossos impostos nos preços. O segmento de papel conta também com a atenção dos governos federal e estaduais, no sentido de equacionar definitivamente dois pontos fundamentais: a desoneração tributária de 17% nos investimentos; e a fiscalização das importações destinadas à impressão de livros e periódicos que gozam de imunidade tributária, uma vez que expressiva quantidade dessas importações são direcionadas para utilização comercial, que deveriam ser tributadas, gerando evasão fiscal e proporcionando concorrência desleal aos produtores nacionais."

Vilson Simon, diretor-presidente da Intervet/Schering-Plough Animal Health

"Em linhas gerais, o modelo econômico deve seguir o mesmo formulado durante o governo Lula, com ajustes para um modelo mais desenvolvimentista. Os fundamentos macroeconômicos estão bem alinhados. O Banco Central, preservando sua autonomia, deverá continuar focado nas metas de inflação por meio da ferramenta da gestão dos juros. Preocupações oriundas do mercado global, como as crises da Irlanda e os efeitos sobre a Europa e a guerra cambial entre China e Estados Unidos, já estão consideradas na pauta. As metas de crescimento do PIB já foram revistas e há uma sinalização muito contundente de um controle mais rigoroso nos gastos públicos. Acredito que em 2011 teremos um ano de crescimento do PIB na ordem de 4,5% a 5%, o que é muito bom para o Brasil. O setor do agronegócio seguirá firme apesar das adversidades do efeito cambial sobre a exportação. A meu ver, de modo geral, o cenário é bastante positivo."

Paulo Rabello de Castro, doutor em Economia, conselheiro de empresas e autor de livros como *A Grande Bolha de Wall Street*, Editora Fecomercio/Cultura

"A pauta mais importante do País, se Dilma quiser manter a indústria brasileira viva contra a brutal competição chinesa e asiática, nos remete à aprovação de uma nova estrutura tributária, com menos impostos, mais simples e transparentes na hora de pagar, e mais inteligentes no momento de distribuir receitas fiscais aos entes públicos gastadores da verba pública. Ela tem uma reforma fiscal e política para aprovar em 2011. Tempo curto, que não pode ser desperdiçado com o susto de uma inflação em alta. É hora, portanto, de o Banco Central se antecipar e agir de imediato."

Antônio Delfim Netto, economista, professor da Universidade de São Paulo, ex-deputado federal e ex-ministro da Fazenda, da Agricultura e do Planejamento

"O Brasil é hoje o único país com farofa disponível na mesa do mercado internacional. Por isso o dinheiro vem para cá. Não é possível controlar o câmbio com medidas fiscais, como a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). O ministro (da Fazenda) Guido Mantega sabe disso. Ele elevou o IOF em legítima defesa, porque a valorização cambial está destruindo um sistema sofisticadíssimo de produção que foi construído ao longo dos anos. Mas, para resolver a situação de forma duradoura, teremos de caminhar para uma taxa de juro real de 2% ou 3%. Isso é fundamental. Quando tivermos essa taxa, não vai mais ser preciso se preocupar com o câmbio."

escândalos não elucidados, desde o 'mensalão' até as últimas denúncias de desvios da Casa Civil. Destaco ainda a política externa com pouquíssimos resultados e muitos constrangimentos", completa.

"Este governo manteve os princípios de uma economia de mercado e permitiu que o setor de seguros continuasse crescendo", avalia José Marcelino Ríden, diretor-presidente da Berkley International do Brasil. "Acredito que o Brasil encontrou seu caminho. Temos instituições que nos permitem confiar no desenvolvimento contínuo de nossa economia e da qualidade de vida. É muito importante termos a visão de que precisamos seguir em um modelo de economia de mercado. Eventuais retrocessos oportunistas podem comprometer todo o avanço conquistado."

Gustavo Henrich, diretor-técnico da J. Malucelli Seguradora, acredita que os últimos anos obtiveram resultados positivos para o País. "Entendo que as grandes virtudes do atual governo foram a manutenção austera da política econômica e os investimentos realizados em infraestrutura, principalmente no segundo mandato. A redução do desemprego, o aumento do poder aquisitivo da população brasileira e a crescente oferta de crédito também foram fatores que proporcionaram um incremento de vendas de automóveis, residências, planos de saúde, previdência privada, entre outros. Este comportamento do consumidor refletiu diretamente no mercado."



A redução do desemprego, o aumento do poder aquisitivo da população brasileira e a crescente oferta de crédito também foram fatores que proporcionaram um incremento de vendas de automóveis, residências, planos de saúde, previdência privada, entre outros. Este comportamento do consumidor refletiu diretamente no mercado"

Gustavo Henrich
(J. Malucelli Seguradora)

Novo governo

Empossada em 1º de janeiro, a presidente Dilma Rousseff governará por quatro anos a sétima maior economia mundial, posto que o Brasil alcançará ainda este ano, segundo a projeção mais recente do Fundo Monetário Internacional (FMI), divulgada no quarto trimestre de 2010. Essa não é a primeira vez que o País chega nessa posição. A última foi em meados dos anos 1990, mas o Brasil só sustentou a posição por dois anos, indo ladeira abaixo a partir de 1996, até baixar ao 12º lugar em 2002. Desde então, a volatilidade do crescimento econômico do País diminuiu. O resultado é que a projeção do FMI indica que o Brasil permanecerá

na sétima posição até, pelo menos, 2015, último ano para o qual há previsões.

De acordo com especialistas, para que o peso econômico do Brasil continue se traduzindo em crescente voz política, Dilma terá de consolidar os avanços alcançados pela política externa de Lula, como a posição de maior destaque nos fóruns globais. Mas precisará também lidar com seu legado polêmico, que inclui aproximação com o governo do Irã e críticas a dissidentes cubanos.

Para Ilan Goldfajn, economista-chefe do Itaú Unibanco, "a manutenção da política fiscal expansionista mesmo após o Brasil ter emergido da crise e a declaração recente do ministro da Fazenda, Guido Mantega, que disse não haver relação entre controle do gasto público e o nível de juros no País, alimentam esses questionamentos. Uma política fiscal menos rigorosa torna o tripé capenga ao forçar um aumento de juros e, com isso, uma taxa de câmbio mais valorizada", diz.

Segundo Paulo Rabello de Castro, doutor em Economia e conselheiro de empresas, lidar com a degradação do panorama externo será o primeiro grande desafio da presidente Dilma. "Lula somente se preocupou com isso a partir de 2008, quando estava na metade de seu segundo mandato. Lidar com as expectativas do público será o segundo desafio de Dilma. Com sua oratória propositadamente improvisada, o presidente Lula se apropriou de tudo que

"A manutenção da política fiscal expansionista mesmo após o Brasil ter emergido da crise e a declaração recente do ministro da Fazenda, Guido Mantega, que disse não haver relação entre controle do gasto público e o nível de juros no País, alimentam esses questionamentos. Uma política fiscal menos rigorosa torna o tripé capenga ao forçar um aumento de juros e, com isso, uma taxa de câmbio mais valorizada"

Ilán Goldfajn
(Itaú Unibanco)



emergia de bom a partir da estabilização da moeda, como nunca ocorrido anteriormente no discurso político de um presidente brasileiro”, comenta.

Dilma precisará administrar a expansão do crédito já em curva descendente, a elevação do gasto corrente e os aumentos reais de salários. “Ela enfrentará uma inversão de expectativa. Para lidar com isso, não bastará repetir a política do ‘feijão com arroz’ nem vir com aquela conversa de Copa do Mundo e Olimpíadas. O rumo da prosa terá de envolver matérias substanciais, que deixem a marca da administração voltada para o novo e para o futuro”, ressalta Paulo Rabello.

É fato que a presidente Dilma recebe um governo muito melhor do que Lula recebeu. “A diferença é que Lula assumiu o governo quando vinha ventania de popa. Já Dilma o receberá com ventania de proa”, diz o economista e ex-ministro da Fazenda, da Agricultura e do Planejamento, Antônio Delfim Netto.

Para ele, a ajuda que o crescimento da economia mundial deu ao período Lula está terminando ou já terminou. Neste novo cenário, a nova presidente precisará de muito mais força do mercado interno se quiser manter seu ritmo de crescimento para continuar a distribuir renda. “Em 2030, o Brasil precisará dar emprego de boa qualidade a 150 milhões de pessoas com idades entre 15 e 65 anos. E isso não será feito exportando alimentos e minerais. Por mais complexas que sejam essas cadeias, precisa-se de uma economia de serviços e industrial muito mais competitiva. Competição é o nome do jogo”, assevera.

