

# **FCL** *Capital*

*relatório anual 2009*



---

## **Dedicatória**

Este relatório anual é dedicado à memória de Alexandre Araujo. Alexandre, além de um primo e amigo querido, foi um dos primeiros e maiores clientes, incentivadores e torcedores da FCL.

É difícil acreditar que não acontecerá mais de estarmos trabalhando e você entrar pela porta, no meio da tarde, e bagunçar a nossa rotina, tornando mais animado nosso dia.

Obrigado pela torcida, por ter acreditado em nós, em nosso projeto, por ter depositado tanta confiança e por ter querido se envolver tanto, de tantas diferentes formas. A FCL nunca seria o que é se não fosse por você.

**(1970-2009)**

---



## Índice

<b>1) Performance .....</b>	<b>4</b>
<b>2) 2009 — Retrospecto .....</b>	<b>5</b>
<b>3) Estratégia de Gestão .....</b>	<b>8</b>
<b>4) O Ano de 2010 .....</b>	<b>9</b>
<b>5) O Futuro dos Negócios .....</b>	<b>19</b>
<b>5.1) O Futuro do Mercado Financeiro .....</b>	<b>19</b>
<b>5.2) O Futuro da Matriz Energética Brasileira .....</b>	<b>22</b>
<b>5.3) O Futuro da Tecnologia: Softwares em Troca de Publicidade .....</b>	<b>24</b>
<b>5.4) A Próxima Década para a Construção Civil no Brasil .....</b>	<b>25</b>
<b>6) Sobre a FCL Capital .....</b>	<b>27</b>

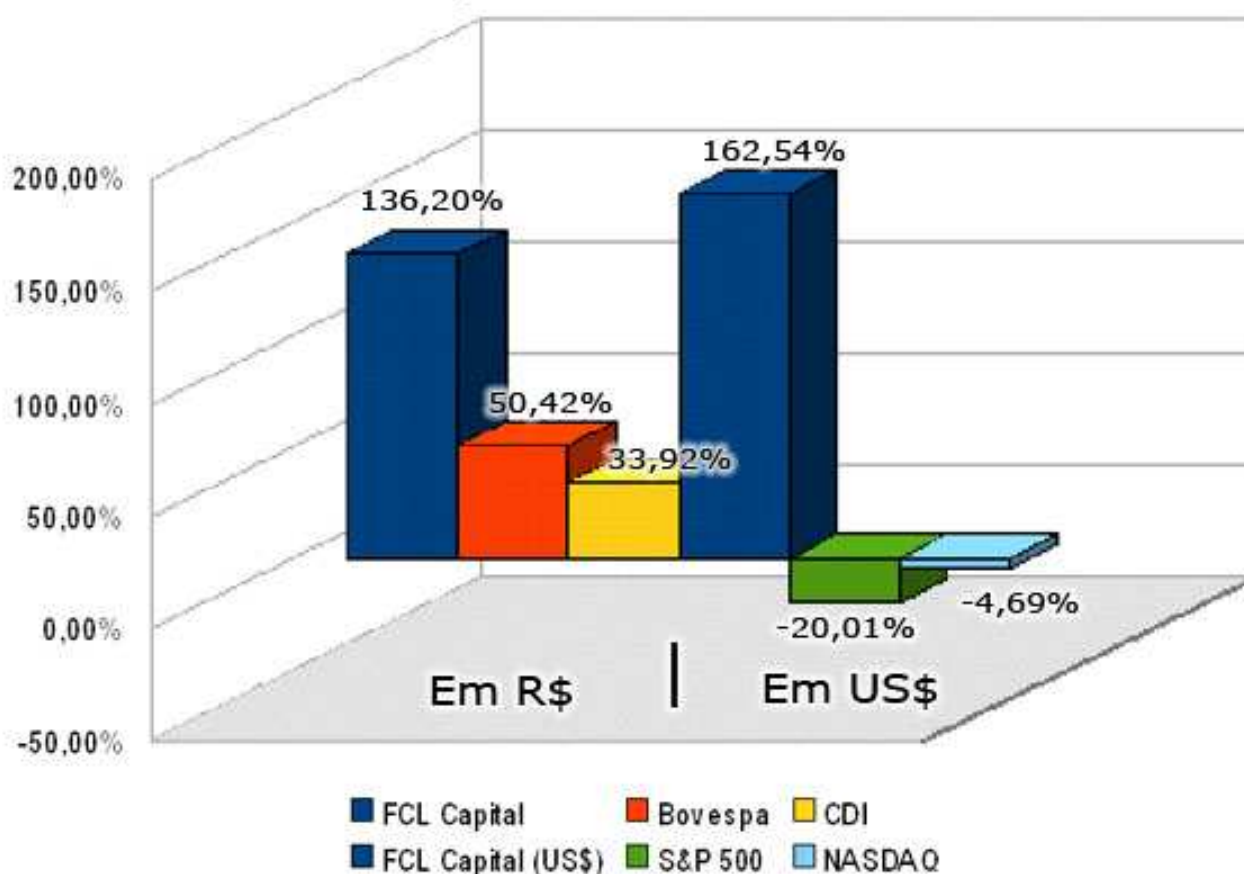
**<http://www.fclcapital.com>**

## 1) Performance

Performance	Em R\$	Em US\$
Ano de 2009	+224,85%	+301,79%
Acumulada	+138,20%	+162,54%
Média Anual	+36,68%	+41,50%
Média Mensal	+2,67%	+2,97%

U\$ 100.000,00 aplicados na FCL Capital no início do clube valeriam hoje:  
**US\$ 262.540,30**

Retornos no período 03/04/2007 - 06/01/2010



A performance do Clube de Investimentos FCL Capital está acumulada em +138,20% em reais e em +162,54% em dólares norte americanos desde sua inauguração, em 3 de abril de 2007 até o dia 31 de dezembro de 2009. Esta performance se traduz em um ganho anual médio de +36,68% em reais e de +41,50% ao ano em média em dólares. As performances mensais médias estão acumuladas em +2,67% ao mês em reais e em +2,97% ao mes em dólares.

No ano de 2009 o clube obteve a melhor performance de sua história, mais do que triplicando seu valor e apresentando valorização de +224,85% em reais (301,79% em dolares), superando desta forma o Ibovespa, que apresentou desempenho de +82,66% em reais e o índice S&P500, que apresentou desempenho de +29% em dólares ao longo de 2009.

A FCL Capital proporcionou a seus investidores, em seus diversos veículos de investimento, especialmente o clube FCL, nosso carro-chefe, mais de U\$ 3 milhões de dólares em ganhos patrimoniais no ano de 2009. Esse resultado mostra o acerto de nossa estratégia, que vem sendo explicada e debatida à nossos investidores ao longo de nossas cartas mensais e relatórios anuais.

Com efeito, diríamos que 2009 foi um ano bastante previsível, que de fato se apresentou como um bom ano para aplicações de risco, e o Ibovespa obteve seu melhor ano desde 2003, quando performou positivamente em mais de +97% em reais.

## **2) 2009 — Retrospecto**

Quando se tem o benefício do retrospecto, fica fácil fazer previsões acertadas. Ainda assim, a crise financeira de 2008 provou (e porque não dizer, a recuperação de 2009) que a capacidade das pessoas de prever o futuro é muito baixa.

Dito isso, estamos bastante orgulhosos da maioria das previsões para 2009 que fizemos em nossa carta anual de 2008.

Acima de todo o resto, nós prevemos que o ano de 2009 seria excepcional para o desempenho das ações. A primeira evidência dessa previsão é o envio da carta especial em 20 de outubro de 2008, onde tentamos demonstrar porque o nível da Bovespa naquela época – variando em cerca de 30.000 pontos – era completamente sem fundamentos, e que por isso acreditávamos que mais cedo ou mais tarde as coisas voltariam ao “normal”.

