

FCL*Capital*

Setembro | 2016

Valuation e seus mistérios

No final de 1999 um estudante de PhD de Stanford estava se sentindo ansioso e estressado. Ao longo dos vários meses anteriores, ele havia desenvolvido com um colega, um algoritmo que, segundo ele, poderia procurar páginas e diretórios por toda a web de maneira mais eficiente.

A tecnologia parecia promissora e através de uma série de tentativas o aluno, eventualmente, foi capaz de entrar em contato com Vinod Khosla, um dos capitalistas de risco mais proeminentes no Vale do Silício.

Khosla gostou do trabalho dos estudantes de doutorado e fez uma oferta para comprar toda a tecnologia, incluindo suas futuras receitas comerciais, pelo preço de US\$ 1 milhão.

Como tal tecnologia era semelhante a uma que estava sendo desenvolvida por outra empresa financiada por Khosla, um portal da web chamado Excite.com, Khosla entrou em contato com seus executivos com a idéia de fazerem uma proposta conjunta.

A oferta 1 milhão de dólares foi aceita pelos dois estudantes.

Antes de assinarem o acordo, no entanto, a administração da Excite estava relutante. Eles simplesmente não viam muita diferença entre a sua própria tecnologia e aquilo que estava sendo adquirido.

Finalmente, Khosla entrou em cena novamente. Os estudantes pareciam bastante inclinados a vender, fazer algum dinheiro como compensação por seu trabalho e esforço e rapidamente voltar aos seus estudos. Khosla foi capaz de convencê-los a fazer o negócio por U\$ 750,000 mais 1% da Excite.

Sua única condição, de acordo com o CEO da Excite na época, era que a Excite iria substituir sua tecnologia existente, pela tecnologia que estava sendo vendida. Isso porque eles acreditavam que assim, sua participação na empresa seria um pouco mais valorizada. Assim, os estudantes acabaram desistindo da oferta.

Como sabemos, os estudantes em questão eram Larry Page e Sergey Brin, e a empresa fundada com o seu trabalho, a Google, agora vale cerca de US \$ 200 bilhões de dólares e é de acordo com muitos, incluindo eu mesmo, a empresa mais impressionante já criada pela humanidade.

-----///////////////-----

Em 1987, Bill Gates também estava se sentindo nervoso. No ano anterior, sua empresa, a Microsoft, tinha feito um IPO muito bem sucedido.

Gates tinha receio que, agora que as ações da Microsoft tinham mais do que triplicado de preço e a empresa valia quase US \$ 3 bilhões de dólares, muitos de seus empregados já eram milionários e podiam não sentir a mesma motivação de antes.

Além disso, dirigir uma empresa pública era, obviamente, muito trabalhoso e muito diferente de dirigir um startup.

Assim como a maioria das empresas, alguns analistas amavam a empresa e suas perspectivas, enquanto outros eram mais pessimistas.

Mas após a ascensão meteórica de 1987, uma valoração de quase 3 bilhões de dólares, até mesmo Gates estava relutante e pensou que o preço das ações estava um pouco inflado.

Durante um evento para investidores naquele ano, um analista de ações disse à Gates, que a sua empresa estava sobrevalorizada. Gates concordou.

Nos 13 anos seguintes o preço das ações da Microsoft aumentou quase duas centenas de vezes.

-----///////////////-----

Voltando a época em que a Excite passou a oportunidade de comprar o incipiente Google, só havia um portal da web maior do que eles. Era o Yahoo.

O pico da glória do Yahoo foi em 2000, quando ele não valia nada menos do que \$ 125 bilhões de dólares.

Ao longo dos anos, o seu modelo começou a perder terreno para velocidade, confiabilidade e conveniência do Google. Yahoo nunca foi capaz de recuperar a sua proeminência, mas continuou tentando. Em 2008, seu fundador, Jerry Yang, rejeitou uma oferta de compra do Yahoo no valor de \$ 44,6 bilhões de dólares, certo de que esta oferta era muito baixa.

Em 2006, Yahoo, desesperada para encontrar novas vias de crescimento, ofereceu 1 bilhão de dólares para uma startup promissora chamada Facebook. A maioria dos conselheiros do Facebook decidiu aceitar a

oferta, considerando-a justa. No conselho estavam alguns dos investidores mais proeminentes no Vale do Silício, incluindo Peter Thiel.