Perspectivas políticas

Além da instabilidade econômica mundial, o Brasil passará por uma mudança de seus governantes federais, estaduais e do



Perspectivas políticas e econômicas para 2011

Wagner Mar, presidente da Audimar Consultoria Empresarial

“Acredito que o novo governo manterá, ao menos neste primeiro ano, rigorosamente a mesma política adotada pelo presidente Lula. No entanto, creio que haverá marcantes alterações ao final do primeiro ano do mandato por duas razões específicas. Primeiro, Dilma não conseguirá manter a mesma ascendência aos partidos políticos que Lula possui, o que poderá levar a confrontos de várias naturezas; segundo, as condições econômicas nos principais países desenvolvidos não será tão favorável, o que refletirá em nossa economia interna, levando fatalmente à pressões para alterações no rumo das políticas vigentes. Em relação à minha área de atuação – prestação de serviços de auditoria e consultoria empresarial –, acredito que esta deverá se manter sem grandes alterações, tanto na carteira de clientes quanto no faturamento.”

Mailson da Nóbrega, ex-ministro da Fazenda e sócio da Tendências Consultoria Integrada

“Se visto da pobreza das ações em prol do crescimento futuro, o resultado dos dois mandatos de governo Lula é medíocre. Ele pouco fez para combater as deficiências estruturais da economia, embora contasse com elevada popularidade e ambiente econômico favorável. Contudo, se levarmos em conta que ele bloqueou as desastrosas ideias econômicas de seu partido, o Brasil lhe fica devendo muito. Fruto de uma extraordinária intuição, ele percebeu os riscos da ruptura na política econômica. Isso exigiu capacidade de renúncia a velhos ideais e habilidade para lidar com a decepção de seus companheiros. O êxito de Lula não decorreu apenas da manutenção da política econômica e da sorte advinda da forte expansão da economia mundial. A ele se deve também a consolidação e ampliação dos programas sociais da era FHC. Lula deixou o governo sem realizar as grandes reformas de que carece o País. A concessão de estradas federais esperou sete anos; a rigidez orçamentária piorou com a elevação dos gastos de pessoal e os aumentos insustentáveis dos benefícios previdenciários; o aparelhamento piorou as ineficiências do Estado. Os maus resultados estão aí. Períodos de forte crescimento resultam geralmente de mudanças passadas. Lula se beneficiou das ações de outros governos, mas pouco plantou para futuras colheitas. Mesmo assim, é positiva a comparação entre o que não fez e o que evitou que se fizesse. As conquistas estão preservadas.”



Dilma certamente não terá a popularidade de Lula e pode até se desgastar no primeiro ano de governo, dependendo da intensidade do ajuste fiscal que pretende fazer. Certo grau de desgaste pode também ocorrer em razão de sua inexperiência – ou de certo autoritarismo que lhe é atribuído – no relacionamento com o Congresso. Mas, por enquanto, tudo isso é apenas especulação”

Bolívar Lamounier
(Augurium Consultoria)

Legislativo no novo ano, e haverá, ainda, a adoção de novas políticas, principalmente na área econômica, que gerarão expectativas – tanto positivas quanto negativas – daqueles que acompanham os cenários nacional e internacional. “A linha geral da política econômica do governo Dilma será similar à do governo Lula que, por sua vez, foi similar à do governo Fernando Henrique, e isto é ótimo. O Brasil se tornou um país mais previsível, onde as instituições estão mais sólidas e as mudanças presidenciais significam apenas pequenos ajustes de política econômica e não grandes mudanças de rumo, como ocorria no passado”, aponta Amorim.

Com opinião similar, Bolívar Lamounier, sócio-diretor da Augurium Consultoria, declara que a presidente Dilma Rousseff não deverá ter problemas de governabilidade. “Graças à aliança PMDB-PT e ao apoio de partidos menores, a presidente Dilma terá ampla maioria tanto na Câmara como no Senado. Cabe a ressalva de que as propostas legislativas dela ainda não são conhecidas, portanto, não sabemos se será uma agenda conflituosa, de difícil digestão pelo Congresso, mas, em princípio, ela tem a governabilidade assegurada. Dilma certamente não terá a popularidade de Lula e pode até se desgastar no primeiro ano de governo, dependendo da intensidade do ajuste fiscal que pretende fazer. Certo grau de desgaste pode também ocorrer em razão de sua inexperiência – ou de certo autoritarismo que



"Nos dois últimos anos do governo Lula a situação fiscal piorou rapidamente, associada a algo lamentável como foi a destruição sistemática de princípios, valores, normas e códigos que o Brasil tinha construído nos últimos anos e que geraram um sistema fiscal transparente e previsível"

Mailson da Nóbrega
(ex-ministro/Tendências Consultoria Integrada)

lhe é atribuído – no relacionamento com o Congresso. Mas, por enquanto, tudo isso é apenas especulação. Dúvidas desse tipo somente irão se esclarecer quando ela começar de fato a governar”, opina.

Segundo Mailson da Nóbrega, ex-ministro da Fazenda e sócio da Tendências Consultoria Integrada, a questão fiscal será um dos principais desafios que o governo Dilma enfrentará. “Nos dois últimos anos do governo Lula a situação fiscal piorou rapidamente, associada a algo lamentável como foi a destruição sistemática de princípios, valores, normas e códigos que o Brasil tinha construído nos últimos anos e que geraram um sistema fiscal transparente e

previsível”, afirma Nóbrega. “Esse governo chegou ao ponto inacreditável de construir riqueza aumentando a dívida, o que é inédito no mundo.”

Para ele, o governo Dilma tem uma dupla missão fiscal: cortar gastos e restabelecer as regras transparentes do superávit primário.

De acordo com Alexandre Schwartzman, economista-chefe do Grupo Santander Brasil e ex-diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, “a prioridade do novo governo deve ser atacar de forma mais séria a questão fiscal, uma vez que o Brasil tributa muito e gasta muito, se comparado com países que possuem renda *per capita* parecida. Praticamente metade do crescimento do PIB ocorrido de 1994 para cá foi absorvido por impostos”, ressalta. “A meu ver, a chance de ocorrer uma reforma ampla no setor tributário é mínima, uma vez que esse tipo de trabalho acaba esbarrando em uma série de resistências. Porém, existe uma ideia que já está mais ou menos pronta, que é de tentar atacar os impostos de valor agregado, como ICMS, PIS, Cofins e IPI. A mera simplificação desses processos já traria um ganho enorme para o País.”

Schwartzman vê com reservas o papel que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) está assumindo e avalia que a economia brasileira já está madura para reduzir a meta de inflação. “A valorização do real é o preço do sucesso da economia brasileira e os

"A prioridade do novo governo deve ser atacar de forma mais séria a questão fiscal, uma vez que o Brasil tributa muito e gasta muito, se comparado com países que possuem renda *per capita* parecida. Praticamente metade do crescimento do PIB ocorrido de 1994 para cá foi absorvido por impostos"

Alexandre Schwartzman
(Grupo Santander Brasil)



"Em 2030, o Brasil precisará dar emprego de boa qualidade a 150 milhões de pessoas com idades entre 15 e 65 anos. E isso não será feito exportando alimentos e minerais. Por mais complexas que sejam essas cadeias, precisa-se de uma economia de serviços e industrial muito mais competitiva. Competição é o nome do jogo"

Delfim Netto
(Ex-ministro/economista)

empresários, em vez de ficarem criticando o câmbio, deveriam brigar pela Reforma Tributária. O jeito mais fácil de desvalorizar o câmbio é o governo baixar drasticamente o nível do gasto público, reduzindo enormemente a demanda. Com isso, a inflação ficará abaixo do centro da meta, permitindo que o Banco Central diminua os juros, o que aliviará o câmbio", ensina.

Para Claudio Salce, CEO da Papyrus Indústria de Papel, o cenário é positivo para 2011, ressaltando-se alguns ajustes, como o ocorrido com a recente resolução do Banco Central que modifica regras de crédito e contém efeitos pontuais. "Entretanto, o governo, sob gestão da presidente Dilma, necessita olhar para o futuro e ter em conta de que o País deve tomar sérias medidas no campo das tão propaladas e necessárias reformas políticas, trabalhistas e tributárias, as quais são de suma importância para o Brasil e contribuirão com o equilíbrio econômico, de tal forma que reflitam na melhoria da competitividade dos produtos brasileiros, em especial dos manufaturados", pontua.

Na opinião de Vilson Simon, diretor-presidente da Intervet/Schering-Plough



Perspectivas políticas e econômicas para 2011

José Marcelino Ridsen, diretor-presidente da Berkley International do Brasil

"Minha perspectiva em relação ao novo governo é positiva. Vejo que a continuidade dos princípios básicos sobre qual tipo de país queremos e como fazer para conquistá-lo tem se mantido desde 1994. Isso tem permitido ao Brasil avançar e melhorar muito sua imagem internacional. Acredito que a presidente Dilma continuará nesta mesma direção."

