

# ITAÚ SECURITIES: A internacionalização é um negócio de pessoas

Preparado pelo Prof. Frederico Araujo Turolla, da ESPM-SP<sup>1</sup>, com a colaboração de Maria Fernanda Freire de Lima, da Pezco.

2008

---

<sup>1</sup> Este caso foi escrito inteiramente a partir de informações cedidas pela empresa e outras fontes mencionadas no tópico “Referências”. Não é intenção do autor avaliar ou julgar o movimento estratégico da empresa em questão. Este texto é destinado exclusivamente ao estudo e à discussão acadêmica, sendo vedada a sua utilização ou reprodução em qualquer outra forma. A violação aos direitos autorais sujeitará o infrator às penalidades da Lei. Direitos Reservados ESPM.

## Contexto: antes de tudo, um negócio de pessoas

### Tóquio, março de 1993

Escolher o tema de uma dissertação de mestrado não é uma tarefa fácil. Principalmente quando a sua escola fica do outro lado do mundo. Foi por essa razão que a Mônica, estudante da Sophia University, em Tóquio, decidiu procurar pessoas para trocar ideias sobre o que fazer. Foi buscando entre os conhecidos, brasileiros residentes, colegas de escola. De um relacionamento com a embaixada brasileira no Japão veio a recomendação de procurar Roberto Nishikawa, executivo brasileiro que àquela época trabalhava para o Bankers Trust no Japão. Roberto desenvolvia um trabalho de vendas de ativos brasileiros para investidores japoneses. Entusiasmado, discutiu com a Mônica sobre os mercados e a atratividade dos títulos de renda fixa brasileiros para os investidores daquele país.

Da conversa com Roberto, Mônica recolheu não apenas ideias para escolher o tema da sua dissertação – agora já pensava em explorar os caminhos do investimento estrangeiro nos mercados brasileiros – mas também a introdução a outras pessoas com quem pudesse trocar mais ideias. Apresentada pelo Roberto, Mônica procurou Thomas de Coene, executivo belga que àquela época trabalhava com Finanças Corporativas para o Citibank no Japão. Thomas já tinha uma longa história de relacionamento com o Brasil, onde havia residido trabalhando para o Citibank. Da conversa com o Thomas, Mônica colheu mais ideias e mais subsídios para tentar entender o que levava o capital japonês a se deslocar para a América Latina, e o que o Brasil poderia fazer para atrair tanto interesse quanto o México, àquela época a “estrela” da região.

A história provou que o momento pelo qual passava o Brasil, a alta inflação, os planos econômicos de pouco sucesso, ainda eram um grande empecilho para que o país se consolidasse como porto seguro para o capital estrangeiro. Às vésperas do “Plano Real”, o país ainda se afogava em uma sucessão de passos equivocados nas políticas públicas. Alguns anos e muito trabalho coletivo seriam ainda necessários para que o país se firmasse como uma das principais economias de ponta do mundo. E na história pessoal da Mônica, as sementes plantadas naqueles meses de produção acadêmica um dia se provariam dar excelentes frutos.

### São Paulo, março de 1994

O mundo redescobria o Brasil. Com um novo presidente e uma nova economia, o país começava a acertar o seu presente e delinear um futuro melhor do que os quinze anos anteriores. Em quase um ano, o “Plano Real” tinha já mudado a superfície da economia, principalmente domando a inflação. Toda uma geração de pessoas, inclusive a da Mônica (que nunca tinha podido planejar um mês que fosse do seu próprio orçamento) agora sentia nos bolsos o alívio da previsibilidade.

No seu enredo pessoal, com o diploma de mestrado nas mãos e depois de muito procurar o trabalho em que pudesse usar as coisas que tinha estudado com tanto afinco, Mônica assina um contrato com uma corretora inglesa que, de forma pioneira, acabara de se instalar no Brasil. A função era ser analista de investimentos, produzindo estudos sobre setores e empresas específicas, de forma a facilitar o investimento de fundos estrangeiros no mercado brasileiro. O desafio era começar do marco zero, aprender a profissão e ajudar a Corretora a desenvolver um novo projeto no Brasil.

