

FCL*Capital*

Outubro | 2017

Alquimia Digital

Como nas mais intrigantes histórias, esta também se baseia num mito. Voltando ao distante ano de 2009, em algum canto distante da internet, num fórum obscuro, alguns hobistas desconhecidos observavam um homem que propunha uma solução.

Ele usava o username, Satoshi Nakamoto. Sua proposta era uma solução para combater o problema da autoridade central, uma missão mais antiga do que a própria internet. O problema em pauta era: como não depender de uma autoridade central, ao transacionar moedas online, já que tudo o que é digital (um arquivo de música, uma conta de e-mail, uma senha de mídia social ou uma transferência de dinheiro) pode ser copiado, pirateado, hackeado?

Como seu documento original argumentaria, Nakamoto tinha algumas invenções elegantes em mente.¹

"O comércio na Internet passou a depender quase que exclusivamente de instituições financeiras, terceiros, tidos como confiáveis, para processar pagamentos eletrônicos. Embora o sistema funcione bem o suficiente para a maioria das transações, ele ainda sofre com as fragilidades inerentes ao modelo baseado na confiança... O que é necessário é um sistema de pagamento eletrônico baseado em prova criptográfica em vez de confiança, permitindo que duas partes dispostas façam transações diretamente umas com as outras sem a necessidade de um terceiro envolvido".

Estas palavras estavam nos dois primeiros parágrafos do "White Paper" de Nakamoto publicado na internet em 31 de outubro de 2009, exatamente oito anos atrás, enquanto escrevemos esta carta (como em qualquer mito ou religião respeitável, também temos, afinal, um texto sagrado).

¹ <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

A primeira reação, obviamente, foi o ceticismo. Todos "sabiam" que o problema da autoridade central era impossível de resolver.

No entanto, o que era intrigante, mesmo para os hobistas e nerds espalhados pelo globo, era a evidente elegância e sofisticação da sugestão de "Nakamoto". Ele propunha transações criptografadas *peer-to-peer* que, pelo menos em teoria, eram impossíveis de serem fraudadas. Tais transações seriam realizadas por um sistema de verificação e trabalho de terceiros que seriam chamados de "mineradores", em uma referência óbvia à moeda mais importante na história da humanidade, o ouro.

Então, pouco a pouco, algumas dúzias de participantes começaram a surgir. Alguns dos hobistas ficaram cada vez mais intrigados. Sites como, Bitcoinforum.org e alguns outros cantos da internet começaram a ganhar vida. Um misterioso fundador, um texto sagrado e alguns apóstolos iniciais, todas as bases para uma religião do século XXI estavam ali.

No ano seguinte, 2010, Bitcoin foi oficialmente lançada e começou a ser chamada pelos poucos que a conheciam, de "internet money". Não que Bitcoin tivesse qualquer valor, é claro, longe disso. Esses nerds simplesmente se divertiram enviando a moeda para lá e para cá. Foi então que, alguns libertários extremos, que sempre sonharam em tirar do governo a sua senhoriagem, seu maior poder, o poder de emitir moeda e lucrar com isso, começaram a ver o potencial por traz desse novo conceito. Então, uns poucos investidores astutos entraram não por razões políticas ou por diversão, mas - que horror! - para lucrar.

Aqui, os paralelos com a internet e a revolução da computação nos anos 70 e 80 são difíceis de resistir. Por que apenas os hobistas estavam interessados no início? Por que nenhuma empresa sonharia em utilizar essa tecnologia? Simplesmente porque, assim como os computadores na década de 1970, as coisas ainda eram incipientes demais, incertas, muito arriscadas

para qualquer empresa respeitável investir seu precioso tempo e capital.

Como consequência, esse "internet money" obviamente não era do interesse de qualquer pessoa "séria" ou relevante.

E assim se inicia o nosso "Gênesis". Com alguns nerds dispersos ao redor do planeta e chamando uns aos outros por apelidos em salas de bate-papo da internet. Entre estes primeiros discípulos, interessados na idéia de Nakamoto e que começavam a desenvolver a idéia com ele, estava Gavin Andressen, que de certa forma, tomaria as rédeas do projeto após o desaparecimento de Nakamoto. Ele e alguns outros faziam parte de um círculo especial e eram bem vistos, nos olhos do criador. Nós sabemos tudo isso graças as comunicações, mensagens de e-mail criptografadas e postagens de blog que permanecem on-line até hoje e só acrescentam a todo o folclore.