Gustavo Henrich é diretor técnico da J. Malucelli Seguradora

"Com a provável manutenção da política econômica, acredito que o Brasil continuará experimentando fortes investimentos em infraestrutura relacionados aos grandes projetos que temos pela frente, como as obras do Pré-Sal, Trem de Alta Velocidade, Copa do Mundo, Jogos Olímpicos, projeto Minha Casa Minha Vida, entre outros. Isto deve proporcionar ao mercado de garantias a continuidade do forte crescimento que vem ocorrendo desde 2007. Por parte do governo, entendo que os maiores desafios serão promover a tão propagada reforma tributária, manter a inflação sob controle e combater os efeitos negativos proporcionados pela alta valorização de nossa moeda. Obviamente, também é necessária a correta aplicação dos recursos destinado aos setores em que nosso país é muito carente, como educação, segurança, saúde e infraestrutura."

Linomar Deroldo, diretor-presidente da Concessionária de Rodovias Tebe

"Por pertencerem ao mesmo partido, acredito que filosoficamente ambos têm como foco o desenvolvimento social. Porém, imagino que o governo Dilma será bastante diferente do governo Lula em sua condução. O governo Lula é todo alicerçado na pessoa do presidente que, com seu carisma e habilidade negocial, dá o tom e o rumo de seu governo. Já Dilma não goza da mesma prerrogativa com a sombra e o peso do governo anterior com aprovação de mais de 80%. Assim ela, como podemos ver na composição de seu ministério, terá que se compor politicamente e estrategicamente. Fica a dúvida se sua alardeada 'dureza' será um instrumento de superação de obstáculos ou de criação de dificuldades. Em relação à política econômica, hoje o Brasil tem uma estrutura muito forte. Para os próximos anos, acredito em um crescimento sustentado que se viabiliza sem a necessidade de uma pesada intervenção do governo."

Daniel Levy, diretor de Global Finance Services para a América Latina da Johnson & Johnson

"As perspectivas econômicas e de negócios para 2011 no Brasil são extremamente positivas. O mercado brasileiro atravessou o pior da crise sem sacrificar seus fundamentos econômicos e, em função disso, a recuperação foi mais rápida do que em outros mercados, o que se comprovou em 2010. Inflação sob controle, taxa de juros com tendências de queda, disponibilidade de crédito em todos os níveis são sinais que sustentam o ambiente de negócio das empresas. A perspectiva de outro aumento na classificação de risco do País pelas agências internacionais assim como o câmbio forte indicam o atual posicionamento do Brasil no mercado externo, porém, esse último se mostra um desafio do ponto de vista das exportações e da consolidação de centros de serviços. Em função de todo o exposto, espera-se um aumento geral do consumo e também de acessibilidade aos sistemas de saúde e medicamentos. Estamos confiantes que em 2011 o cenário se solidificará e os resultados do negócio refletirão esse bom momento."

Animal Health, outra questão importante para o desenvolvimento do Brasil é o investimento em infraestrutura. “Dilma tem uma excelente oportunidade de entrar para a história do Brasil se ela focar em uma agenda estruturante nesta questão. Hoje, estamos muito próximos de um apagão de infraestrutura aeroportuária, estradas e armazenagem, para citar as mais importantes. Investimentos maciços neste setor são geradores de empregos, contribuem para a redução dos efeitos do custo Brasil na pauta de custos logísticos e assim por diante, sem necessariamente precisar reduzir a distribuição de renda por meio do Bolsa Família. Aliás, uma agenda intensa de investimentos poderá reforçar ainda mais a distribuição de renda”, declara Simon.

Para Alexandre Di Miceli da Silveira, doutor em Economia e professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), o governo tem chances de crescimento, mas para isso são necessárias algumas precauções. “O novo governo deve promover reformas fiscal e política, as quais podem levar a uma economia e país mais saudáveis sob este aspecto. Contudo, no geral, o governo tem ainda três pontos-chave a trabalhar a fim de acelerar a taxa de crescimento do Brasil: aprimoramento da educação, maior produtividade e diminuição do problema da violência”, explana.

Com a experiência de quem esteve no Palácio do Planalto durante oito anos,



"Dilma tem uma excelente oportunidade de entrar para a história do Brasil se ela focar em uma agenda estruturante nesta questão. Hoje, estamos muito próximos de um apagão de infraestrutura aeroportuária, estradas e armazenagem, para citar as mais importantes. Investimentos maciços neste setor são geradores de empregos, contribuem para a redução dos efeitos do custo Brasil na pauta de custos logísticos e assim por diante"

Vilson Simon
(Intervet/Schering-Plough Animal Health)

o ex-presidente Fernando Henrique Cardoso entende que a questão da liderança política será um dos maiores obstáculos para o governo de Dilma Rousseff. “É ilusão acreditar que ela poderá substituir o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva no desafio da liderança”, assegura. “Dilma terá de buscar suas melhores qualidades. O poder se exerce no dia a dia. Lula terá influência, mas influência eu também tenho, em grau diferente. Influência e poder são coisas distintas. Mas não tenho uma visão catastrofista. O próprio Estado tem capacidade de impedir grandes erros.”

Em relação à sua expectativa sobre o novo governo, FHC diz que, por enquanto,

é de reserva. “Há quatro anos, ninguém imaginaria que a Dilma seria candidata. Há poucos meses, ninguém diria que ela venceria. Alguma qualidade ela tem. A minha dúvida é sobre sua liderança política – não de dar ordem, mas de convencer. Ela tem mais experiência administrativa. Mas isso não basta.”

Visibilidade internacional do Brasil

A visibilidade brasileira aumentou em 2010 em função da melhora do desempenho econômico do País. Como a economia brasileira deve continuar entre as de maior crescimento no mundo, seguindo China e Índia, e o impacto que a emergência desses dois países tem na ordem econômica mundial, o Brasil deve continuar a ganhar importância geopolítica. “Há décadas se ouve dizer que o Brasil é o país do futuro. De repente, esse futuro está efetivamente chegando. Entre 1900 e 1979, o Brasil havia sustentado um crescimento médio de 7% ao ano. Daí veio a história de ‘país do futuro’. Se tivéssemos mantido o mesmo ritmo de crescimento nas três décadas seguintes, hoje os brasileiros seriam mais ricos que franceses, italianos e ingleses e o País seria muito mais poderoso. Só que não foi exatamente isso que aconteceu; muito pelo contrário. Entre 1980 e 2003, nossa média de crescimento despencou para 2,6% ao ano. Este período corresponde aos 24 anos que chamo de ‘geração perdida’. De lá para cá, nosso

"No geral, o governo tem ainda três pontos-chave a trabalhar a fim de acelerar a taxa de crescimento do Brasil: aprimoramento da educação, maior produtividade e diminuição do problema da violência"

Alexandre Di Miceli da Silveira
(FEA-USP)



Divulgação

crescimento dobrou para 5,3% ao ano. Acredito que sustentaremos uma média de crescimento próxima a essa nas duas décadas seguintes, tornando o Brasil um dos principais mercados do planeta na maioria dos setores, inclusive no setor financeiro. Até 2007, não havia nenhum banco brasileiro entre os 25 mais valiosos do mundo. Hoje, temos quatro – dois deles entre os dez mais valiosos”, declara Amorim.

Além disso, em 2010, o Brasil se tornou mais diplomático e, por meio da intervenção no polêmico programa nuclear iraniano, vem ganhando novo impulso com a assinatura do acordo de troca de urânio. Tanto estrangeiros quanto brasileiros acreditam que o Brasil precisa se envolver com grandes questões internacionais se quiser conquistar peso e relevância no cenário político mundial, mas dizem que o histórico do Irã não favorece o cumprimento do acordo que prevê a troca de urânio em território da Turquia.

De acordo com o professor da FEA-USP Alexandre di Miceli, estas questões favoreceram o Brasil estar tão bem no cenário internacional como nunca esteve. “Entretanto, a manutenção desta boa imagem dependerá de uma política econômica prudente, do aumento da competição no mercado empresarial e da realização de reformas. Espero principalmente, portanto, que a nova presidente mantenha o equilíbrio macroeconômico, evite a tentação de aumentar o peso estatal no mercado de capitais (via bancos e empresas estatais), evite conceder privilégios a determinadas empresas brasileiras para que se tornem maiores (escolha dos ‘vencedores nacionais’) e consiga realizar as necessárias reformas. Para isto, boa capacidade de negociação e liderança serão os atributos fundamentais”, pontua.