Dedicar-se a mostrar aos investidores estrangeiros que o Brasil tinha uma nova cara não poderia ter acontecido em melhor momento. Entretanto, a função ainda era muito nova entre os analistas brasileiros, que nunca tinham sido expostos ao mercado aberto e ao investimento estrangeiro. O presidente da Corretora sugeriu que a Mônica fosse treinada no escritório

de Tóquio, uma vez que o japonês era o exemplo perfeito do mercado “ex-emergente” que mais atraía investimentos estrangeiros na face da terra. Para aprender como estruturar um serviço do nível que os clientes externos esperavam, sem desfazer as malas, a Mônica tomou de volta o rumo da Ásia.

### São Paulo, março de 2006

Completava-se quase doze anos do “Plano Real”. O Brasil passava por um ciclo virtuoso: democracia consolidada, governo de esquerda eleito pela maioria da população, crescimento tímido mas consistente. Diversos indicadores apontavam para uma melhor distribuição de renda, as empresas já eram capazes de fazer e executar planos de longo prazo. Com todos os ingredientes da estabilidade, instituições melhores, gente mais qualificada, regras explícitas, o Brasil era considerado o ponto focal da América Latina. Depois de idas e vindas, crises nos mercados financeiros globais, altas e baixas, o capital estrangeiro já frequentava o país com intimidade. O “B” dos BRICs<sup>2</sup> definitivamente se tornara parte do mapa do investimento global.

Na história da Mônica, muito também havia se passado. Como analista de investimentos, adquiriu conhecimentos específicos sobre diversas indústrias, viajou o mundo “vendendo” o Brasil. Mudou o foco do seu trabalho durante alguns anos, fazendo gestão de investimentos; finalmente, em 2002, decidiu fazer uma pausa na profissão. Retomando a ideia de voltar para a escola, investiu algum tempo para plantar mais para os anos “pós-mercado”: foi buscar o seu doutorado.

Em março de 2006, às vésperas de se qualificar para o título, buscava um tema para a sua tese. Entre os conhecidos, ex-colegas de trabalho, colegas de escola, as conversas a levaram a pensar sobre os passos futuros, sobre como utilizar seu conhecimento naquele momento tão promissor da economia do País.

### São Paulo, agosto de 2006

O telefone toca, é um “head-hunter” conhecido. A oportunidade que ele lhe oferece é conversar com uma Corretora brasileira, que buscava um profissional para colaborar no desenvolvimento de um novo projeto. O desafio era, de novo, começar do marco zero. Usar tudo o que aprendeu até ali na profissão e ajudar a Corretora a levar adiante um novo projeto na Ásia. Mônica acha interessante, e não pode deixar de pensar que o mundo dá mesmo muitas voltas. No fim da conversa, o “head-hunter” avisa: “você vai falar com Thomas de Coene, presidente da Itaú Securities EUA, e Roberto Nishikawa, CEO da Itaú Corretora”.

A entrevista com Thomas de Coene foi bem objetiva. “Somos especialistas em Brasil. Nossa missão é buscar investidores para o mercado brasileiro, neste momento tão único da história recente. Precisamos de gente que conheça profundamente o país e que ao mesmo tempo tenha o conhecimento das culturas dos nossos futuros clientes na Ásia”. Do Roberto Nishikawa, Mônica ouviu a confirmação da estratégia e do es copo do projeto: “vamos nos consolidar como os melhores especialistas do mercado brasileiro no contexto global. O fluxo do capital global está mudando, a Ásia se mostra cada vez mais uma geradora de riqueza. Serão mercados emergentes investindo também em mercados emergentes, um novo caminho. Precisamos de gente que conheça bem os dois lados e esteja disposta a desenvolver algo completamente novo”.