Naquela época, alguns testes internos foram executados e Bitcoin, surpreendentemente, pareceu funcionar. Poderia ser enviado entre diferentes partes de fato, parecia ser impossível de hackear, assim como Nakamoto prometeu. Havia apenas um problema: era óbvio que, além desse pequeno grupo, tal tecnologia não interessava a ninguém e ninguém no "mundo real" aceitaria esse "funny internet money".

Gráfico 1: Sal, Ouro, Conchas, Papel Moeda, Bitcoin



Mas os primeiros Bitcoiners não iriam desistir tão facilmente. Após mineirar os primeiros blocos e enviar Bitcoins para lá e para cá entre si, os discípulos estavam determinados a testar o uso de Bitcoin no mundo real. Mas como? Foi então que, em 22 de maio de 2010, um deles, um homem chamado Laszlo Hanyecz publicou sua idéia num fórum de discussão Bitcoin:

"Eu pago 10.000 bitcoins por duas pizzas. Tipo 2 grandes, para que sobre um pouco para o dia seguinte. Eu gosto guardar pizza que sobra para um lanchinho depois. Você pode fazer a pizza você mesmo e trazê-la para minha casa ou encomendá-lo de um lugar que faça entrega, mas o que eu procuro é obter comida em troca de bitcoins".

Então, outro entusiasta, um cara de Londres concordou em comprar a pizza para Laszlo em troca de seus 10.000 bitcoins que foram transferidos online. Então, o usuário britânico ligou da Inglaterra para chamar a pizzaria Papa John's na Califórnia e pagou para que entregassem as pizzas para Laszlo, conforme acordado.

Certamente, o entregador da pizza, muito surpreso, bateu na porta de Laszlo na Califórnia e disse: "um pedido de entrega de pizza enviado para você ... errr ... de Londres".

Os 10.000 bitcoins para algumas pizzas foram a primeira transação do mundo real de Bitcoin. Eles também se tornariam as pizzas mais caras da história. O valor atual desses 10.000 Bitcoins em 2017 é de U\$ 70 milhões de dólares.

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

Começaremos esta carta a partir do final. Esta casa acredita que o nascente ecossistema das moedas digitais pode ser a tecnologia mais incrível dos nossos tempos, ao lado da internet. No entanto, ao mesmo tempo, como investidores de valor, não estamos propondo que nossos investidores se tornem “mineradores” ou vendam tudo e comprem bitcoin ou qualquer outra moeda digital de forma não diligente. De fato, a história é, como sempre, mais complicada do que parece.

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

O dinheiro é sem dúvida uma das inovações mais importantes e transformadoras da história da humanidade. Desde as civilizações mais antigas, mesmo nas mais remotas tribos, o ser humano teve a necessidade de armazenar, transacionar e contar a riqueza.

Como a maioria dos livros de economia nos dizem, as duas funções mais importantes de uma moeda são: funcionar como meio de pagamento (ou seja, você usa isso para transacionar com outros) e como uma reserva de valor (ou seja, você pode usá-lo para guarda a sua riqueza).

Além disso, para ser realmente útil, algumas características físicas também devem estar presentes em uma moeda adequada. Deve ser divisível, para facilitar o comércio, permitindo valores monetários menores e maiores. Deve ser portátil (se você não pode transportá-lo com você, não é útil), ele deve ser capaz de manter seu valor ao longo do tempo (caso contrário, como ocorreu na Alemanha na década de 1920, repúblicas costumam colapsar). Finalmente, os meios mais aceitos historicamente tiveram algum valor útil tangível, como o sal e o ouro.

Não é uma surpresa portanto, a humanidade ter tentado muitos métodos monetários ao longo dos séculos. Conchas e sal em tribos antigas que viviam perto do mar, gado e tabaco para aqueles que viveram longe, e também ouro e prata durante a

Idade Média, quando a humanidade atingiu um novo nível de sofisticação monetária. Nós achamos particularmente fascinante o fato de que, nas prisões do mundo, onde os presos geralmente são proibidos de carregar dinheiro, os cigarros tornaram-se espontaneamente uma moeda usada para comercializar favores e serviços de um preso para outro. Isso mostra o quão poderoso é o dinheiro, uma das invenções mais úteis da humanidade.