Para Lamounier, a visibilidade internacional do Brasil é de fato muito grande, mas não é inequivocamente positiva. “Na questão dos direitos humanos e no que se refere ao Irã, o Brasil de Lula se notabilizou por erros crassos. A reorientação de nossa política externa no tocante a esses pontos é, portanto, imprescindível, mas a manutenção do professor Marco Aurélio Garcia na assessoria internacional da presidência sugere que tal reorientação ainda não foi plenamente decidida”, aponta. ■



"Dilma terá de buscar suas melhores qualidades. O poder se exerce no dia a dia. Lula terá influência, mas influência eu também tenho, em grau diferente. Influência e poder são coisas distintas. Mas não tenho uma visão catastrofista. O próprio Estado tem capacidade de impedir grandes erros"

Fernando Henrique Cardoso
(Ex-presidente da República)

Perspectivas políticas e econômicas para 2011

Alexandre Di Miceli da Silveira, doutor em Economia, PhD em Finanças e professor da FEA-USP

“O ano de 2011, para o mercado de capitais, continuará promissor. Acredito que aproximadamente 15 empresas por ano continuarão fazendo seus IPOs na bolsa e que o mercado de debêntures também pode aumentar bastante caso as iniciativas da BM&Fbovespa e Anbima para assegurar maior liquidez realmente decolem. Acredito também que continuará havendo aumento na bolsa de valores de empresas com estruturas de propriedade (base acionária) mais dispersas, com grupos de diferentes acionistas exercendo o chamado controle minoritário. Logo, a tendência é de manutenção da diminuição gradual da concentração acionária na bolsa de valores, com redução do peso de controladores isolados e, conseqüentemente, das empresas familiares. Fundos de *private equity* e fundos de pensão devem continuar a aumentar seu peso em bolsa, tornando-se cada vez mais acionistas relevantes de boa parte das empresas listadas. Entretanto, não sou muito otimista quanto a mudanças positivamente radicais na adoção das boas práticas de governança. Acredito que nos próximos anos o Brasil continuará a desejar em termos de qualidade das práticas de governança de suas empresas, pela simples razão de que há pouca pressão em função do bom comportamento macroeconômico do País e do baixo interesse dos investidores institucionais por práticas exemplares de governança em suas empresas até o momento. Em resumo, acho que nosso mercado de capitais continuará a evoluir e manter sua posição de ‘janela aberta’ para boas empresas e projetos desejosos de captar recursos de longo prazo a taxas competitivas, mas não acredito que haverá mudanças substanciais positivas nas práticas de governança das empresas nos próximos quatro anos.”

Marcelo Smarrito, sócio da InvestPartner Investimentos

“Ainda bem que o Brasil está na moda. Somos o emergente de maior *up side* para investimentos estrangeiros e, em minha opinião, o mais simpático. Segurar a demanda e controlar os gastos públicos serão os seus grandes desafios do novo governo. Ou seja, uma perseguição obsessiva por uma inflação baixa nos trará como consequência taxas de juros altas e controle de gastos públicos como uma necessidade básica. Tudo isso corroborando para um dólar barato complicando um pouco a vida dos exportadores. Espera-se que Dilma mantenha um discurso positivista em relação ao nosso futuro, pois os anos de 2014 e 2016 são dois marcos que ajudarão nossa líder a posicionar seu ‘produto Brasil’ no cenário mundial. Que ela o faça sem desperdícios e respeitando os fundamentos.”



Análise quantitativa e a história de três fundos

por André N. Fontenele*

O clássico *Reminiscências de um Operador de Bolsa* descreve as intrigantes aventuras de um jovem que, após conseguir um emprego escrevendo preços de ações em quadros negros em pequenas corretoras, acabou se transformando em um bem-sucedido especulador no início do século XX. Ao longo das várias marés de ganhos e perdas, qualquer um com o mínimo de curiosidade tenta depreender o segredo do frio pseudoprotagonista e autor Edwin Lefèvre, jornalista que supostamente emprestou seu nome a Jesse Livermore, famoso operador norte-americano. Será que ao longo do seu texto cativante, embora por vezes hiperbólico, Lefèvre nos ensinaria o caminho para o sucesso nos mercados financeiros? E se aplicarmos suas ideias aos mercados digitalizados de hoje? Existe, por fim, uma estratégia de investimentos que garantirá o sucesso?

Nessa busca por retornos superiores aos de mercado, surgiu, juntamente com a chegada dos computadores, uma escola que acredita na sistematização dos processos de investimento. Os *quants* seguem um processo em geral similar ao dos cientistas exatos, ou seja, criam teorias sobre como determinados ativos deveriam se comportar dadas determinadas premissas e testam essa teoria com dados históricos. Num segundo momento, julgam a robustez da previsão ao de fato aplicar recursos apostando nessa teoria. Os gestores quantitativos, ou *quants*, vêm ganhando participação de mercado dos métodos mais tradicionais

ao ponto de até mesmo serem criados cursos específicos para esse novo método de análise em MBAs de renome como o da Universidade de Columbia. Funcionaria tal filosofia na realidade brasileira?

Em meu estudo *Fundos 130/30 Funcionariam no Brasil?*, defendo o espaço dos que optaram por uma sistemática de investimentos mais definida em renda variável. O estudo é calcado em quatro ideias básicas: valor, crescimento, tendência de lucratividade e tamanho.

A estratégia de investimento em valor foi criada por Benjamin Graham, professor da Universidade de Columbia, ainda na primeira metade do século XX. Apesar das várias nuances qualitativas dessa estratégia, ela se baseia no conceito de “espaço para erro”. Segundo esse princípio, como a análise de investimentos é sempre falível, precisamos comprar ações “baratas”, de forma que, mesmo que um cenário negativo se realize, o investidor estará devidamente protegido. Quanto maior a medida de lucro ou valor contábil, mais barata estará a empresa. Quanto maior o valor da empresa como aferido pelo mercado, mais cara ela estará.

É aceito pela cultura geral que a estratégia de crescimento foi criada por Thomas Rowe Price, fundador da famosa empresa de gestão de investimentos de mesmo nome, na década de 1930. A ideia é de que mesmo que os preços de determinadas ações já se beneficiem no presente do crescimento futuro, essas expectativas de crescimento em geral não estão total-

mente precificadas nas ações, trazendo um potencial de valorização. Assim, quanto maiores sejam os crescimentos históricos e esperados de lucros e vendas, maior será a atratividade de uma empresa.

Os indicadores de tendência de lucratividade tentam medir o momento atual e a sustentabilidade dos lucros das empresas. Aqui, medimos não só o crescimento de lucros, que pode ser efeito de um artifício contábil, mas também a segunda derivada, ou seja, o crescimento das margens bruta, operacional e líquida. Empresas que mostraram melhoras históricas nesses índices mostram alavancagem do lucro em relação à receita. Da mesma forma, empresas que tem convencido o mercado de que terão lucros maiores no futuro devem, ao poucos, sofrer efeitos positivos no preço das ações.

Finalmente, Rolf Banz e David Booth, ambos da Universidade de Chicago, foram respectivamente o teórico e o empreendedor responsáveis pela popularização do “efeito tamanho”. Historicamente, as ações de menor tamanho (ex: valor de mercado, valor da empresa por preços de mercado) têm desempenho melhor do que os índices mais amplos. O fato de que as empresas menores são menos conhecidas e de que sua realidade muda com maior frequência que no caso de empresas grandes traz sobre os *small caps* um fator de risco adicional que tem contrapartida em descontos de preço das ações e, por consequência, retornos adicionais.

O resultado do sistema é bastante satisfatório do ponto de vista histórico. Mesmo assumindo custos operacionais consideráveis, um fundo de ações tradicional baseado nessa estratégia teria uma rentabilidade acumulada – de janeiro de 2001 a junho de 2010 – de 353%, em comparação a 233% no Ibovespa, mantendo-se o mesmo nível de risco (tanto sistemático quanto total). Em um fundo com extensão ativa, onde cada R\$ 100 é transformado em R\$ 120 comprados em ações e mais R\$ 20 vendidos em outras ações, o resultado é ainda mais positivo em função da maior liberdade reservada à estratégia. Mantendo as características de risco e correlação com outros mercados, o fundo 120/20 acumularia uma rentabilidade total de 420%, e a média da distribuição mensal de retornos seria superior à média do Ibovespa, com mais de 99% de confiança. Teríamos, então, encontrado uma estratégia semelhante à de Lefèvre?

Alguns fundos quantitativos de investimentos muito bem estabelecidos no mercado pareciam ou parecem argumentar, apenas por meio de seus desempenhos, que acharam tal estratégia. De fato, chamemos três desses fundos de A, B e C. O fundo A rendeu entre 12% e 20% ao ano no período de 26 anos; o fundo B rendeu 14% anuais entre dezembro de 2001 e dezembro de 2006; e o fundo C rendeu 41% ao ano no período de 20 anos. Ajustando-se as estratégias pelo risco, todos os três fundos obtiveram retornos imensamente superiores ao mercado. Teriam eles achado o Santo Graal do investimento ativo?

A resposta da hipótese de mercados eficientes (HME) – formalizada por Eugene Fama, tutor de David Booth na Universidade de Chicago – a essa pergunta seria um sonoro não, pelo menos na sua versão forte. Segundo essa forma da hipótese, rigorosamente todas as informações já estão refletidas nos preços de mercados, o que faz com que os retornos superiores sejam obra do acaso ou simplesmente efeito da exposição a algum risco que não o de mercado (ex: baixa liquidez). Esses fundos, no entanto, superaram a relação com o desempenho de mercado por um período muito grande

de tempo, não sendo consistente com a ideia de sorte. A magnitude da superação também parece ser muito grande para que seja justificada por algum risco que não o de mercado. Vamos analisar então, cada um dos três fundos.