Mark Zuckerberg, no entanto, não queria perder o controle e decidiu pedir um pouco mais. Depois de um tempo, Thiel contou que se lembrava de dizer: "Nós provavelmente deveríamos falar sobre isso. Um bilhão de dólares é muito dinheiro." Eles discutiram a conversa. Thiel disse que ele e Jim Breyer enfatizaram: "Você possui 25 por cento. Há tanta coisa que você poderia fazer com esse dinheiro". Thiel lembra que Zuckerberg disse, em poucas palavras: "Eu não sei o que eu poderia fazer com esse dinheiro. Eu iria acabar criando outro site de rede social. Eu meio que já gosto desse que eu tenho".

E por poucos detalhes, Yahoo não comprou o Facebook, que agora vale quase US \$ 200 bilhões de dólares, por 1 bilhão de dólares há dez anos.

Yahoo, no entanto, não teve um destino tão bom: depois de ter alcançado o valor de 125 bilhões de dólares em 2000 e recusar uma oferta de US \$ 45 bilhões em 2008, o negócio de busca da empresa foi finalmente vendido por US \$ 4,5 bilhões em 2014.

-----///////////////-----

Esta carta é dedicada à valoração de empresas, (ou seu termo em inglês valuation) e seus mistérios. E a primeira idéia que vem à nossa mente é: valuation é algo tão complexo e ainda tão mal compreendido que mesmo quem está dentro da empresa e seus fundadores, pessoas que sabem ou deveriam saber como ninguém sobre o valor de suas empresas, por vezes, não têm noção sobre o quanto suas empresas valem.

E não estamos falando de pessoas ingênuas. Estamos falando de alguns dos capitalistas mais brilhantes do planeta, como Larry Page, Bill Gates, Jerry Yang e Peter Thiel. Se eles não sabem o quanto suas empresas valem, como pode o resto mundo saber?

-----///////////////-----

Mistério 1: O futuro é incerto e cheio de surpresas, mesmo para insiders

Uma das métricas mais clássicas que investidores usam ao monitorar uma empresa e suas ações é o comportamento dos insiders, tais como conselheiros e acionistas controladores. Este é um exercício muito justificável e esta casa tem feito monitoramento de insiders , assim como a maioria das gestoras de investimento, quase desde o seu dia de fundação.

A lógica é simples: insiders sabem melhor do que ninguém sobre como a empresa está indo e se eles estão vendendo com intensidade, é melhor tomar cuidado.

Já existem algumas evidências acadêmicas que embasam este raciocínio. No entanto, está longe de ser perfeito. Há muitos casos em que insiders, mesmo quando têm um ótimo histórico, erraram completamente na interpretação das perspectivas de suas empresas, geralmente sendo otimistas demais, mas também não conseguindo ver a escala completa das oportunidades à frente, como a maioria dos exemplos que vimos no começo desta carta.

Se ninguém, nem mesmo os insiders, realmente sabem o verdadeiro valor das empresas, aqui está um segundo mistério: o Sr. Mercado, como dito por Benjamin Graham, é um maníaco depressivo cujo humor oscila descontroladamente.

Às vezes, a cada poucos anos ou mais, as pessoas ficam eufóricas: ``Esses são os novos tempos! ``. ``Você não deve perder o rali ou será um paspalho!``. Até mesmo sua esposa começa a reclamar que amigos, colegas de ioga e maridos de suas amigas estão todos ganhando dinheiro com ações e você devia fazer alguma coisa!

-----///////////////-----

Mistério 2: o pêndulo balança e alterna entre euforia e complacência

Outras vezes, pode parecer um planeta diferente, mas num espaço de poucos anos, todos vão dizer-lhe que é melhor ser cauteloso! Ações são para pessoas irresponsáveis. E que é tudo um jogo manipulado de qualquer forma.

Jim Chanos é um dos mais famosos apostadores na baixa em Wall Street. Alguns anos atrás, ele deu um curso em Yale sobre a identificação de fraudes financeiras e uma das conclusões mais interessantes dadas por Chanos, é que mesmo fraudes também seguem ciclos: a maioria delas ocorre quando as ações estão em forte alta e o ceticismo das pessoas naturalmente cai para níveis muito baixos. Então, alguns anos mais tarde, quando a maré baixa e a fraude aparece, você percebe quem ``estava nadando nu o tempo todo``.

Pode parecer que as fraudes foram cometidas durante os anos ruins porque é quando ouvimos sobre elas, mas o oposto é o caso. Pense sobre os casos Enron, Worldcom, Eike Batista no Brasil, e praticamente todos os colapsos financeiros que você pode lembrar: quando todos estão com pressa de enriquecer e o ceticismo em baixa, parece que o

céu é o limite para eles. Em seguida, quando a maré vira, aparecem os problemas.

O pêndulo balança no mundo das finanças. Tudo entra e sai da moda. Como diz o velho ditado muçulmano, ``isto também vai passar``.