No fundo, não era preciso conhecimentos fabulosos para se apostar nisso. Tudo o que foi necessário foi bom senso, capacidade de pensamento independente e algum sangue frio. Nós acertamos ao prever uma coisa quase óbvia: O mundo não ia se desintegrar, o pânico mais cedo ou mais tarde ia ceder, e algum dia o apetite ao risco ia voltar. E como dissemos, tudo isso poderia acontecer antes do que as pessoas estavam supondo.

Apesar de quase óbvio, muitos foram os que correram para realizar todo dinheiro que possuíam em ações. É natural do ser humano tentar se preservar e sempre extrapolar a importância do momento atual em relação ao futuro.

É claro, o tempo provou que os que seguraram o fôlego e esperaram a correção natural dos preços foram os que ganharam dinheiro, enquanto os afobados que acreditaram em “salvar o que ainda restava” saíram da crise com prejuízos.

Como todo mundo, nós também nos surpreendemos muitas vezes ao longo do ano, com notícias boas e más. Em nossa opinião, o fato mais positivo do ano foi a surpreendente vitória triunfal nas eleições indianas que reelegeu o premiê Manmohan Singh. Essa notícia ajudará a Índia a fazer muitas das reformas que ela precisa nos próximos 5 anos para alavancar cada vez mais seu crescimento, e isso a permitirá seguir sua trajetória de sucesso nas próximas décadas em direção ao que – em nossa opinião - será posto de maior economia do planeta; Maior que a economia chinesa ou americana. O Brasil já tem se beneficiado deste crescimento econômico, como qualquer exportador de açúcar ao longo de 2009 poderia confirmar, embora obviamente isso ainda gere muito menos repercussão do que o que atualmente acontece na China.

Além disso, confessamos que embora torcedores, se tivéssemos que apostar dinheiro na vitória de uma cidade a sede das olimpíadas nossa grana iria pra Chicago e não para a cidade em que nascemos, o Rio de Janeiro. Felizmente teríamos apostado errado – e, mais felizmente ainda, não apostamos nada!

Por outro lado, 2009 tornou mais claro muitos dos problemas que enfrentamos: O subprime na verdade vem de um problema muito maior, e que reside nas relações de consumo e poupança dos EUA com a China. A economia mundial passa por vários problemas como veremos mais detalhadamente ao longo desta carta. O mundo irá mesmo demorar a se recuperar totalmente.

Em todo caso, se fizermos uma pesquisa na internet para averiguar qual foi a notícia de mais impacto em 2009, a resposta óbvia é a morte de Michael Jackson. Isso nos leva de volta ao ponto inicial: A capacidade de qualquer um de prever o futuro é bastante baixa pois eventos chocantes e completamente imprevisíveis acontecem a todo momento.

O crescimento econômico mundial em 2009 foi de apenas 0,5% medido em termos de Paridade de Poder de Compra e será negativo se medido em dólares. Obviamente, seria precipitado dizer que o mundo se recuperou totalmente da crise financeira internacional, e o comércio mundial ainda caminha lentamente em direção aos patamares encontrados no primeiro semestre de 2008.

Em termos econômicos, mesmo um pessimista concordaria que 2009 foi o “fundo” do poço. No ano atual, apesar de vários fatores de risco em potencial – que serão discutidos à fundo ao longo de nosso relatório – a previsão da maioria dos órgãos econômicos internacionais é a de pequeno avanço pouco expressivo das economias avançadas, e o contínuo crescimento das economias emergentes, lideradas por China – que deve crescer um pouco menos que 10% - Brasil – com crescimento previsto de cerca de 5% - e Índia.

O Brasil continua sendo o “queridinho” aos olhos dos investidores ao redor do mundo. Uma vez superada a crise, é normal que aumente também o apetite ao risco e o investimento em mercados emergentes. Se bem exploradas, as oportunidades criadas com a Copa do Mundo de 2014 e com as olimpíadas no Rio de Janeiro em 2016 podem alavancar nosso país para uma excelente posição nos próximos anos.

Vale lembrar que os riscos relacionados à China são capazes de criar um efeito dominó fulminante na economia mundial. Isso influencia diretamente a maior parte dos envolvidos na economia global, mas cabe-se destacar que a China é o país que mais importa do Brasil – superando os Estados Unidos em 2009 – e portanto uma possível queda da demanda seria um golpe duro para nosso país.

Seria imprudente dizer, porém, que esse “outlook” positivo em relação à economia brasileira se refletirá nas bolsas de valores. O motivo disso é que o ano de 2010 começa com o índice Bovespa num patamar de cerca de 70.000 pontos. A Bovespa está em nossa opinião precificada corretamente, o que significa que a não ser que exista uma grande evolução do comércio internacional e dados macroeconômicos inesperados, o ano de 2010 dificilmente será um de grande crescimento para o índice.

De forma alguma isso deveria ser motivo para preocupação para nós ou para nossos cotistas.

Ora, a FCL Capital nunca foi nem nunca será um fundo atrelado à índices. Pelo contrário, nossas posições sempre foram de empresas que tradicionalmente passam “abaixo do radar” da maioria e performam isoladas do resto. Se por um lado é mais difícil encontrar barganhas e ações abaixo do preço quando se trabalha num cenário como o atual, sempre existirão novos empreendimentos promissores, capazes de performar muito acima do índice ou mesmo de seus setores. Nossa estratégia sempre foi a de comprar valor, e não uma simples arbitragem de preços.

<b>Investidas da FCL Capital</b>	<b>em 2009</b>	<b>Outras empresas e índices</b>	<b>em 2009</b>
CSU Cardsystem (CARD3)	+242%	Índice Ibovespa (IBOV)	+82%
Marisa (MARI3)	+249%	Petrobras (PETR4)	+48%
Sulamérica (SULA11)	+205%	Vale do Rio Doce (VALE5)	+54%
Braskem (BRKM5)	+129%	Banco do Brasil (BBAS3)	+84%

Se 2009 foi de fato um ano positivo, o mesmo não pode ser dito desta década que acabou (apesar de oficialmente ela só terminar em 31/12/2010). Os retornos do S&P 500 foram negativos em cerca de 10% no acumulado da década, ou cerca de -0,9% a.a.

Pasmem: é a primeira vez na história que uma década termina com retornos negativos para as ações. Sim, mesmo a terrível década de 1930 terminou com retornos positivos. Para muitos isso é prova de que a velha noção de boa performance das ações no longo prazo é mentira.

Para nós, os retornos negativos da década que acabou se devem mais ao excessos dos anos 90, com sua incrível bolha de tecnologia, do que a fatos que ocorreram nesta década em si. Claro, não foi um período fácil. Tivemos o 11 de setembro, terrorismo, guerras, e vários outros contratemplos.

Não tivemos nenhuma grande revolução, apenas evoluções marginais em tecnologias que já existiam, como a internet e a indústria médica. Em compensação, com certeza não foi uma péssima década. E para os emergentes, sem dúvida essa década mudou o mundo. Não por acaso, quando a década estava começando, em 2001, Jim O'neal, economista chefe do Goldman Sachs cunhou o termo Brics.

Em 2009, os BRIC's são creditados como esperança para tirar o mundo da zona de crescimento anêmico. Cinco anos atrás não tínhamos Facebook. Três anos atrás comprar aplicações para o celular era um conceito desconhecido.

Entre mortos e feridos, uma década que se não foi excelente, também não foi horrosa. Se os retornos foram negativos, mais uma chance para se apostar que a próxima década poderá trazer boas surpresas para mercados de risco no mundo.