O fundo A era administrado pela Bernard L. Madoff, LLC, e apesar de seus supostos retornos não terem recebido a ajuda da sorte nem estarem expostos a outro risco que não o de mercado, corroborou a forma forte da HME. Madoff argumentava possuir algoritmos proprietários que superavam o mercado com um risco negligenciável, mas na verdade estava operando o maior esquema de pirâmide da história. As perdas totais relacionadas ao esquema foram de US\$ 18 bilhões.

O fundo B é chamado Global Alpha e foi durante alguns anos um dos maiores destaques do Goldman Sachs, o maior banco de investimento do mundo. Apesar da maré extremamente positiva no período comentado, o fundo sofreu perda de 38% em 2007, enquanto o S&P 500 subiu 3% no mesmo período. O fundo usava técnicas de seleção de ações que acabaram se tornando comuns a um grande número de fundos quantitativos nos EUA. Quando movimentos contrários ao racional do processo de seleção trouxeram perdas a esses fundos, todos eles tentaram fechar suas posições ao mesmo tempo, num fenômeno similar ao que acontece em fundos tradicionais. Apesar de não parecer, o risco de liquidez estava lá. Segundo gol para a versão forte do HME.

Finalmente, o fundo C. Note que o desempenho de 41% ao ano é líquido de taxas, que no caso foram próximas a 5% ao ano mais 36% sobre tudo o que o fundo ganhasse. Embora o fundo de Bernie Madoff esteja suficientemente fresco na nossa memória para evocar comparações, o fundo C, administrado pela Renaissance Technologies, retornou o dinheiro aos seus cotistas, e hoje administra apenas os recursos dos seus próprios funcionários. O fundo teve desempenho positivo em 2001, 2002, 2007 e 2008, quando a exposição a diferentes riscos deveria ter se evidenciado.

O fundo C, ou Medallion Fund, viola

a forma forte do HME, assim como a Berkshire Hathaway de Warren Buffet e alguns outros *hedge funds* espalhados pelo globo. Retornos expressivamente superiores aos de mercado por um período grande de tempo com poucos ou nenhum solavanco maior mostram que é possível superar o mercado por meio de controle e pesquisa (quantitativa ou não) cuidadosos.

Diante desse racional, a forma fraca da HME, em que apenas as informações disponíveis ao público estão refletidas nas ações, parece mais realista. A Renaissance possui mais de 300 empregados com PhDs em ciências exatas (principalmente Física, Matemática, Computação e Estatística), compondo aproximadamente um terço do seu pessoal. As informações geradas por esses cientistas e seus computadores não são compartilhadas com o mercado. É aceitável que uma análise tão dedicada gere valor ao investidor.

Nesse contexto, os fundos quantitativos crescem como mais uma opção para se aproveitar da lei zero dos investimentos líquidos: diversificação. Fundos como os da Renaissance Technologies e outros que apareceram no mercado brasileiro trazem algo complementar aos fundos clássicos, a saber, métodos que permitem a análise de um universo maior de ativos em um tempo menor e sem os benefícios e malefícios do viés comportamental. Apesar dos *quants* estarem submetidos a alguns dos mesmos riscos que os *traders* tradicionais, eles trouxeram uma nova forma de ver o mundo, e, assim, expandem o universo de investimentos e nossas expectativas de risco/retorno.

Lefèvre olharia com ceticismo para essa novidade. Entretanto, após descobrir que os computadores da Renaissance equivalem a milhares de Livermores observando atentamente cada operação em todas as ações operadas nas bolsas mundiais, ele talvez mudasse de opinião. ■

* André N. Fontenele, bacharel em Física pela USP e mestre em Economia e Finanças pelo Ibmecc, é chefe de Estratégia e Análise Quantitativa do HSBC Asset Management. Recebeu Menção Honrosa do Prêmio Revelação em Finanças 2009.



Cecília de Oliveira

Já teria o Brasil ingressado nos seus “trinta gloriosos”?

por Octavio de Barros*

São abundantes as referências na literatura econômica aos chamados “trinta gloriosos”. Foram trinta anos de progressos experimentados no imediato pós-guerra, entre 1945 a 1975, pelos países hoje desenvolvidos. Naquele período, observaram-se várias mudanças estruturais, sobretudo nos países europeus, que apresentaram forte crescimento da produtividade, cujos frutos foram virtuosamente distribuídos entre lucros e salários. No ambiente do pós-guerra, tudo era construção e reconstrução, em vários planos. Experiências e conhecimentos acumulados foram fundamentais para o grande e longo salto. O suporte de uma grande potência como os Estados Unidos foi marcante em todo o período de progresso, principalmente no Velho Continente, região em que governos majoritariamente social-democratas lideraram o processo de construção do “Estado do bem-estar”, financiado pelos já mencionados ganhos de produtividade.

Guardadas todas as proporções históricas, deveríamos refletir se o Brasil está ou não diante das condições apropriadas para viver – ou quem sabe já esteja vivendo – os seus “trinta gloriosos”. A grande potência impulsionadora no nosso caso é a China, que nos últimos anos nos concedeu um aumento de renda macroeconômica possivelmente superior – ou no mínimo equivalente – ao que o Plano Marshall significou individualmente para a reconstrução dos países derrotados na Segunda Guerra. Da mesma forma, podemos considerar que também já superamos largamente o nosso “ciclo de guerras e instabilidade”, que foi o período

prévio de permanente crise inflacionária e de total caos fiscal. Portanto, cabe refletirmos se a economia brasileira terá condições de sustentar uma forte expansão da produtividade e do PIB nas próximas décadas.

As chances de o Brasil já estar ou de ingressar nos seus “trinta gloriosos” também dependerá do reconhecimento crescente da sociedade de que governos não criam dinheiro. Eles são apenas agentes econômicos que arrecadam e alocam recursos que já pertencem à sociedade. Essa alocação imperativamente precisa ser eficiente. Para que isso aconteça, os agentes econômicos relevantes devem finalmente começar a entender que todo banco central tem e deve ter sempre mais aversão à inflação do que o público em geral. Compreende-se, finalmente, que não faz sentido que a autoridade monetária tenha o mesmo grau de aversão à inflação dos outros agentes.

Os “trinta gloriosos” no Brasil dependerão do reconhecimento social de que alguém tem que poupar pensando nas futuras gerações, o que requer ajustes urgentes no regime de previdência, que não é coisa para amadores. E o País tem grandes chances de se dar conta disso. Todas as nações do mundo enfrentam o desafio, na medida em que a esperança de vida aumenta. Trata-se, portanto, de assunto sério, cuja implacável realidade sociodemográfica deve ser endereçada politicamente por profissionais, sem apegos ideológicos.

Da mesma forma, o ingresso do País nos seus “trinta gloriosos” passa por um amplo reconhecimento de que o ajuste

fiscal no Brasil precisará adquirir um caráter intertemporal. Na comparação internacional, a situação fiscal do País destaca-se positivamente no G-20, o que o habilita a ser o principal candidato a novas rodadas de *upgrade* por parte das agências classificadoras de risco. No entanto, pela primeira vez, estamos nos referindo à queda da relação dívida/PIB não com o propósito de melhorar o risco de crédito ou a solvência, mas como um efetivo esforço de poupança e gestão da demanda agregada. Estamos falando do imperativo da abertura de maior espaço para o gasto privado em detrimento do gasto público corrente e de redução da carga tributária. Hoje, investimos apenas 18,5% do PIB e já temos déficit externo forte. Com o investimento necessariamente maior e com consumo crescente, não há como seguir avançando sem agravamento das contas externas e pressões inflacionárias. O aumento da poupança pública é a única forma de garantirmos os “trinta gloriosos” para o Brasil. Por isso, esta é a hora da poupança e não do gasto corrente. Esta é a hora do investimento e não tanto do consumo das famílias, que já adquiriu uma força inercial, dada a melhora na distribuição de renda e na mobilidade social. ■

* Octavio de Barros, doutor pela Universidade de Paris, é economista-chefe do Bradesco. Ex-assessor do Ministério da Fazenda, é, ainda, chairman do Comitê de Economia da Amcham e membro do Conselho Superior de Economia da Fiesp.

II World Finance Conference



Prof. dr. Almir Ferreira de Sousa (FEA-USP)

Entre os dias 15 e 17 de junho, acontecerá na ilha de Rodes, Grécia, a II World Finance Conference (www.world-finance-conference.com), um dos maiores eventos da área financeira, com abrangência mundial. A conferência contará com a participação de renomados professores de Finanças das melhores universidades do mundo, entre eles, o ibefiano Almir Ferreira de Sousa, livre-docente pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP). Confira a entrevista concedida à *IBEF News* pelo professor João Paulo Vieito, *chairman* da World Finance Conference e diretor da Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Viana do Castelo, de Portugal.