-----///////////////-----

Em uma das mais fascinantes palestras, TED Talks, o investidor Bill Gross descreve o mais importante fator que define o sucesso das startups. Ao contrário do senso comum, não é o puro brilho de uma idéia: antes do Google já havia o Altavista e antes Facebook existiam Friendster e Myspace.

Em vez disso, de acordo com Gross, é o timing o fator mais importante. A coincidência de idéias que chegam no momento certo gera sucesso.

Nosso próximo mistério é este: as ideias são poderosas, mas não se deixe apaixonar por elas. Seja uma ``raposa em vez de um javali`` é o que Phillip Tetlock prega no seu livro Superforecasters.

-----///////////////-----

Mistério 3: Complexidade e tempo vão superar os mais espertos

Uma observação: nós sempre acreditamos que o único grande erro dos empreendedores é não dizer a todos sobre as suas idéias com medo que pessoas possam roubá-las. Muito pelo contrário: as idéias não têm muito valor, execução e timing sim. Portanto eles deveriam contar a todos para testá-las, ouvir opiniões diversas e descobrir se são realmente boas idéias.

Então, o mistério número 3: ideias são poderosas, mas o mundo é complexo demais para nós entendermos, por isso não superestime sua sabedoria. Timing e eventos imprevistos são provavelmente mais relevantes do que você pensa.

O mistério seguinte: como investidores minoritários, o mercado faz um trabalho razoável de adivinhar quais as empresas são bem geridas, situadas em indústrias promissoras e propensas a se desenvolver no futuro. Mas, depois, pagamos demais por elas.

Mistério 4: Como os investidores, fazemos um trabalho razoável de identificar as companhias mais promissoras. Mas em seguida pagamos demais por elas.

Um dos paradoxos mais incríveis do mundo das finanças: como pode um jogo em que participam tantas pessoas inteligentes ao redor do mundo, pessoas que gastam milhões de dólares em cérebros e computadores, tentando ser mais espertos um que o outro, pode ser batido com um simples truque: pegue uma planilha e compre o quartil mais barato das ações de acordo com um dos critérios mais banais: preço em relação ao lucro líquido (em inglês, Price-to-Earnings ou P/E Ratio). Este truque ultra simples tem consistentemente superado o mercado no passado e é bem provável que continuará a fazê-lo no futuro. Isso é o quão misterioso o jogo de valoração é.

Finalmente, um último mistério: ao longo dos últimos anos a chamada ``Revolução do Índice`` aconteceu. Assim, uma parte substancial dos ativos sob gestão passou a ser alocada em fundos de índice.

Isso tem acontecido porque a Vanguard e seus imitadores mostraram ao mundo que os investidores de índice vão se dar melhor no mercado de ações do que a maioria dos investidores. E também porque muitos

mediócrez gestores de fundos decidiram iniciar seus próprios fundos de investimentos tentando se tornar bilionários.

Assim, a revolução índice, a nosso ver, é algo bom no geral.

Dito isto, um paradoxo não tão bem reconhecido: uma vez que uma quantidade crescente de bens vão para os ``cegos fundos de índice`` por ser difícil de bater o mercado, a consequência natural desta migração de ativos é que, para os investidores ativos restantes, vai voltar a ser relativamente fácil superar o índice (uma vez que os gestores de fundos de ativos de ativos são agora uma parte reduzida do mercado).

Assim, o jogo de valoração, que se tornou muito mais difícil nas décadas passadas, pode estar voltando ao seu ponto de partida.

Mistério 5: tentamos ser mais espertos um que o outro. É difícil. Agora que estamos desistindo, pode funcionar novamente.

Há inúmeros outros mistérios que poderíamos ter adicionado a estes cinco, é claro.

Julgar o valor de uma empresa vai contra muitos instintos humanos. Como ponderar devidamente tantos fatos, tantos desconhecidos conhecidos e desconhecidos desconhecidos? Como ler adequadamente a forma como o futuro vai se desdobrar e corretamente acessar o fato de que a maioria das coisas que preocupam os investidores atualmente irá desaparecer da mente, mas novas preocupações, que ninguém está pensando aparecerão?

Enquanto isso, oportunidades imprevistas surgirão e, por vezes, as mais promissoras provarão corriqueiras.

Essa é a natureza deste enigma, ao qual dedicamos nossas vidas e para o qual ninguém jamais chegou perto de uma resposta final: como chegar a essa conclusão final, a peça final de informação, a resposta definitiva: em meio a todo o barulho, como ver o verdadeiro valor.

Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: www.fclcapital.com.

Relacionamento com Investidores

fcl@fclcapital.com

info@fclcapital.com

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

www.fclcapital.com

Auditoria



Custódia



Regulamentação



Administração



Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br)