É sempre excitante uma mudança de ano, e de década, pois é uma oportunidade para repensar o passado e recomeçar no futuro. Em retrospecto, os investidores que se deram melhor ao longo desta década, provavelmente apostaram em tres grandes temas: internet e tecnologia, energia e commodities de uma maneira geral ou então mercados emergentes. Sem duvida foram os tres grandes temas da década.

Para os próximos 10 anos, gostaríamos de colocar nossa reputação em risco (pois fazer previsão é um exercício onde a chance de erro é de 100%) e fazer algumas também: acreditamos que nos próximos anos veremos celulares e smartphones cada vez mais completos e com aplicações cada vez mais sofisticadas, sendo que muitas das quais levando em conta a localização do usuário.

Por outro lado, nos parece claro que uma das grandes oportunidades da próxima década será o setor de saúde em geral, e pesquisas genômicas e de células tronco em particular. Ao observarmos empresas grandes e pequenas, como a americana Genetech ou mesmo a brasileira Kryoprax, podemos ver que é um campo em aberto que dará muitos frutos no futuro, e a FCL pretende fazer parte do grupo que irá se beneficiar desta próxima revolução.

Por último, o armazenamento de memória está se tornando cada vez mais barato e acreditamos que cada vez mais deixaremos todos os nossos arquivos em nuvem. Muitas empresas surgirão para armazenar nossos dados pessoais de livros, fotos, planilhas, registros médicos, e uma infinidade de outras informações que hoje só são encontradas com dificuldade e estarão todas ali, a nosso alcance em qualquer computador, desde que digitada nossa senha. Nada diferente do que já fazemos hoje com nossos emails e com nosso Facebook.

### **3) Estratégia de Gestão**

Ao longo de 2009, adotamos um mix de estratégias de investimento, todas sub-produtos de nossa estratégia principal enraizada nos conceitos de value investing. No início do ano, diante da grande aversão a risco e pelo fato de uma quantidade enorme de empresas da Bovespa terem sido praticamente abandonadas pelos investidores globais, nossa estratégia foi um total contra mão do que os investidores estavam fazendo.

Enquanto quase todos batiam em retirada de posições de risco e se precisavam ficar expostos aos mercados financeiros eles o faziam principalmente em papeis mais líquidos, nós adicionamos risco a carteira, abrimos mão de liquidez e fomos em direção à posições mais ilíquidas e de empresas menores.

Assim, com a recuperação do mercado pudemos lucrar com a reprecificação de empresas que estavam sendo vendidas a preços de banana, especialmente na dobradinha de ações que se mostrou o maior sucesso do ano, Marisa e Sulamerica S.A.

Com a disparada destas ações, aos poucos o clube foi se movendo com direção a temas mais específicos e menos correlacionados com o índice bovespa. CSU Cardsystem e Duratex se tornaram posições relevantes da carteira a partir da metade do ano.

Mais para o final do ano, quando já sentíamos que a Bovespa se encontrava em patamares pouco confortáveis para investidores de valor, passamos a manter nossa carteira mas tentando zerar ao máximo nossa exposição as ações, vendendo contratos de índice, shorteando outros papéis que julgávamos caros ou assumindo posições mais parecidas com PIPES (private investment em public equities) ou seja, posições com baixíssima liquidez mas nas quais temos alto grau de confiança sobre o preço de entrada no investimento.

Nesse estágio atual, nossa posição short em Visanet S.A, nossa participação em CSU Cardsystem e Braskem, bem como em Tarpon S.A se destacam, ao lado de posições de baixo risco, como compras de debêntures, títulos públicos em geral e participações em companhias pagadoras de dividendos e de baixo beta (risco) operacional, como Equatorial Energia.

A particularidade ao longo de 2009 foi que em todas estas três diferentes etapas, a FCL acertou não só na idéia e no direcionamento, como também no timing exato. Isso não deve se repetir no futuro. Retornos acima de 200% são por definição um resultado fora da curva, que nunca devem ser esperados. O que pode e deve ser esperado de nosso produto é uma série de retornos consistentes que no longo prazo o deixem em vantagem sobre o CDI e demais alternativas de negócio. Sobre o futuro, falaremos mais adiante.

#### **4) O ano de 2010**

A preocupação central e inicial da FCL em 2010 será investir diariamente o estado de finanças públicas dos países. Acreditamos que os crescentes deficits governamentais, muitos dos quais gerados por causa da crise econômica de 2008, quando os governos gastaram o que tinham e o que não tinham para salvar o mundo da depressão deixaram estes estados em uma situação de total instabilidade.

Existem muitas oportunidades a serem exploradas diante desta situação, tanto defensivas, visando preservação de patrimônio, como ofensivas, visando lucrar com distorções nos preços.

Os estados nacionais mais endividados são atualmente a Grécia, a Irlanda, a Espanha e a Inglaterra, com a situação do México sendo também preocupante devido à possível queda de receitas advindas do petróleo.

No plano nacional, apesar da situação fiscal não ser (ainda) tão precária, gostaríamos de ver ao menos um sinalização de maior controle dos gastos públicos, uma volta do comprometimento com as metas fiscais e avanços na legislação cambial, na privatização dos aeroportos e no ambiente de negócios.

Não achamos que existirão grandes diferenças na condução econômica entre os dois principais candidatos a presidência, mas torceremos pela vitória do governador José Serra. Respeitamos bastante aqueles que irão anular o voto, mas em nossa opinião a escolha é entre um mal e um mal maior. Ficaremos com o mal menor.

De uma forma ou de outra, acreditamos que existem muitos riscos no horizonte e que é bastante possível que um deles (ou uma conjunção deles) torne o ano de 2010 bastante instável para os investidores. Vejamos a seguir alguns:

### **I) Risco de guerra comercial via desvalorizações de moeda**

A princípio parece uma idéia tentadora. Se é verdade que quanto mais uma moeda nacional se valoriza mais caras ficam as exportações do país em questão e mais baratas as importações que tendem a inundar o país, por que não deixar a moeda em um nível artificialmente baixo?

Como muitas ideias tentadoras, essa também merece queimar no limbo. Existem muitas explicações sobre porque um país não deve interferir em sua taxa de câmbio.

A primeira vem mais da filosofia econômica: quem falou que é positivo exportar muito e importar pouco? Essa visão mercantilista está ultrapassada desde os tempos de Adam Smith. Afinal, trata-se de mais um dilema de interesses concentrados contra interesses difusos. Enquanto os industriais, produtores e sindicalistas dependem fortemente de que consigam vender seus produtos a preços competitivos e fazer de tudo para influenciar o governo e influir na taxa de câmbio, os consumidores são mais silenciosos e consequentemente menos bem representados.

Aliás, no Brasil, a taxa de câmbio já ocupa oficialmente o lugar que a taxa de juros ocupava até há pouco, como o centro de discussões de pessoas que não percebem ou não querem perceber que a baixa competitividade do Brasil vem de altos custos de mão-de-obra, burocracia asfixiante e um péssimo ambiente de negócios - e não de alguma variável macroeconômica como juros ou câmbio.

Além disso, devemos acrescentar: o que interessa à um país é ter uma balança comercial vigorosa, vibrante e uma economia altamente aberta. Seja ela deficitária ou superavitária pouco importa. Os países ricos, aliás, de uma forma geral possuem déficits comerciais. O que interessa para o crescimento de longo prazo é a produtividade, e ela só atinge altas taxas com altos índices de importação e exportação.

Feitas essas ressalvas, é fato que a China manipula indevidamente sua moeda, o Yuan (também chamado de Renminbi devido à diferenças de tradução). Atualmente 1 Dólar americano se encontra na faixa de 6,80 Yuans, e é mais provável que se permitido a livre flutuação o Yuan rapidamente se apreciaria em mais de 20% em questão de meses ou até semanas.