Naturalmente, desde o advento dos metais preciosos como instrumentos monetários, os governos têm tentado enganar as pessoas. Na medida que finanças começam a ir mal, reinos medievais tentaram a sorte com moedas "desvalorizadas", por exemplo, um papel escrito "100 gramas de ouro", tendo prata ou menos ouro do que o valor declarado. Por isso, nasceu o que talvez seja, até hoje, a maior forma de roubo que governos aplicam em seus cidadãos: a senhoriagem ou, em outras palavras, a diferença entre o ganho dos governos ao imprimir papel moeda e o seu custo de produção e distribuição. Quando o Tio Sam emite uma nota de \$100 dólares, por exemplo, você pode apostar que lhes custou muito menos do que esse valor, em tintas e cores usadas nesse pedaço de papel, e assim por diante. A diferença é a senhoriagem, um lucro estatal.

Mas não costumava ser assim. A maioria das fraudes dos governos nos tempos medievais foi descoberta pelos cidadãos. Rebeliões costumavam acontecer. Assim, em sua maior parte, o dinheiro em circulação foi pelo menos razoavelmente "honesto". O sistema baseado no ouro, de certa forma, restringia o poder dos governos.

À medida que o mundo progrediu e os governos nacionais foram formados, a maioria das moedas nacionais ainda era, ao menos em teoria, vinculada ao ouro. Isso significava que você ainda poderia trocar seus dólares por ouro. Mas pelo menos, você poderia responder à questão de qual o valor de uma nota de dólar? Com, vale "x gramas de ouro". Havia um sistema externo de controle.

Foi então que, ocorreu um fato transformador que relativamente poucas pessoas conhecem. Em 1971 devido a mais uma crise financeira, a administração Nixon retirou a América do sistema de ouro. O dólar passou a ser apenas uma garantia do governo dos EUA. E não foi só o dólar. A maioria dos países já havia feito o mesmo ou seguiu o exemplo em seguida.

Em outras palavras, qualquer moeda nacional, contrariamente à percepção pública, seja dólar, euro, iene, etc, é hoje em dia, para todos os efeitos, nada mais do que “funny money”, assim como o do jogo Banco Imobiliário. Papel que saiu de uma impressora colorida e que por alguma propriedade mágica que nem mesmo David Copperfield poderia explicar, passa a valer \$ 100 dólares. Tenha isso em mente quando alguém criticar Bitcoin por não ter “valor intrínseco”.

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

Ok, para ser justo, podemos ter ido longe demais com esse argumento. Sejamos realistas: um dólar é uma promessa do governo dos EUA, um governo que tem poderes de tributação para cumprir tal promessa. Está, obviamente, em uma categoria diferente comparada ao Banco Imobiliário.

No entanto, enfatizamos e exageramos esse argumento por uma razão: queremos convencer as pessoas que o dinheiro é uma convenção humana. O valor de uma nota é o valor que as pessoas concordam que ela vale. A única razão que lhe faz aceitar quando alguém lhe entrega uma nota de 50 é a forte crença que a próxima pessoa também aceitará. Essa também é a razão pela qual, mesmo quando os governos deixaram o padrão ouro, as moedas mantiveram seu valor em grande parte. Porque é uma convenção humana. As pessoas acreditam em seu valor, por isso tem valor. Mas é preciso notar que, infelizmente, nem sempre é assim. Como observamos na Alemanha de 1920 e na Venezuela atual, quando cidadãos começam a se desconfiar, essa convenção social desmorona. Dê 100 dólares a um americano e ele (ainda) ficará feliz. Dê bolívares a um venezuelano e ele se sentirá ofendido. No

Zimbabwe, o dinheiro local valia literalmente menos do que o papel usado para imprimi-lo.

Observamos portanto, que da mesma forma que as moedas emitidas por governos nacionais precisam dessa convenção social, outras formas de dinheiro também precisam.

Por que o Bitcoin se valorizou tanto? Bem, porque a mágica aconteceu. Em 2009, quando foi sonhada por Nakamoto, Bitcoin não era dinheiro. Mas aos poucos começou a ser aceita, começou a ser desejada. Para todos os efeitos, se tornou dinheiro.

Gráfico 2 – Preço de Bitcoin 2013-2017



Após o Gênesis, os primeiros Bitcoiners teriam que, naturalmente, passar por sua peregrinação no deserto. Com o aumento exponencial do número de usuários, tanto da moeda como nos fóruns de discussão, começou a parecer que Bitcoin estava mesmo destinado a ser algo.