IBEF NEWS – Qual é o objetivo da II World Finance Conference (WFC)?

João Paulo Vieito – O objetivo da WFC é promover a discussão da inovação científica em nível mundial na área de Finanças. A WFC tem em seu comitê científico o mais renomado grupo de professores de Finanças do mundo, fato que nos tem permitido posicionar esse evento como um dos melhores na área no âmbito internacional. Estamos na segunda edição da conferência; ainda assim, o número e a qualidade científica dos artigos enviados este ano são de elevadíssimo nível.

IN – Como será a participação do prof. dr. Almir Ferreira de Sousa?

JPV – O comitê científico da World Finance Conference é composto por um grupo muito restrito de professores altamente renomados na área de Finanças de cada país. O convite por mim endereçado ao prof. Almir para representar o Brasil nesse grande evento científico prende-se não só ao seu extraordinário *curriculum vitae*, mas também devido ao fato de ser líder incontestado de uma das maiores escolas de negócios da América Latina (FIA-USP). A qualidade do trabalho desenvolvido à frente dessa grande instituição ao longo de vários anos é, sem margem de dúvida, o maior reconhecimento das suas qualidades pessoais e profissionais. Essa experiência e sabedoria acumuladas são de extrema importância para que a World Finance Conference cresça ao longo dos anos em termos de qualidade. Saliento, ainda, que os membros do Comitê são fixos, sendo o prof. Almir o representante permanente do Brasil nesse evento.

IN – O Brasil foi escolhido para sediar a próxima edição do evento. Poderia falar sobre isso?

JPV – A III World Finance Conference será no Brasil, no Rio de Janeiro, em junho de 2012. E, pela importância que o País tem assumido nos últimos anos no panorama mundial, a expectativa quanto ao evento do Rio de Janeiro é muito elevada. Certamente vai ser uma grande conferência. O prof. Almir é, sem dúvida, um dos pilares essenciais para me ajudar a desenvolver um grande evento no Brasil, e já estamos trabalhando em parceria há vários meses para que esse seja um evento memorável!

Quem é o prof. dr. Almir Ferreira de Sousa?

- Livre-docente pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), é professor associado do departamento de Administração, área de Finanças, da FEA-USP, São Paulo, Brasil.
- Diretor da Fundação Instituto de Administração desde 8 de junho de 2000, instituição conveniada com a Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- Coordenador do Curso de Capacitação Gerencial e MBA Gestão Empresarial na Fundação Instituto de Administração e na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- Ex-diretor da ABA – Associação Beneficente Anhembi.
- Foi membro do Conselho de Administração do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças de São Paulo – IBEF SP (2007/2008).



Jacinto Alvarez

Os mercados de carbono vão sobreviver?

por Carla Leal*

Que as ações humanas sejam a causa principal do aquecimento global ainda não é consenso entre os cientistas. No entanto, o princípio da precaução diz que, sob condições de incerteza em relação a danos sérios ou irreversíveis, deve-se adotar uma atitude preventiva, por meio de ações que permitam mitigar as possibilidades desses danos.

O pragmatismo do mundo empresarial vai, aos poucos, adotando essa postura em relação às mudanças climáticas, procurando avaliar os potenciais impactos sobre seus negócios e tomar as medidas necessárias à adaptação a essa nova realidade. A movimentação em torno desse tema levou alguns cientistas econômicos a cunharem o termo “capitalismo de baixo carbono” para se referirem à abordagem político-econômica que vem sendo dada ao problema ambiental mais relevante da atualidade.

Discussões mundiais conhecidas como COPs (Conferência das Partes) são lideradas pelo UNFCCC (United Nations Framework Convention on Climate Change) e acontecem quase sempre anualmente desde a Rio-92. A COP-3 foi, até o momento, a mais importante dessas reuniões. Ocorrida em Quioto, em 1997, deu origem ao Protocolo de Quioto. Mas o que existe de importante em relação a esse documento? Em poucas palavras, o que esse Protocolo viabilizou foi a criação dos mercados de carbono.

De forma bastante resumida, é premente que as empresas reduzam suas emissões de gases de efeito estufa. Maior ou menor a obrigatoriedade, mais próxima ou distante a regulação, a realidade é que, em cenários bastante prováveis de metas futuras rigoroso-

sas, os custos de adequação podem se tornar extremamente altos. Substituição energética (principalmente em países altamente dependentes de termelétricas) e mudanças tecnológicas podem inviabilizar a sobrevivência da empresa ou, no mínimo, afetar sua competitividade pelo impacto desses custos no preço de seus produtos.

Assim, a criação dos mercados de carbono permitiu que as reduções passassem a ser feitas onde sua implementação fosse mais fácil e menos onerosa. Empresas que reduzem as emissões de gases de efeito estufa além de sua cota vendem o excesso às que não conseguem atingir suas reduções. Isso transforma as alternativas de adequação às mudanças climáticas em decisões de opções reais, em que as empresas analisam seus projetos de adaptação operacional comparativamente à aquisição de créditos nos mercados de carbono.

Por esse motivo, os mecanismos estabelecidos pelo Protocolo de Quioto são conhecidos como mecanismos de flexibilização. Em termos econômicos, essa é a forma mais eficiente de se atingir os objetivos de redução dos gases de efeito estufa. Fazendo uma analogia, assim como os mercados de capitais possibilitam a forma mais eficiente de alocação de capital, os mercados de carbono favorecem a eficiência climática. Esse é o principal motivo pelo qual, pessoalmente, acredito que os mercados de carbono irão sobreviver pós-Quito.

Riscos de que os mercados não sobrevivam existem. Seus opositores argumentam que esses mercados representam o pouco ético comércio do direito de poluir e que

o mais correto seria obrigar cada empresa poluente a se adequar a um determinado nível de emissão. Representantes dos países em desenvolvimento afirmam, ainda, que estarão ajudando a pagar uma dívida que não contraíram. São argumentos políticos que podem, sim, influenciar as regras e o próprio funcionamento dos mercados.

Ainda que politicamente as questões se resolvam, restarão inúmeras questões técnicas a serem avaliadas antes de se chegar a um critério mundialmente aceito, como, por exemplo, as discussões sobre os limites de responsabilidade da empresa em suas controladas e coligadas ou sobre a convergência dos diversos protocolos técnicos de conversão de carbono. Há, enfim, um longo caminho a se trilhar, técnica, econômica e politicamente.

A validade do acordo proposto em Quioto está próxima: 2012. Um novo acordo global era esperado na COP-15, sediada em Copenhagem, no ano passado. Não ocorreu. Espera-se que ocorra agora, na COP-16, no México. Nesse ponto, o mundo corporativo tem um grande mérito: o de agir enquanto o mundo discute. E, tenho certeza, as ações empresariais para mitigação das emissões de gases de efeito estufa certamente não irão parar, alimentando os mercados regulados e voluntários de carbono. ■

* Carla Leal é gerente comercial da área de Enterprise Performance Management da Oracle, professora de Sustentabilidade na Universidade de São Caetano do Sul e doutoranda em Finanças na Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Executivos de Finanças revelam perspectivas econômicas para 2011

Pesquisa realizada pelo IBEF SP demonstra otimismo dos CFOs sobre o crescimento do País

Membros do corpo diretivo do IBEF SP – Diretoria Vogal, Conselho de Administração, Diretoria Executiva, Conselho Fiscal, Conselho Consultivo e presidentes das Comissões de Trabalho – expressaram suas opiniões em uma pesquisa sobre o futuro econômico do Brasil e revelaram como suas empresas pretendem lidar com investimentos no novo ano. Dentre os executivos entrevistados, estão os líderes de 26 das maiores empresas do Brasil, que também compõem a Diretoria Vogal do Instituto. Conheça as projeções para 2011:

1 CÂMBIO

Patamar	Em 2011 (% respostas)
Abaixo de R\$ 1,65	13,64%
Entre R\$ 1,65 e R\$ 1,70	13,64%
Entre R\$ 1,70 e R\$ 1,75	22,73%
Entre R\$ 1,75 e R\$ 1,80	31,82%
Acima de R\$ 1,80	18,18%

2 SELIC

Patamar	Em 2011 (% respostas)
Abaixo de 10%	20,83%
10,25%	16,67%
10,50%	12,50%
10,75%	20,83%
11%	12,50%
Acima de 11%	16,67%

3 INFLAÇÃO

Patamar	Em 2011 (% respostas)
Abaixo de 4%	4%
Entre 4% e 5%	48%
Entre 5% e 6%	44%
Acima de 6%	4%

4 CRESCIMENTO DO PIB

Patamar	Em 2011 (% respostas)
Abaixo de 5%	45,83%
Entre 5% e 6%	37,5%
Entre 6% e 7%	16,67%
Acima de 7%	0%

5 INVESTIMENTOS EM SUA EMPRESA PARA 2011

Patamar	% respostas
Serão reduzidos	8,33%
Serão mantidos	41,67%
Serão ampliados	50%



Em busca dos *bright spots* (pontos brilhantes)

Luciana Medeiros von Adamek, coordenadora-geral do IBEF Mulher

Nesse início do ano, li um artigo muito interessante intitulado *The "Men Who Get It" Project* (<http://www.theglasshammer.com>), de Lynn Harris, autora do livro *Unwritten Rules: What Women Need to Know About Leading In Today's Organizations*. No artigo, ela procura indicações de homens com algumas características para serem entrevistados ou para engajarem-se em projetos específicos para mulheres.