A China é hoje um parceiro comercial tão importante para tantos países que muitos se sentem injustamente prejudicados pela manipulação da moeda chinesa. Em um mundo perfeito é claro que isso não aconteceria pois se brasileiros, americanos ou europeus compram mercadorias mais baratas da China por causa do Yuan depreciado, melhor para estes consumidores. Mas como sabemos, o mundo não é perfeito e há forte pressão nos governos nacionais para "fazerem algo" contra a "competição injusta".

Pois bem, em fins de novembro o Vietnã decidiu ele também desvalorizar em 5% sua moeda para desta forma tentar "melhorar" sua balança comercial. Muitos países atualmente flertam em menores e maiores graus com idéias parecidas, desde a rica Suíça até o Brasil, onde a absurda instituição do IOF de 2% teve também este componente mercantilista.

Isto é muito sério pois hoje é consenso entre os economistas que uma dos grandes fatores que agravaram a crise econômica de 1929 foi a guerra comercial entre os países. Todos procuraram restringir as importações em um momento de aumento do desemprego devido a pressões locais e no final o que aconteceu foi que o comércio mundial despencou e a crise foi para todos muito pior do que poderia ter sido.

Até a data que escrevemos esta carta não ocorreram tantas restrições diretas a importações pela maioria dos países, especialmente os desenvolvidos, até porque todos conhecem um pouco de história. Mas como sabemos, a história sempre dá um jeito de se repetir ao mesmo tempo em que parece mudar, e o risco de uma nova guerra comercial, dessa vez não por restrições alfandegárias mas via desvalorizações de moeda em muitos lugares é um risco sério e factível.

## **II) Risco de problemas seríssimos no longo prazo da economia chinesa com perda de eficiência devido a excesso de investimentos**

Para muitos, a China conseguiu superar as previsões pessimistas e as próprias leis da economia, e mostrou força incrível quando em um ano de plena crise econômica como 2009 exibiu crescimento econômico acima de 8% em seu Produto Interno Bruto. Uma corrente minoritária de analistas, da qual a FCL Capital faz parte, acredita que a realidade é bem mais complicada que essa.

É verdade que a economia chinesa passou por uma evolução fantástica, que os ganhos de produtividade por lá são maiores que em qualquer outra parte do mundo neste momento e que a economia chinesa tem toda a chance de até superar em tamanho bruto a dos EUA nos próximos 20 anos. Mas não se iludam: a economia chinesa ainda não é uma economia capitalista e não pode ser analisada como tal.

Por lá o governo ainda tem total controle da economia. Dita diretamente a concessão de crédito, quais os projetos a serem agraciados e as quantidades de investimento e alocação de recursos. E em 2009 o governo provocou um incrível aumento do crédito e dos investimentos, da ordem de 34% ano contra ano.

O fato de a economia chinesa ter crescido cerca de 8% em um ano onde o governo provocou aumento de 34% nos investimentos mostra-se portanto até modesto. Pode-se inclusive dizer que os investimentos foram pouco produtivos e destruíram produtividade da economia, marginalmente falando. Existe sim excesso de investimento na China em vários setores.

Mesmo empresários privados muitas vezes não puderam com mentalidade de lucro, pois frequentemente há outros fatores em jogo e o crédito é extremamente subsidiado. Relacionamos a seguir um vídeo incrível, que mostra uma verdadeira cidade fantasma, construída e sem uso, através de crédito barato:

<http://www.youtube.com/watch?v=0h7V3Twb-Qk>

Alguns podem ficar surpreendidos: ora, o que é excesso de investimentos? É produzir coisas que não se precisa? É por exemplo, fazer muito mais geladeiras do que alguém irá comprar? Porque então empresários não diminuem sua produção? Mas essa é uma resposta em um país capitalista e racional.

Os empresários chineses não operam sob esse prisma. Eles ainda sofrem muita influência do partido comunista e não querem perder mercado para seus concorrentes, ainda que percam dinheiro com isso. Eles prolongam e agravam o problema.

Muitos citam o caso do Japão dos anos 80 como caso de comparação com a China de hoje: excesso crônico de investimentos, que resultou em prejuízos, que gerou créditos podres nos bancos e por fim crise econômica.

Felizmente também há diferenças entre os dois países. A economia chinesa ainda está nos primeiros estágios de desenvolvimento, sua produtividade ainda é relativamente baixa e mesmo que se admita a existência de bolhas em setores de sua economia, nada comparado com o Japão de 20 anos atrás. Ainda assim, as autoridades chinesas precisam com urgência valorizar a moeda chinesa, o Yuan, e estimular o consumo da população, ou o problema pode fugir do controle.

O risco de uma grande bolha de investimento na China é sério e pode deixar o mundo em pânico caso se perceba, de uma hora para a outra, que o crescimento chinês possui sustentações mais frágeis do que se supõe e que pode vir a desmoronar, levando com ele o resto do mundo.

### **III) A dívida pública das nações desenvolvidas está saindo pelo teto**

De certa forma, a estratégia funcionou. O perigo era sério: em setembro de 2008 a economia mundial estava a beira do abismo. Os bancos pararam de emprestar uns aos outros, pararam de realizar descontos, o medo era dominante e os agentes financeiros saíram completamente do mercado. Em poucas semanas, um choque daquela magnitude foi sentido na economia real e primeiro, o comércio mundial despencou, depois os níveis de produção, o consumo, e por fim o emprego.

Mesmo para libertários como nós da FCL, é difícil dizer que foi completamente sem propósito o fato que levou governos do mundo todo a despejarem uma quantidade sem precedente de dinheiro nas suas economias, nas formas mais diversas: através de compras de ativos, empréstimos subsidiados e por fim, através de volumosos pacotes de infraestrutura.

Mas como na vida não existe mágica, apenas ilusionismo, a conta sempre chega. A diferença é que muitas vezes apenas a postergamos para gerações futuras. Mas ela chega.

No caso atual, a conta é salgada: a economia americana, a maior do planeta, sairá de uma dívida fiscal de U\$ 7 trilhões em 2007 para U\$ 14 trilhões em 2014, o equivalente a 80% de seu PIB, e isso ainda com deficits de 4,5% a.a, bastante insustentável. Quem divulga os dados não é alguma fonte independente alarmista, é o próprio governo Obama.

Na Europa a situação é pior. O déficit médio na área do Euro será de 6,4% do PIB em 2009, subindo para 6,9% em 2010, segundo a revista The Economist. Até 2011, a dívida pública europeia irá atingir 88% do PIB do bloco.

Políticos não costumam ser bons em tomar decisões difíceis e se encontram diante de um terrível dilema: a desaceleração econômica arruinou as finanças da maior parte dos países. Mas se os gastos forem cortados rápidos demais existe o risco de a situação piorar, devido a nova contração econômica que só prejudicaria ainda mais a situação fiscal.

Qualquer programa de equilíbrio fiscal terá muito mais chances de sucesso se for baseado mais em cortes de gastos do que em expectativas de aumento de arrecadação. A Irlanda, vitimada por um déficit fiscal de 14% do PIB neste ano ao menos vem fazendo um razoável dever de casa, com vários ajustes sendo anunciados, e recebidos com surpreendente entendimento por parte da população.



*Perfil de endividamento dos países na área do Euro*

Já a Grécia é a criança-problema. Os políticos de lá não têm muita aptidão para cortes de gastos e controles fiscais, e o resultado é que os Bonds gregos já foram rebaixados pela agência de classificação de risco Standard & Poors. Novos rebaixamentos podem gerar crises nos mercados de bons e pode acabar de tornando uma das crises e principais manchetes de 2010. O ano que vem tem tudo para ser um de águas turbulentas.