---

<sup>2</sup> Termo cunhado pelo economista Jim O’Neill, da Goldman and Sachs. As iniciais “BRIC” designam Brasil, Rússia, Índia e China. No relatório datado de 2003, o economista aponta os quatro países como líderes no crescimento da economia mundial.

## Hong Kong, setembro de 2006

Inaugura-se a Itaú Asia Securities Ltd. Com um time inicial de cinco profissionais, a empresa do Grupo Itaú tem a missão de se dedicar a servir investidores asiáticos que queiram investir no Brasil.

### A estrutura: crescendo com o fluxo

O Grupo Itaú comporta 11 empresas, sendo a holding Itaúsa um conglomerado que abrange setores diversos como tecnologia, materiais de construção, empresas financeiras. O braço financeiro do grupo, a Itaú Holding Financeira, tem mais de 70 mil acionistas espalhados pelo globo; atua em atividades de seguros, banco comercial, banco de investimentos, corretora de valores mobiliários. O grupo todo cresceu muito através de aquisições. Com a aquisição do BankBoston, em maio de 2006, ampliou a sua presença fora do Brasil, com bancos comerciais na América Latina. Ao mesmo tempo, a Corretora do grupo já se expandia pelos Estados Unidos e Europa. A Itaú Securities USA foi estabelecida em 2002; a operação em Londres foi iniciada em 2003 e a decisão de se expandir para a Ásia foi tomada em 2006.

O estabelecimento da Itaú Asia Securities em Hong Kong se baseou, entre outros fatos, em ser Hong Kong a porta da economia de maior crescimento nas últimas décadas. A cidade de sete milhões de habitantes tem uma renda per capita próxima de US\$ 29,000<sup>3</sup> e um mercado financeiro desenvolvido. A herança da colonização inglesa deixou um sistema político independente, um sistema jurídico sólido, um nível de desenvolvimento institucional emparelhado aos maiores mercados globais. Como parte da República Popular da China, Hong Kong congrega uma comunidade local e internacional ao mesmo tempo. Geograficamente, está no coração da Ásia.

A Itaú Corretora decidiu posicionar-se em mercados fora do Brasil por razões de ordem interna e externa. Internamente, a expansão veio em linha com a internacionalização do Grupo Itaú como um todo. Externamente, a maior participação dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro demanda que a Corretora se coloque mais perto desses clientes; com os escritórios fora do Brasil, é possível prover a oportunidade aos investidores nos Estados Unidos, Europa e Ásia de receberem um serviço local e ao mesmo tempo extremamente especializado. Em 2006, mais de um terço do capital movimentado na Bovespa já vinha do exterior; de todas as ofertas públicas de ações de empresas brasileiras ocorridas entre 2004 e 2008, aproximadamente 70% do investimento foi feito por fundos estrangeiros de todo o globo.

Por fim, com a holding Itaúsa e a Itaú Holding Financeira listadas também fora do Brasil, muitos investidores já eram familiares com o Grupo como acionistas. Posicionar a Corretora como prestadora de serviços, muitas vezes para seus próprios acionistas, também se constituía um desafio.

Em termos de espaço competitivo, há hoje corretoras internacionais provendo serviços para os mesmos clientes em todas as regiões, inclusive na Ásia. Entretanto, o estabelecimento da Itaú Corretora na Ásia foi um movimento pioneiro, com o objetivo central de consolidar-se como os melhores especialistas em Brasil também naquela região.<sup>4</sup>

A estratégia adotada tem como base a percepção de que os investidores em qualquer região têm como opção para canalizarem seus investimentos as chamadas “instituições globais”, ou as “instituições locais”; os bancos globais têm a prerrogativa de oferecer perspectiva comparativa. Entretanto, da ótica do investidor global, o mérito de se utilizar casas com foco cobertura de um mercado específico (como a Itaú Securities) reside na especialização e no

<sup>3</sup> Dado do World Bank, 2007.