Esse pedido de indicações está relacionado com a análise que ela efetuou desde a publicação do seu último livro, citado acima, com foco em elevar mais mulheres a posições de liderança. Basicamente, uma das reflexões foi que diversos esforços de mudança estão ligados ao fato de fazermos as pessoas se comportarem de maneira diferente.

Nesse caso, podemos conseguir que os acionistas nomeiem mais mulheres para os seus conselhos? Podemos conseguir que os CEOs criem equipes de gênero equilibrado para elevar as suas organizações? Podemos obter que empresas de serviços profissionais operem de forma diferente, fazendo com que as mulheres fiquem mais na carreira e tornem-se sócias? Podemos conseguir que os partidos políticos tenham um número próximo de homens e mulheres candidatas, e, em seguida, que os jornalistas e eleitores deem às mulheres uma oportunidade justa?

Segundo Lynn, até agora a resposta em todos os casos foi "não" ou "raramente". Quando uma mulher atinge níveis superiores de liderança, ainda é notícia.

A autora se juntou a outras inúmeras mulheres e continuará a jornada de convencer os homens que detêm a maioria do poder no topo das organizações e governos a aceitar que as equipes com equilíbrio de gênero são melhores para os negócios e para a governança. Mas a realidade que incomoda a Lynn – e, entendo, a muitas mulheres – é que não importa como muitos estudos indiquem que as empresas com equilíbrio de gênero superam aquelas com o mínimo de retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre as vendas e retorno sobre capital investido, o fato é que a alta administração não está comprando essa ideia. Adicionalmente, apesar de estudos comprovarem que homens e mulheres trabalhando juntos podem tomar decisões de melhor governança e menos arriscadas, ainda vemos os governos e as empresas predominantemente do sexo masculino.

Nesse sentido, Lynn convoca as mulheres para um desafio: em 2011, vamos planejar para fazer uma abordagem diferente em nossa busca pela liderança com equilíbrio de gênero. Assim, ela se

utiliza de um termo do livro *Switch: How To Change Things When Change Is Hard*, de Chip e Dan Heath, chamado de *bright spots* (pontos brilhantes), e da importância de encontrar e usar os "pontos luminosos" para trazer a mudança.

Um "ponto brilhante" é onde a mudança que você quer que seja feita já está sendo trabalhada. Se quisermos efetuar a mudança, faz sentido procurar os pontos brilhantes, descobrir por que eles são bem-sucedidos, espalhar as boas novas e atrair outras pessoas a quererem participar dela ou a cloná-la. Então, onde estão os nossos pontos brilhantes na liderança com equilíbrio de gênero?

Há homens que não se limitam a falar sobre a crença nas mulheres – eles desafiam os estereótipos de gênero próprio, tomando medidas para apoiar, defender e promover as mulheres. Eles são os novos modelos para os homens do século 21, e faria bem envolvê-los nos assuntos de como alcançar o equilíbrio de gênero em nossas organizações e governos.

Os homens que são "pontos brilhantes" compartilham algumas das seguintes características e ações:

- Eles são parceiros de vida plena, desempenhando papel igual na criação dos filhos e no lar.
- Eles falam contra o sexismo.
- Eles estão conscientes de estereótipos de gênero e não são constrangidos por eles.
- Eles são mentores e defensores das mulheres.
- Eles promovem as mulheres a participar das posições de liderança, pois sabem que é um bom negócio.
- Eles intencionalmente criam equipes com equilíbrio de gênero e locais de trabalho para um melhor desempenho.
- Eles encontram maneiras criativas para manter e promover as mulheres que interrompem a sua carreira.
- Eles querem ser incluídos na conversa sobre a equidade de gênero.

Lynn coloca uma meta para 2011, e compartilho da ideia: identificar e entrevistar esses homens. Nesse momento, entendo que entra a nossa parte no chamado de Lynn. Se você conhece esses homens, indique para a própria Lynn – lynnharris@harriscoach.com – e para os eventos do IBEF Mulher. Precisamos de ideias que possam ser multiplicadas e ajudem a trabalhar melhor essa questão no nosso País.

Com certeza podemos fazer grandes progressos para alcançar a liderança com equilíbrio de gênero, e vamos conseguir muito mais rapidamente se, em vez de excluímos, incluímos os homens que já são nossos aliados.

Conquistas de um jovem talento



Divulgação

Denísio Liberato

Preferências

Palavra

Humildade

Guru

Meu orientador no doutorado, prof. dr. Marcio Holland

Personalidade Histórica

Mahatma Gandhi

Estilo Musical

Rock 'n' roll

Melhor Filme

Wall Street: O Dinheiro Nunca Dorme

Melhor Livro

Desafio aos Deuses, de Peter L. Bernstein

Esportes

Futebol

Lazer

Tocar guitarra

Culinária Preferida

Mineira

País (fora o Brasil)

Estados Unidos

Melhor Cidade

Belo Horizonte

Férias

Interior de Minas Gerais

Determinação: palavra que define Denísio Liberato, economista nascido em Ponte Nova, Minas Gerais. Foi essa característica que o consagrou vencedor do 7º Prêmio Revelação em Finanças IBEF/KPMG, entregue em 2010 – Denísio concorreu à premiação por três anos consecutivos. “Tentei ganhar o prêmio em 2008 e bati na trave, levei a menção honrosa”, conta.

Já em 2009, ele enviou um trabalho de cunho muito teórico. “Assim, acabei não sendo contemplado, mas serviu como lição: para o próximo ano eu,

precisava desenvolver um projeto mais prático e aplicável.” Em 2010, com o tema *Original Sin e Price Discovery no Mercado de Bonds Soberanos em Reais*, Denísio recebeu o troféu que homenageia os jovens executivos.

Mas essa não foi a primeira vez que Denísio mostrou determinação para alcançar seus objetivos: graduado em Economia pela Universidade Federal de Viçosa, ainda no terceiro ano de faculdade engajou-se em cursar uma pós-graduação em São Paulo. “Nessa época, um amigo me abriu os olhos no sentido de que, para ser bem-sucedido como economista, seria interessante buscar formação complementar na capital”, revela.

Desde então, Denísio começou a empenhar-se em sua mudança a São Paulo, que aconteceu em 2004. “Vim para São Paulo fazer mestrado na Fundação Getulio Vargas [FGV] e trabalhar na diretoria

internacional do Banco do Brasil [BB]. Acabei gostando, me acostumando com a cidade e, em meados de 2011, eu concluí o doutorado na área de Economia, também na FGV”.

Denísio considera que sua história de vida o ajudou a desenvolver importantes diferenciais. “Eu precisei fazer o mestrado e o doutorado enquanto trabalhava, sendo que boa parte dos meus pares era somente de acadêmicos. Então, transitar entre a vida acadêmica e a profissional durante todo esse período me ajudou muito”, avalia.

Hoje, Denísio é economista do *private bank* do BB. “Faço um aconselhamento financeiro para pessoas físicas com patrimônio elevado”, explica. A carreira no BB foi iniciada em Minas Gerais. “Sempre trabalhei no BB, em diversas áreas: já fui estrategista da diretoria internacional, analista financeiro na diretoria de Finanças e também tive experiência em agências de Minas Gerais, nas cidades de Ponte Nova e Ubá.”

Em paralelo à carreira bancária, Denísio agrega também o ofício de professor: ele ministra aulas no MBA da FGV, na FIA (Fundação Instituto de Administração), na Saint Paul Escola de Negócios e na Faap (Fundação Armando Álvares Penteado). “Eu gosto muito de trabalhar com Finanças e Economia, e de dar aula

também. Essas coisas me dão prazer”, revela.

Denísio ressaltou sua realização profissional com um trabalho específico que desenvolve no Banco do Brasil. “Coordeno o Grupo de Macroeconomia e Tecnologia de Investimentos [GTMI], do qual fazem parte o Affonso Celso Pastore [ex-presidente do Banco Central] e Pedro Valls [professor de Econometria da FGV].” Atualmente, o GTMI está negociando um convênio com o Centro de Estudo de Finanças da FGV para analisar o cenário macroeconômico e financeiro “e definir, a partir de algumas premissas que nosso modelo permite, qual o portfólio ideal para determinado cliente em um mês específico. Essa é uma das áreas mais difíceis de Finanças: fazer a seleção de carteira. Esse grupo tem tido resultados muito bons, então é extremamente satisfatório”.