#### **IV) O absurdo aumento de capital da Petrobrás - os acionistas minoritários estão sendo roubados** *(Reportagem retirada da Revista Capital aberto)*

Caso voce não esteja seguindo os fatos, a história é a seguinte: nos ultimos anos, o governo federal do Brasil descobriu que existe grande quantidade de petróleo em camadas geologicas do oceano conhecidas como pré-sal. Ninguém sabe a qual preço o petróleo poderá ser extraído de lá, ou seja, se isso é lucrativo. Além disso ninguém sabe realmente **quanto** petróleo há por lá, apesar de políticos ja estarem se engalfinhando pelas receitas que imaginam vir a ter.

Apesar disso tudo, o governo federal resolveu "ceder" para a Petrobras estas reservas que ninguém sabe o tamanho e cujo lucro na exploração (que é o que importa) ninguém sabe qual será (afinal não é simples retirar petroleo de 5.000 metros de profundidade) e com isso aumentar em muito sua participação na Petrobras, diluindo voce, minoritário, que financiou a própria petrobras a achar este petroleo.

O mega-aumento de capital da Petrobras será o maior golpe no mercado de capitais brasileiro desde a mudança da Lei das S.As. de 1997 — que viabilizou a privatização das telecomunicações à custa da retirada do direito dos minoritários de vender suas ações, o chamado tag along. Segundo o projeto do pré sal, que finalmente foi divulgado e se encontra no congresso, a União cederá onerosamente à Petrobras o direito de exploração de parte do petróleo da camada pré-sal.

A União, dona de 32,1% do capital total, participa de um aumento de capital aportando títulos públicos federais. Mas os recebe de volta, provavelmente no mesmo dia, porque a Petrobras usará esses mesmos títulos para pagá-la pelos direitos de exploração do petróleo. Não seria, então, mais natural que o governo usasse os direitos de exploração, em vez dos títulos, como moeda para subscrever o aumento de capital? É justamente aí que surge o primeiro abuso.

Se o aporte fosse feito com os direitos de exploração, a operação estaria sujeita ao artigo oitavo da Lei das S.As., que dispõe sobre a avaliação de bens utilizados para a formação de capital — por analogia, o aumento de capital — de uma companhia. O dispositivo exige que o valor desses ativos seja aprovado em assembleia-geral, sem o voto do cedente do bem.

Já seria uma operação questionável em minha opinião, mas menos absurda pois os minoritários teriam voz. No caso em questão, eles e apenas eles deliberariam sobre o valor dos direitos detidos pela União, sem que esta pudesse participar. Com o aporte em títulos públicos, cotados a valor de mercado, o mais provável é que a aprovação do laudo em assembleia se torne dispensável. Ou seja, a operação será feita na marra mesmo passando por cima de quem apostou na empresa.

Independentemente das intenções que estariam por trás da medida, ou do que dizem a lei e o código da Petrobras, a preocupação dos investidores é com o exemplo de má governança corporativa que a operação pode representar. E por duas razões. Trata-se de um contrato gigantesco feito com parte relacionada — entre a companhia e seu controlador, a União —, um tema que costuma deixar os investidores resabiados.

É conhecido que esse tipo de operação abre inúmeras brechas para situações de favorecimento do controlador, em detrimento dos interesses dos minoritários. Além disso, mesmo sem todos os detalhes do negócio, já é possível prever que a capitalização será astronômica, o que significa um alto potencial de diluição para os minoritários.

Na audiência pública do PL 5.941, o presidente da Petrobras, José Sergio Gabrielli, mencionou que os barris de petróleo a serem extraídos de reservas não provadas têm sido avaliados no resto do mundo a uma média de US\$ 5.

Considerando-se que o aumento de capital serviria para a cessão do direito de exploração de 5 bilhões de barris, chega-se a um valor mínimo de US\$ 25 bilhões para a operação, o que significaria um desembolso de mais de US\$ 15 bilhões para os minoritários acompanharem a emissão e manterem sua participação. Isso sem contar que o aumento de capital servirá também para captar os recursos necessários aos investimentos na exploração do pré-sal. Poderá, segundo a Petrobras, atingir até três vezes o valor do direito de exploração dos 5 bilhões de barris.

Pela legislação, a diluição não é um problema, desde que conferido o direito de preferência a todos os acionistas. No caso da Petrobras, eles poderão ter suas fatias reduzidas, mas, em troca, serão parte de uma companhia capitalizada com valiosas áreas de exploração. Contudo, a Petrobras poderia pagar o governo pelos direitos de exploração de outras formas, de modo a não expor os minoritários a uma diluição de capital tão agressiva.

Um exemplo seria o acerto de contas por meio de royalties ou de um sistema de partilha, em que a Petrobras transferiria à União parte dos lucros que obtivesse com o pré-sal. Este último modelo, inclusive, será utilizado pelas concessionárias privadas que conquistarem o direito às demais áreas do pré-sal. “O aumento de capital é desnecessário”, diz Cunha.

Alternativas chegaram a ser apresentadas por deputados, mas foram rejeitadas pelo relator João Maia (PR-RN). O deputado Ronaldo Caiado (DEM-GO) enviou emenda para sugerir a substituição da cessão onerosa por um contrato de partilha.

Na avaliação do relator, a mudança do modelo “exigiria mais tempo de extração de petróleo e acrescentaria incerteza e risco ao processo”. Caiado enviou outra sugestão de emenda, dessa vez para vedar a cessão onerosa dos direitos como parte do aumento de capital. A justificativa da rejeição foi breve. “A vedação, na prática, inviabilizaria a capitalização da Petrobras pela União”.

O ministro Guido Mantega nem disfarça que o governo quer mesmo aumentar sua participação na Petrobras e receber, dessa forma, mais dividendos. E completou dizendo que os minoritários não teriam poder de fogo para acompanhar a União na injeção de capital.

Ou seja, a União aporta com títulos do tesouro e voce minoritário, terá que desembolsar para não ver diluída sua participação. E isso em uma empresa que se diz respeitável e "com boas práticas de governança corporativa" .

Como diria um famoso personagem humorístico da tv brasileira: "Lá na terra aonde eu nasci chamariam isso de roubo!"

#### **V) Risco de estratégias de saída mal feitas podem fazer o mundo retornar à recessão**

Se o termo do ano de 2008 foi subprime, e o jargão do ano de 2009 foi pacote de estímulo, o ano de 2010 terá como frase mais ouvida as já famosas "estratégias de saída".

O conceito é bem compreendido: governos e bancos tomaram medidas completamente drásticas para salvar o mundo da depressão 2.0 em 2008 e 2009: abaixaram os juros a zero, emprestaram diretamente a empresas e consumidores, despejaram trilhões em suas respectivas economias, compraram toda a espécie de títulos de baixa liquidez e até participações majoritárias em bancos e empresas e muito mais. A questão é: como voltar a um mundo normal e se desfazer de tudo isso, de preferência sem jogar o mundo de volta para perto do abismo?

Os bancos centrais estão tentando nos convencer que possuem a coragem de subir os juros na hora certa - nem antes nem depois. Acreditamos que além de ser um exercício de adivinhação, é algo extremamente complicado.

Muitos imprevistos podem acontecer. Os títulos podem se mover de preço com velocidade ou intensidade além do desejado, o mundo pode acabar voltando para o abismo econômico, podem surgir novos imprevistos. Ou seja, quando os governos disserem "chega!" e decidirem que as medidas especiais devem acabar, muita coisa séria pode dar errado.

Se por exemplo os juros subirem tarde demais, a inflação pode voltar com força. Se subirem os juros tarde demais, a recuperação poderá se desfazer num passe de mágica e voltarmos a situação desesperadora de antes. A verdade é que existem riscos nos dois lados: podem tanto criar novas bolhas e exageros subindo tarde demais como jogar o mundo de volta na recessão no caso contrário. Vamos ver de que lado eles vão errar dessa vez. Riscos geopolíticos - Irã e Coreia do Norte. O mundo sempre teve, e continua tendo, muita instabilidade geopolítica, pelos chamados "estados falidos" .