<sup>4</sup> Até setembro de 2008, a Itaú Asia Securities era ainda a única instituição a prestar serviços locais para os clientes na Ásia.

conhecimento profundo e focado. Assim, uma corretora brasileira estabelecida em mercados-chave no âmbito global tem a possibilidade de ganhar mercado pelo seu grau de conhecimento específico, sua “expertise” local no Brasil e a extensão da sua rede de relacionamentos com empresas e instituições.

A estratégia do Grupo Itaú é estar presente em mercados onde existe capital disponível para investimentos em diversas áreas. Geograficamente, a expansão está acontecendo em direção à Ásia; partiu-se do Itaú Asia Securities (de Hong Kong) para uma nova subsidiária em Tóquio, e mais uma nova empresa baseada em Dubai. Nos novos endereços, a ideia é cobrir mercados tradicionais e já consolidados (como o Japão), bem como atrair os frutos da mudança do eixo da economia mundial em direção ao oriente: o dinheiro novo fluindo dos países produtores de petróleo e a da espantosa expansão da economia da China, bem como da riqueza acumulada em Cingapura e no Oriente Médio.

Para suportar o crescimento e o atendimento a todos os mercados, a Corretora conta com mais de 240 colaboradores, time construído nos últimos cinco anos. Em setembro de 2008, o pessoal dedicado à Ásia já somava dezesseis pessoas, reportando em linhas de produtos conduzidas a partir do Brasil e localmente aos gestores encarregados de prover a estrutura para a condução do negócio. Misturando sempre ao expertise brasileiro o dos profissionais locais, o grande desafio é estabelecer as regras de convivência de tantas culturas diferentes.

O resultado de todo o crescimento foi a criação de uma nova identidade: em abril de 2008, a Itaú Corretora adotou uma marca única, alinhada com o seu novo perfil multirregional: tornou-se em todos os mercados a nova “Itaú Securities”, agora um guarda-chuva cobrindo quatro continentes.

#### **A Perspectiva Pessoal: “É caminhando que se faz o caminho”**

A pergunta que frequentemente escuto, quando falo da minha experiência profissional, é invariavelmente: “Por que a Ásia”? Tantas quantas vezes, me pergunto a mesma coisa. Antes de terminar o curso de Economia, pouco tinha ouvido falar sobre a região, muito menos sobre as especificidades culturais. Onde cresci, poucos asiáticos havia, mas nos idos da década de 80 o mundo começou a admirar o milagre japonês. Durante os





anos da universidade, estudei com afinco inglês e francês. Queria ser diplomata, estudava economia, história, mergulhava nas ciências humanas, principal matéria para frequentar o mundo da diplomacia.

Quando estava no último ano do curso, por relações pessoais, descobri que meu Estado tinha um convênio de intercâmbio técnico com uma província japonesa. Enquanto fazia as últimas 12 matérias que restaram para os dois últimos períodos, fazia um estágio de meio horário na Companhia Energética de Minas Gerais; com tanto a fazer, ainda encontrava nas horas de almoço o espaço necessário para ainda melhorar o inglês e... me aventurar pelo japonês.

O tal convênio consistia em levar um recém-formado para o Japão por um ano, ocasião em que o trainee era alocado para alguma função dentro de um órgão de Governo Provincial. O Japão era a bola da vez. O mundo se admirava com a nação que havia se reerguido no pós-guerra, os carros japoneses invadiam os Estados Unidos, o mundo começava a comer sushi. Pensei que a diplomacia podia esperar, e que definitivamente mais uma língua no currículo ainda me levaria naquela direção.