Denísio é associado do IBEF desde 2009 e diz que o Instituto promove ótimas possibilidades de *networking*. “A ideia é que, a partir de 2011, eu participe mais ativamente dos eventos da Comissão Técnica”, comenta. ■



Denísio em Olinda

Divulgação

Aniversários

Parabéns aos associados que aniversariam em fevereiro!

1 Rodrigo Kede de Freitas Lima e Celso Alves 2 Wagner Geraldo de Souza Lipo, Rogério Paulo Calderón Peres, Avelino Silvio Nogueira Pereira, Marcelo Fernandes Roboredo, André Ribeiro Coutinho e Denisio Augusto Liberato Delfino 3 Paulo Roberto de Oliveira Costa e Carlos Arnaldo Borges de Souza 4 Fabiana Palazzo Barbosa 5 Adalberto Marin e Rodrigo Vinicius Escobar Nunes 6 Patricia Oliveira de Aguiar e Rafael Biedermann Mariante 7 Valter Carlos Cordeiro 8 Paulo Henri Blaser 9 Rafael Antonio Parri, Marcio Luiz Simão Utsch e Fernanda dos Reis Couto 10 Sergio Renato de Souza Secron, Frederico Prestes Bernardes, Maria Lucia de Araujo Navarro e Randal Luiz Zanetti 11 Uttielli Francisco Moretto Palácio, Paulo Sergio Borsatto e Marcos Cesar Fracaro 12 Ubirajara Spessotto de Camargo Freitas, Décio Cardoso Libanor e Katia Dantas 13 Paulo Celso Del Ciampo, Moacir Coelho de Mello, Carlos Alberto Miranda e José Alfredo de Freitas 14 Eduardo Georges Chehab, Fábio Schvartsman, Marcelo Felberg, Júnia Jorge Rjeille Cordeiro e Alexandre Chaves Staffa 15 Joubert Rovai, Wander Pinto e Eder Mutinelli 16 Renato Cesar Moreira Braga, Romeu Moreira Silva e Mauricio Martinez Duarte 17 Claudenir Nascimbeni, Milanez Silva de Souza, Marcelo Antonio Ribeiro Cavalcanti e Ian Peter Brandt Searby 18 Mauricio Roberti Rincon, Paulo Vasconcellos Bastian e Ana Carolina Dias Higuera 19 André Luiz Fernandes e Serafim Magalhaes de Abreu Junior 20 Laercio Geronasso, Guilherme Prestes Cesar Sanches, Carlos Alberto Romualdo e Álvaro Vilela de Souza 23 Fabio Zamith e Joaquim Candido de Sousa Filho 24 Clayton Bernardes 25 Reynaldo Ferreira Benitez e Renato Henrique Caumo 26 João Luiz Pasqual e Ronald Seckelmann 27 Edison Querino de Jesus, Enéas Cesar Pestana Neto, Cristiane Motta de Almeida e José Roberto Securato Junior 28 Armando Antonio Patriarca.

Novos Associados

Anderson Silva de Sá – Astrazaneca do Brasil Ltda.
Antonio Carlos Nogueira – Aon Holdings Corretora de Seguros
Cesar Colodete Lucas – PwC
Claudia Lebre Rodrigues – Lenovo Tecnologia Brasil
Daniel Henrique Seixas de Reis de Paula – Federal Reserve Bank
Eduarda Silveira Bueno – KPMG Auditores Independentes
Guilherme Prestes Cesar Sanches – Participações Morro Vermelho S.A.
Marcello Peccinini de Chiaro – Destsche Bank S.A.
Paulo Munhoz Vaz – Software AG
Ricardo José Furquim de Campos – KPMG Auditores Independentes
Sergio Miozzo Zuffo – GRV Solutions
Wander Pinto – KPMG Risk & Advisory Services

Entre sem bater na sala de quem decide



Um dos maiores desafios do atual governo é o crescimento sustentável



ARQUIVO IBEF-SP

Sergio Volk é economista e gestor empresarial, mestre pela PUC-SP em Contabilidade, Finanças e Auditoria, com ciclo de doutoramento em economia pela EPGEGV-RJ. Foi presidente dos IBEFs Vitória, Curitiba e Araraquara. É membro das Comissões de Relações Públicas e Técnica do IBEF SP. Atualmente, atua como consultor na Magno Consultores Empresariais e como professor da Faap.

Definida a permanência do Partido dos Trabalhadores na presidência, é necessário o quanto antes mudar a equação utilizada, geradora de votos: consumo sem poupança. Um dos maiores desafios da nova presidente é proporcionar um crescimento adequado às necessidades de geração de emprego.

Sabemos que o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) depende fundamentalmente de investimentos, isto é, a riqueza de um país no futuro depende de seu nível de investimento hoje. A evolução das taxas de investimentos na economia é dada pela Formação Bruta de Capital Fixo.

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é a operação do Sistema de Contas Nacionais (SCN) que registra a ampliação da capacidade produtiva futura de uma economia por meio de investimentos correntes em ativos fixos.

Essas estimativas utilizam o método do estoque perpétuo para os principais componentes da Formação Bruta de Capital Fixo, construção residencial e não-residencial e máquinas e equipamentos.

Quer dizer, para cada componente, o investimento bruto é acumulado por um número de períodos igual à vida útil média suposta para esse componente, descontando-se a depreciação para se obter o estoque líquido. A depreciação é feita a taxas lineares, supondo-se, adicionalmente, vida útil média de 50 anos para as construções residenciais, 40 anos para as construções não-residenciais e 20 anos para as máquinas e equipamentos.

A taxa de crescimento de um país, dado o nível de investimento, é limitada por uma função inversa da razão capital/produto. O comportamento dessa razão e dos fatores que o determinam é, portanto, de suma importância para conhecer a capacidade e as limitações do crescimento de uma economia. A equação de equilíbrio contábil é que o investimento seja igual à poupança. Existe uma discussão sobre se essa igualdade ocorre *ex ante* ou *ex post*. Para nosso raciocínio isso não é relevante, portanto o crescimento depende da poupança e esta terá que ser tanto maior quanto maior for a razão capital/produto.

A razão capital/produto (K/Y), ou seja, o inverso da produtividade do capital, indica o montante de capital necessário para se gerar uma unidade de produto interno. Assim, quanto maior for essa razão, mais o país tem que ter em estoque de

bens de capital para obter a mesma quantidade de produto.

A poupança doméstica (privada e do governo) é importante porque não é simples para o capital estrangeiro ingressar no país. Os financiadores estrangeiros enfrentam mais incertezas do que os financiadores locais, que conhecem os detalhes legais e institucionais do seu país.

A poupança doméstica do País está em torno de 18% do PIB, sendo a poupança do governo, no passado recente, nula ou até negativa, e atualmente se situando em torno de 1,5%.

Os níveis baixos de poupança interna brasileira limitam a capacidade do País de manter taxas elevadas de investimento e criar um ambiente favorável ao crescimento econômico sustentável.

Em um cenário de restrição ao acesso a capital externo, tudo aponta para a necessidade de ajustes na estrutura de gastos do governo como forma de regenerar sua condição de suportar o ritmo dos investimentos.

Dados do Instituto de Pesquisa Econômica Avançada (Ipea) mostram que, para a economia brasileira, é razoável supor que a relação capital/produto marginal seja de 3/1.

Um exercício simples permite, com base nesse parâmetro, avaliar os requisitos de investimentos para sustentar taxas de crescimento desejáveis para a economia brasileira. Se o Brasil quiser crescer 7% ao ano, significa dizer que tem que investir 21 unidades monetárias para gerar 7 unidades monetárias de produto. Se considerarmos uma reposição média de 3,5 unidades monetárias (depreciação média de 28 anos), o investimento necessário é de aproximadamente 25 unidades monetárias, incompatível com a poupança doméstica, que gira em torno de 18%.

O Brasil tem uma poupança bastante baixa para a estrutura etária jovem. Isso poderá ser um empecilho para o crescimento de longo prazo. Para atenuar o problema, é preciso agir em várias frentes: (i) realocar os gastos do governo para investimentos criando regras que permitam promover um ajuste fiscal mais forte e estrutural; (ii) ampliar o investimento público em infraestrutura e conceder serviços à iniciativa privada; (iii) promover microrreformas que facilitem a vida das empresas; (iv) apoiar a pesquisa inovadora; e (v) aperfeiçoar o mercado de capitais de modo a desenvolver financiamento de longo prazo. É um longo caminho, mas crucial na agenda de desenvolvimento. ■

Os níveis baixos de poupança interna brasileira limitam a capacidade do País de manter taxas elevadas de investimento e criar um ambiente favorável ao crescimento econômico sustentável