Se por um lado houve progresso no Afeganistão e Iraque, por outro existem lugares como a Somália (cada vez mais um abrigo para terroristas, milícias, fome, derramamento de sangue), Coreia do Norte (onde vive um lunático que jura que ainda irá destruir o ocidente) e o Irã não existe uma saída fácil de tais questões.

Um conflito armado é sempre uma solução terrível. Custa vidas, dinheiro, e nem sempre resolve a situação. Pressão política e sanções comerciais e via ONU devem ser as armas adotadas, apesar de que muitas vezes estas armas se mostram ineficazes. Isso para não lembrar que normalmente uma crise surge porque não se previu ela e não se teve tempo de evita-la. O mundo é sempre um lugar perigoso e instável. Em 2010 isso poderá novamente atrapalhar a comunidade de investidores.

## **VI) Risco de propriedades comerciais**

Enquanto o mercado residencial americano está se recuperando, as propriedades comerciais daquele país continuam no abismo. A GGP, uma das maiores empresas de shopping centers do planeta se encontra em concordata. As taxas de vacância em Nova York, Londres e Paris pioraram em simplesmente todos os trimestres deste ano, e não começaram ainda a se recuperar.

Para alguns, isso poderia desencadear um "novo subprime" e gerar uma cadeia de prejuízos tardios, com serias consequências para a recuperação econômica.

## **VII) Um dia os juros vão voltar a subir**

Vamos encarar a realidade: porque a bolsa subiu tanto de preço se a economia mundial ainda está fragil?

A resposta é simples: a bolsa subiu porque os Bancos Centrais jogaram os juros a zero, imprimiram dinheiro igual a um bando de tarados e fizeram mundos e fundos para que fosse absolutamente impossível ficar fora de mercados de risco. O custo do dinheiro praticamente veio a zero. Risco passou a ser ficar fora da bolsa. É claro que isso não irá continuar.

E se tivéssemos que chutar um momento de queda para a bolsa em 2010, não seria nenhuma das alternativas acima. Seria simplesmente quando os investidores começarem a se preocupar com um possível aumento de juros na EUA e depois na Europa. Nem tanto quando isso efetivamente acontecer, mas quando isso começar a ser um assunto (a famosa queda no boato e alta no fato do mercado). Ora, quando o dinheiro voltar a ter um custo, ativos de risco já não serão tão obrigatórios e atrativos, e provavelmente a bolsa irá sofrer com isso.

## **5) O Futuro dos Negócios**

Gostaríamos de dar um presente a todos os nossos leitores. Como está é nossa primeira carta que inicia, gostaríamos de falar sobre a próxima década. Mas como vocês sempre nos leem, resolvemos dessa vez fazer algo diferente. Ainda mais por não ser esta uma simples carta mensal, e sim um relatório anual do ano de 2009, então quisemos mesmo caprichar.

Chegamos então a conclusão que muitos de vocês talvez já estejam cheios de nos ler, e saber sobre nossos insights, nossas opiniões e o que achamos. Decidimos pela primeira vez convidar outros para escrever sobre como eles acham que será a próxima década.

Em setores tão diversos como tecnologia, shopping centers, construção civil, energia e etanol, bancos de investimento, convidados amigos, contatos profissionais e familiares que trabalham diariamente nestes respectivos setores e lhes demos a seguinte pergunta: como vocês imaginam que será o seu setor de atuação nos próximos 10 anos? Que mudanças iremos ver?

E devemos dizer, ficamos muito entusiasmados com os textos que recebemos. Muitas novas tendências são apontadas, como o fim dos softwares proprietários( no setor de tecnologia), a ascensão dos shopping de pequeno porte( construção civil), a mudança da matriz energética brasileira, e muito mais.

Gostaríamos de agradecer profundamente aos escritores desta carta mensal. Foi muito bom pela primeira vez sermos leitores, ao invés de escritores da carta. Com certeza, aprendemos muito mais com vocês que o contrário.

### **5.1) O Futuro do Mercado Financeiro**

*Por Marcos Stein*

Apos o auge da grave crise que atingiu o sistema financeiro mundial, todos os envolvidos no processo decisorio de investimentos recuperam o folego e se questionam sobre o futuro da industria. Cada crise tem sua historia particular e a evolucao dos mercados e dos modelos de negócio dos agentes envolvidos torna realmente peculiar o desenrolar de cada processo de destruicao de riqueza.

A crise de 1929 nos mostrou que os mercados de trabalho podem ser rígidos e uma dose de pragmatismo keynesiano é necessária frente a inercia dos agentes diante da sensacao de perigo; a de 1970, por sua vez, trouxe a necessidade de controlar de maneira sistematica a oferta de moeda na economia; a atual mostrou de maneira clara os limites da racionalidade, dos modelos que a consideram incondicional e da compreensao acerca do ambiente financeiro.

A tarefa das instituições financeiras e gestoras de recursos é bem clara: gerar retorno para seus acionistas e cotistas. Independente do nicho em que atuem, a luta é pela capacidade de diferenciação em um ambiente extremamente competitivo onde todos estão em constante evolução. Grande parte dos esforços e da educação dos tomadores de decisão é baseada na hipótese de eficiência na digestão das informações por parte do mercado. A realidade é que nem em todas as ocasiões isto ocorre.

Uma frase, agora bastante famosa, foi dita pelo então CEO do Citigroup Chuck Prince (na ocasião a maior instituição financeira norte-americana em valor de mercado) e ilustra bem o conflito entre a racionalidade e a urgência em saciar objetivos de curto-prazo: "*So long as the music is playing, you've got to keep dancing. We're still dancing*". A "dança" era a da alavancagem dos balanços e da luta pela manutenção de *market share* em um mercado doente como o de hipotecas imobiliárias.

A destruição de riqueza que resultou desta estratégia foi sem precedentes e criticar Prince, Sullivan, Fuld (os dois últimos ex-CEOs da AIG e Lehman Brothers, respectivamente), e 99% dos comandantes de companhias do setor financeiro agora é tarefa fácil. Sem dúvida alguma, grande parte das diretrizes e estratégias adotadas foram inegavelmente equivocadas e indefensáveis. **Irracionais**, sob o paradigma da teoria tradicional de finanças. A realidade, no entanto, é que estes tomadores de decisão se viram no dilema de manter seus empregos (atendendo as expectativas dos acionistas e do mercado) e se proteger de um risco que se mostrou imenso *ex-post* e no momento não era um consenso. **A racionalidade tem limites.**

Falando de limites e AIG, me recordo de outra história curiosa dos momentos de tensão da crise e que ilustra os limites da compreensão que temos acerca do sistema financeiro. Quando o *debt spread* da AIG, gigantesca seguradora norte-americana, indicava alta probabilidade de falência da companhia, todos no mercado corriam tentando entender quais instituições estariam mais expostas a uma potencial perda decorrente de um *default*. Seria desastroso.

Então surgiu no mercado um rumor que acredito ser verdadeiro, apesar de não ter checado pessoalmente sua veracidade: caso a AIG realmente tivesse a falência declarada, boa parte dos aviões comerciais estaria impedida de operar. Faz sentido: boa parte dos aviões comerciais não pertence às companhias aéreas porque são cedidos em contratos de *leasing*, uma espécie de aluguel, pelas empresas que os constroem.

Este procedimento é praxe na indústria, e para operar, as companhias aéreas muitas vezes são obrigadas contratualmente a estarem cobertas por seguros das aeronaves em *leasing*. Então, a AIG quebra e ninguém voa. Este "anedótico" apenas ilustra, como uma parábola, os **limites da compreensão** que temos acerca do sistema e como muitas vezes não são óbvias e transparentes as consequências de eventos nunca observados previamente.