Enquanto rabiscava os primeiros hiraganas nos horários de almoço, aprendia sobre planejamento energético na CEMIG e corria de uma sala para outra na FACE, costurava os primeiros passos de uma carreira. Qual? Não fazia a menor ideia. O fim do ano trouxe o diploma em Economia e uma vaga para um Mestrado em Ciências Políticas, conquistada a duras penas e muitas provas, sempre mirando a diplomacia. Mas trouxe também os exames para conseguir a bolsa do governo japonês. Na bifurcação da estrada, a última ideia me pegou em cheio. Em seis meses eu estava, de mala e cuia, desembarcando pela primeira vez no Japão.

Entre aquele dia de julho de 1987 e, quase vinte anos depois, um outro dia de setembro de 2006, muito se passou no que construí como “carreira”, se é que isso ainda existe. Na colcha de retalhos que juntei nesses vinte anos, usei e criei de tudo um pouco: desde as infundáveis horas de estudo de línguas e culturas, diferentes funções e, a cada vez, novos aprendizados. Da mesma forma como fui parar no interior do Japão, onde vivi e aprendi novos princípios, rodei quase todo o mundo; também voltei para casa e revisitei tudo que eu achava que já conhecia muito bem. E tudo isso apenas para notar que a cada curva do caminho havia sempre mais uma página em branco, um recomeço.

Em 2006 me encontrei em mais uma dessas curvas. Depois de ter vivido por sete anos no Japão, de muitas idas e vindas pelo mundo. Sem a diplomacia, que ficou para uma outra vez. Depois de vários escritórios, aviões, aeroportos, escolas, livros, bibliotecas e teses. A Ásia, de novo... De novo, saindo do marco zero. Novos e velhos nomes, um trabalho diferente e ao mesmo tempo tão conhecido. Buscar gente, aprender, tecer relações, ensinar, recolher. Um novo cenário, o mesmo recomeço...

Foto: Mônica Carvalho com clientes. Foto cedida por Mônica Carvalho.

### A decisão de internacionalização

A decisão de internacionalização das firmas não é trivial. Requer volumes de capital, e compreende significativos custos de transação, além de envolver questões conjunturais e institucionais, específicas a cada país de destino.

Um dos enfoques tradicionais sobre a internacionalização de empresas é dado pela Teoria dos Custos de Transação, que enfatiza os contratos e as negociações. Os custos de transação (Coase, 1937) referem-se aos dispêndios ex ante com a obtenção de informações, com a negociação e com o estabelecimento e garantia do cumprimento de contratos. Já, os custos

de transação ex post são relativos aos recursos despendidos para reajustar um contrato mal definido ou adaptá-lo a possíveis contingências, e Oliver Williamson alerta que tais custos são interdependentes, devendo ser analisados simultaneamente, não sequencialmente, com base nos conceitos:

✓ de racionalidade limitada, em que os agentes econômicos são incapazes de acumular, processar e transmitir informações, além de prever todos e quaisquer acontecimentos futuros;

✓ de oportunismo, o agente detentor de informação privilegiada é propenso a agir de modo autointeressado, e que, com a assimetria informacional, pode envolver perdas para a outra parte envolvida na transação;

✓ de especificidade de ativos, tangíveis ou intangíveis, com usos específicos para um ou poucos usuários, e associados altos custos em casos de interrupção ou rompimento inesperado do contrato dado o estabelecimento de uma relação de dependência entre o comprador e o vendedor. São especificidades, segundo (Kupfer, 2002):

- de localização, em que uma vez estabelecido torna-se inviável ou impossível seu transporte;
- física, com características de design;
- personalizados e de capital humano que necessitam de curva de aprendizado;
- de ativos dedicados, que ocorre quando o investimento torna-se viável apenas se a quantidade vendida for expressiva.

Os custos de transação também estão relacionados à frequência com que a transação ocorre, assim como às incertezas do comportamento dos agentes envolvidos, apenas no caso de ativos específicos.