Existem dezenas de exemplos com consequências muito mais danosas que aviões impedidos de voar, e o ponto mais debatido sobre a opacidade das estruturas utilizadas atualmente é o mercado de derivativos registrados em balcão (contratos bilaterais onde são acordados quase todo tipo de operação entre instituições, sem passar pelos registros de bolsas ou pelo crivo dos reguladores).

Na natureza temos inúmeros exemplos de sistemas extremamente complexos, nos quais pequenas alterações nas condições geram resultados imprevisíveis. Parece que nosso sistema financeiro **sob essas condições no limite** se comporta desta maneira, **imprevisível**.

E dentro deste contexto, e sob condições muitas vezes extremamente demandantes que evolui a disciplina e a indústria do investimento. É fantástico ver como a psique humana e os padrões comportamentais se transportam para os mercados formando um sistema "vivo" e mutável.

Apesar de considerarmos a existência dos limites da racionalidade e da compreensão, não existe remédio para estas condições. Todos os caminhos que foram tomados para sanar riscos expostos pela crise visam situações específicas, como regular o mercado de derivativos registrados em balcão, limitar o nível de alavancagem dos bancos, limitar o bônus dos executivos do setor financeiro, dificultar a utilização de veículos que possibilitem a ocultação de passivos nas demonstrações financeiras...

Por mais que essas ações provavelmente diminuam falhas perigosas e agora evidentes, continuamos sem compreender completamente o sistema em condições extremas e observando a racionalidade apenas dentro de certos limites. Esses, em última análise, foram os fatores geradores da crise e certamente contribuirão decisivamente para a próxima.

Os gestores devem levar constantemente em consideração estas tendências e implementar procedimentos para mitigar efeitos negativos que possam ocorrer. A proteção contra eventos extremos e imprevisíveis, os "*black swans*", via derivativos e outros instrumentos disponíveis deve ser parte constante do arsenal de um gestor.

Uma preocupação constante e acentuada quanto à gestão dos riscos (enquanto muito tempo se consome na tarefa de gerar performance, pouco se gasta considerando como se pode perdê-la) também complementa a boa conduta na gestão. É claro que não é possível delimitar completamente os riscos, mas a tarefa a ser perseguida a exaustão é proteger acionistas e cotistas dos piores cenários.

A indústria de investimentos no Brasil evolui a passos largos e o foco da expansão de muitos bancos de investimento e gestoras de recursos internacionais. A queda nas taxas de juro, o ambiente mais institucionalizado e a geração de novas fortunas são os vetores que moverão de maneira vigorosa a indústria de investimentos. E o gestor do futuro continua sendo fruto da seleção natural e da busca constante pela diferenciação.

*Marcos Stein é operador da mesa internacional do Banco de Investimentos BTG Pactual. Maiores dúvidas e comentários, acessem-o pelo email [marcos.stein@btginvest.com](mailto:marcos.stein@btginvest.com)*

## **5.2) O Futuro da Matriz Energética Brasileira**

*Por Marcelo Acuna Coelho*

O Brasil está bem posicionado em relação à sua matriz energética, com 46% de fontes renováveis. No entanto, o país está se acomodando e “pensando” em sujá-la com termelétricas a óleo e a gás natural.

Tanto é assim que, o Petróleo continuará como grande fornecedor de energia para o desenvolvimento brasileiro, pelo menos até 2020, podendo haver uma sobrevida caso seja comprovada a viabilidade de produção nas reservas denominadas de “pré-sal”. Aumento de até 50% nas reservas nacionais deslocará o pico de produção de petróleo para 2030.

Rebocado pela citada expansão fóssil, grande quantidade de gás natural trará novo vigor ao seu emprego como recurso energético, conforme veremos mais adiante. Em ambos os casos, trarão ao Brasil um conforto energético e um maior prazo para desenvolvimento de tecnologias alternativas.

A matriz hidroelétrica no ano de 2020, na melhor das hipóteses, estará com 80% do seu potencial de geração já explorado; e as restrições ambientais não permitirão o gozo pleno do saldo. Para suprir tais limitações de geração elétrica, outras matrizes deverão “entrar em campo”, tais como: o citado gás natural e a geração por fonte eólica e solar.

As fontes eólicas e solares, no estertores da próxima década, já maduras e de custo muito menor, tomariam seus lugares na matriz nacional, complementando e correspondendo a 62% da extenuada fonte hidroelétrica. As regiões mais beneficiadas seriam: nordeste, os estados de Goiás e Mato Grosso. Nos setores que atualmente demandam petróleo como fonte de energia, o etanol de cana-de-açúcar já vem sendo empregado e possui espaço e potencial de crescimento.

No entanto, considerados “vitrine” do atual governo os derivados extraídos da cana-de-açúcar (etanol e bagaço), dentre outras fontes renováveis, deverão dar um pequeno salto dentro da composição da matriz; em outras palavras, partindo de 12% (2009) para 18% (2015), no espaço de um pouco mais de uma década.

Tal estado de coisas deve-se, em parte, a ausência de um projeto energético nacional claro para o emprego de energias renováveis. E, de outra parte, a articulação ainda efêmera dos empresários do setor e suas entidades de classe. Ao contrário disso, o que se tem de concreto e pró-ativo é o governo federal traçando planos e dividindo o “bolo” da receita a ser gerada com a exploração do citado “pré-sal” com estados e municípios.

### **FROTA NACIONAL DE VEÍCULOS FLEX FUEL – CENÁRIOS**

Durante os primeiros anos do Governo Lula, período em que economia brasileira estabilizou-se, somando-se a isso um câmbio favorável, ao prenúncio da primeira crise do “pico do petróleo” e a “Guerra contra o terror” promovida pelos USA no Golfo Pérsico, surgiu no país os primeiros veículos flex-fuel (gasolina/etanol).

Decorridos quase uma década, a frota nacional conta com 55% dos veículos movidos à gasolina, 7% GNV, 7% etanol, e 31% FF (flex-fuel).

Considerando-se para 2015 um previsto aumento médio/anual de 9% na produção automobilística, mais especificamente para os automóveis flex-fuel, e ter-se-á uma frota nacional composta da seguinte forma: 34% dos veículos leves movidos à gasolina; 4% GNV; 4% etanol e **58% flex-fuel**.

Em tal cenário, o consumo de combustíveis no país deverá ficar centrado no etanol hidratado (64%), seguido pela gasolina tipo A (27%), e, finalmente, pelo etanol anidro (9%) como aditivo a gasolina.

A consequência direta dessa inversão na composição da frota, é que a produção nacional de etanol deverá dar saltos anuais médios de 9%, passando de 27 milhões de metros cúbicos/safra para **55 milhões de metros cúbicos/safra**, e inaugurar uma nova era em que a gasolina é excedente que deverá ser qualificada e exportada.

### **EXPORTAÇÃO DO ETANOL – CENÁRIOS.**

Por questões mandatórias, países com os USA e o Japão, incluso a Comunidade Econômica Européia, deverão “adicionar” etanol a gasolina na proporção de 20%, 5% e 5%, respectivamente, em prazo médio de 10 anos.

Tal demanda, em tão curto espaço de tempo, dificilmente será atingida através de produção interna dos citados países, seja em razão das limitações territoriais e alimentares, sejam por questões tecnológicas (etanol celulósico).

O Brasil possui uma área agricultável total de 850 milhões/ha, ocupando o cultivo da cana-de-açúcar 0,78% da citada área, ou 6,40 milhões/há, o que atualmente é capaz de produzir 27 milhões de metros cúbicos/safra.