Novas formas institucionais surgem em busca de salvaguardar suas transações, internalizando-as por meio de integrações verticais, sejam elas dentro de um mesmo território ou além-fronteiras. A integração vertical é uma forma de organização das firmas de forma hierárquica, caracterizada pela internalização de transações. Apresenta, a priori, maior eficiência potencial quanto aos custos de transação, mas em contrapartida, o custo de oportunidade subjacente é relativo à disciplina exercida pelo mercado. Assim, essa forma de organização só será adequada quando os custos de mercado forem proibitivos, tornando os de organização interna relativamente diminutos.

Os custos de transação que separam o mercado asiático e o mercado brasileiro são elevados. Para um investidor, por exemplo, não é simples acessar recorrentemente o mercado brasileiro em transações de curta duração. É por isso que a internacionalização de grupos financeiros brasileiros passa a fazer sentido, pois permite construir relações de prazo mais longo, baseadas em ativos específicos, que se traduzem em negócios que dificilmente seriam obtidos em outras bases.

## Um movimento generalizado

Uma notícia recente do DCI revela justamente que os grandes bancos brasileiros já disputam mais acirradamente o mercado asiático. O Bradesco anunciou parceria na área de gestão de recursos de cooperação de administração e distribuição de fundos de investimentos com o banco japonês Tokyo-Mitsubishi UFJ, além de projetos de abertura de corretoras em Dubai, Hong Kong e Tóquio. Com isso, procura assegurar sua presença nos mercados asiáticos e aumentar seus canais de distribuição como parte de sua estratégia de internacionalização e visa oferecer, aos asiáticos, a diversificação de investimentos no Brasil, em fundos de renda fixa.

Depois do recebimento do grau de investimento das agências de classificação de risco, o país se tornou muito mais atrativo. No momento, as expectativas de atração de investimentos para o país são altas, e se descarta a possibilidade de que brasileiros passem a investir no mercado asiático, ao menos por ora. O Bradesco deve, então, montar uma estrutura de atendimento em Tóquio, essencialmente para subsidiar os investidores asiáticos com informações sobre o mercado brasileiro. A maneira mais fácil de entrar em mercados internacionais, segundo eles, é através do estabelecimento de parcerias com uma empresa local e conhecedora do mercado.

O Itaú lançou em junho de 2008 um fundo em parceria com o Nikko Asset Management no Japão. Estabeleceu também parceria com a gigante Daiwa Securities Group – segunda maior corretora e banco de investimentos do Japão – para lançar fundos de ações e de renda fixa com ativos brasileiros, no mercado japonês com previsão de captação de até US\$ 1 bilhão cada. Como o Bradesco, pretende aproveitar a força de distribuição dos seus parceiros locais e utilizar de seu conhecimento do mercado. Em 2007, já havia entrado na Coreia com o Brazil Samba Fund e o KDB Latin American Equity Fund em parceria com a Daewoo Securities e KDB Asset Management.

O Unibanco, por sua vez, começa a buscar o mercado de serviços de cartão de crédito no mercado mexicano, mas revela que, primeiro, é necessário entender o mercado almejado e verificar se este se encaixa no modelo de negócios do banco.

### Questões para discussão

1. Se você estivesse na posição de executivo-chave de um banco de investimentos com operação no Brasil, internacionalizaria suas operações? Por quê?
2. Qual é o tipo de profissional a se procurar para que a ação seja bem-sucedida? Quais são as principais características do perfil desse profissional?
3. A internacionalização dos bancos brasileiros na Ásia cria negócios novos ou apenas desloca negócios existentes para essa nova plataforma?
4. Sob o ponto de vista pessoal, como profissional, como e quando decidir “a hora de parar”?



## REFERÊNCIAS

DCI. Bradesco e Itaú ampliam disputa pela Ásia. pp. A13, 20 de agosto de 2008.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica*, Vol. 4, November, pp. 386- 405, 1937.

WILLIAMSON, O. E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*, Vol. 19, December, pp. 1537-1568, 1981.

WILLIAMSON, O. E. *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York: The Free Press, 1985.