Para atingir-se o 55 milhões de metros cúbicos citados no tópico anterior, serão necessários pequenos aumentos de área cultivada (todos concentrados no centro-oeste do país e em área de pastagem) e sucessivos aumentos de produtividade, através da adoção de novas tecnologias de extração e tratamento (já existentes ou em fase final de desenvolvimento) e novas culturas resistentes às pragas e ao clima extremo e mutante (Embrapa, CTC e IAC).

Apesar de todas as condições acima citadas serem passíveis de aplicação, há entraves logísticos, burocráticos e tarifários a serem superados, para que o Brasil possa exportar seus excedentes.

No entanto, superados os desafios ora expostos, abrir-se-á para o país "janelas" exportadoras a partir de 2011, projetando-se iniciar com 4,9 bilhões de litros e alcançando-se em 2015 a quantia expressiva de 8 bilhões de litros exportados. A composição desse quadro ficaria assim distribuída até 2015: 2,6 bilhões/L para os USA; 1,9 bilhões/L para a E.U., 3 bilhões/L para o Japão, e 800 milhões de litros para outros países.

*Marcelo Acuña Coelho*

*Diretor Jurídico da E-Machine Comercial Ltda.*

[marcelocoelho@e-machine.com.br](mailto:marcelocoelho@e-machine.com.br)

[www.e-machine.com.br](http://www.e-machine.com.br)

*Editor do Ethanol Brasil Blog: [www.ethanolbrasil.blogspot.com](http://www.ethanolbrasil.blogspot.com)*

### **5.3) O Futuro da Tecnologia: Softwares em Troca de Publicidade**

*Por Felipe Marcondes*

A Google é uma empresa que tem publicidade sua como principal fonte de receita, com alguns inclusive dizendo que eles são os únicos que realmente ganham dinheiro com publicidade na internet nos dias de hoje. Sua receita com publicidade é tão grande que por volta de 2007, decidiu concorrer com a poderosa Microsoft, desenvolvendo software de qualidade com distribuição gratuita em seu portal, o que gera ainda mais volume e logo aumenta seus lucros com publicidade e que sacode o mercado mundial de software pago. Os softwares da Google buscam uma alternativa gratuita e de qualidade para browsers, administradores de e-mail e até o Microsoft Office.

Segundo o New York Times, o plano é lançar pacotes premium desses softwares e vendê-los ao público corporativo, o que vai ameaçar empresas como a Microsoft, que tem grande parte da sua receita proveniente desse nicho de mercado, entre outras grandes. Fica difícil competir com a Google, já que as empresas de software tem um custo muito grande para criar e melhorar seus software e dependem da receita proveniente da venda para cobrir esses custos enquanto a Google usa publicidade para cobrir grande parte dos custos e usa os software desenvolvidos para gerar para si mais publicidade.

Podemos esperar para 2010 uma grande revolução no mercado mundial de software e internet. Enquanto muitos brigam por direitos autorais e sofrem com downloads clandestinos, empresas como a google, talvez por terem visão, talvez por terem uma oportunidade devido ao seu tamanho

e seu modelo de negócio ou provavelmente uma mistura dos dois fatores, decidiram usar essa tendência em seu favor, disponibilizando o software gratuitamente e agora gradativamente avançando em um novo mercado. Se a história se repetir e a Google continuar sendo vitoriosa na grande maioria das coisas que faz, 2010 será um ano bem interessante para os mercados de internet e software.

*Felipe Marcondes é sócio fundador do website Entregapram im, um negócio inovador na área de tecnologia no Brasil*

## **5.4) A Próxima Década para a Construção Civil no Brasil**

*Por Fernando Azevedo Araujo*

Coincidentemente quando estou indo para o computador escrever sobre as perspectivas das Indústrias da Construção Civil e Shoppings Centers (estão de certa forma relacionadas), passo os olhos no jornal do dia e qual é minha surpresa de ver que as ações que mais renderam em 2009 por setor foram em primeiro lugar a construção civil (204,29%) e em segundo lugar administração de shoppings (195,92%).

É de certa forma bom começarmos com esta boa notícia pois minha visão para estas indústrias para os próximos anos é um pouco diferente, mas como nos finais de ano sempre aparecem economistas de plantão para profetizarem o futuro (obs: sou engenheiro) e depois acabamos por esquecer o que foi dito, também me acho no direito fazer minhas previsões. Então vamos lá:

1- Construção Civil (Setor Imobiliário): Começo fazendo esta segmentação (setor imobiliário), pois a indústria pesada passará por outro patamar da economia pois com certeza no próximo ano o Governo injetará muitos recursos para grandes obras (é um ano eleitoral) e seguramente este setor vai estar indo bem, mas no setor imobiliário, vemos que depois de um ano muito ruim (2008), tivemos um excelente ano para as empresas que atuaram neste setor, o que é interessante, já que não foi pelo que elas fizeram mas a perspectivas do que estariam por fazer depois do lançamento do programa Minha Casa Minha Vida, que abriu a possibilidade de construção de mais de 1.000.000 de novas moradias para baixa renda, e aí começa minha primeira observação:

Vi uma correria de grandes Empresas para atuarem neste segmento, Empresas estas sem a menor experiência em baixa renda. Ora, trabalho há mais de 30 anos neste segmento e sei como é difícil, desde a compra de bons terrenos, a aprovação de projetos, a dotação de infraestrutura básica ( água, luz, esgoto, águas pluviais telefone, etc.), conseguir construir sem o menor desperdício, com um projeto correto, para no final ter um pequeno ganho ( se tudo der certo) que só é viável em grande escala.

Obras têm um tempo de maturação, mais de dois anos, e portanto só vamos ter o resultado dessas novas Empresas que foram para um mercado que não estão acostumadas, em 2010 ou 2011, e seguramente teremos surpresas, talvez não muito boas.

2- Industria de Shopping Centers: Comecei a contruir o primeiro Shopping Center à 15 anos (já estou no quarto), e no início ainda vi a Industria com possibilidades boas, pois tinhamos determinados lugares nas grandes cidades que ainda não tinham sidos explorados, portanto com uma área primária virgem.

E o que aconteceu nesses quinze anos foi um aumento muito grande do número de shoppings (não podemos esquecer a renda disponível para consumo no Brasil) em que cada vez mais está se construindo em áreas de influência de outros shoppings, e começo achar que poderemos ter dificuldades para alguns dêles. E onde está a saída:

No nosso ponto de vista o futuro da industria se encaminhará para uma versão de shoppings enxutos , com uma ou duas lojas âncoras , menos estabelecimentos, , estacionamento externo, e um modelo que possa ser reproduzido em grande escala, pois poderemos atender cidades com pequena população e bairros. Não tenho dúvida que este será o caminho, inclusive já estamos montando um Fundo Imobiliário para atuar neste segmento.

A todos um 2010 com Saúde e Paz.

*Fernando Azevedo Araujo é acionista da ECIA uma tradicional empresa imobiliaria, que ja entregou mais de 40.000 imoveis residenciais e três grandes shopping centers regionais no Estado do Rio de Janeiro. Email: [fernando.andrea@terra.com.br](mailto:fernando.andrea@terra.com.br)*

---

## Sobre a FCL Capital

**FCL** *Capital*



A FCL Capital é uma empresa de investimentos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é gerenciar o patrimônio de seus investidores. Os nichos de atuação da FCL são investimentos em empresas abertas (posições compradas e vendidas nos mercados acionários), empresas fechadas (investimentos em private equity e Venture Capital) e investimentos em ativos financeiros em geral através de considerações Macroeconômicas. Mais sobre a FCL, seus sócios fundadores, sua estratégia de investimento e suas cartas mensais de gestão pode ser encontrado no site [www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com) e podemos ser contatados pelo tel (55)(21) 3268-7918 bem como pelo e-mail [fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com).