A moeda foi ganhando aceitação muito gradualmente. No ano de 2011, um desses hobistas listou na Ebay uma coleção de 10.000 Bitcoin a venda por U\$50 ou a maior oferta. Não surgiram compradores, e após quase um ano, a oferta foi retirada. Se alguém tivesse comprado e simplesmente guardasse os Bitcoins até a data em que esta carta está sendo escrita, não precisaria se preocupar com o dinheiro pelo resto de sua existência. Esses tempos passaram e agora lojas e até mesmo caixas eletrônicos começaram a aceitar o "internet money" como forma de pagamento. A maior transformação, ainda está por vir, acontecerá se a Amazon passar a aceitar Bitcoin e Wall Street começar a negociar produtos estruturados. Isso traria novas classes de usuários e provavelmente significaria apreciação ainda maior no preço.

O fato é que, desde os primeiros dias, Bitcoin e seu sistema vêm vencendo inúmeros testes e obstáculos. Claro, ocorreram hacks, roubos e diversos problemas, como era de se esperar, e ainda ocorrem até hoje. O mais famoso aconteceu com MT Gox, uma corretora de Bitcoin que chegou a ser a maior do mundo, com sede no Japão, colapsou espetacularmente em março de 2014, simplesmente perdendo 7% de todos os bitcoins então em circulação para um ladrão, o valor atual dessa quantia está em torno de meio bilhão de dólares.²

Mas, contrariando a muitos, nós não vemos isso como um sinal de um eminente colapso de bitcoin. Primeiro, precisamos ser francos: nossa indústria, finanças, não é exatamente livre de falhas, fraudes, pessoas sem escrúpulos. Em segundo lugar, paradoxalmente, o aumento de fraudes e roubos, criminosos e sequestradores que exigem bitcoins como pagamento é um sinal de sucesso, não de colapso: eles exigem isso porque tem valor, porque está ganhando aceitação. Porque, voltando à mágica, está se tornando "dinheiro".

² <https://www.wired.com/2014/03/bitcoin-exchange/>

Então, de repente, outro evento interessante. Satoshi Nakamoto, simplesmente começou a se comunicar menos e menos com seus seguidores. Suas postagens, obviamente, sempre ansiosamente aguardadas no bitcointalk e nos outros fóruns tornaram-se menos frequentes. Ele então começou a se comunicar apenas com Gavin Andresen e depois de um período mais longo do que o habitual, apenas respondeu as perguntas de Andresen pedindo para não ser mais contatado, porque ele havia "seguido em frente para outras coisas" e desejando-lhes boa sorte.

Obviamente, o mundo não havia seguido em frente para outras coisas. A imprensa financeira começou por conta própria uma "caçada" sem precedentes para descobrir quem era Satoshi Nakamoto e o que ele tinha em mente para o futuro do dinheiro virtual. Em um artigo intitulado "Precisamos saber quem é Nakamoto", a revista New Yorker estabeleceu as teorias mais plausíveis³. Por um lado, Nakamoto parecia ser britânico, uma vez que alguns de seus primeiros posts tinham palavras e tipografia de teclado que indicavam inglês britânico. Mas também havia provas contraditórias. Então, as pessoas se concentraram na origem de seu nome. De repente, todo mundo que se chamava Satoshi Nakamoto foi investigado, incluindo, aparentemente, um professor de matemática na Califórnia que desfrutando de sua repentina notoriedade, com sua casa cercada por jornalistas, "confessou" ser o verdadeiro Satoshi Nakamoto e se ofereceu para conversar com o primeiro jornalista que lhe ofereceu pagar um almoço.

Outras teorias sugerem alguém na costa leste dos EUA, uma vez que o horário em que Nakamoto postou com menos frequência nos primeiros anos, foram entre meia noite e 6 da manhã nessa região, pois provavelmente estava dormindo.

³ <https://www.newyorker.com/business/currency/we-need-to-know-who-satoshi-nakamoto-is>

Mas a teoria que esta casa acredita ter maior mérito é que Nakamoto não é de fato uma, mas três pessoas, os mesmos três que registraram algumas patentes relacionadas em 2008, pouco antes do famoso “White Paper”. Não sabemos muito e certamente não sabemos com certeza. Nós sabemos que Nakamoto, sendo quem quer que seja, minerou o primeiro bloco de bitcoin, escreveu (sozinho ou em um grupo, no caso de ser mais de uma pessoa) os primeiros códigos e depois desapareceu para não ser mais visto até hoje.

A única coisa certa é que, a medida que Bitcoin ganha aceitação, o mistério de Nakamoto só se torna mais intrigante. Até porque, caso os Bitcoins minerados por Nakamoto nos primeiros dias ainda estiverem em sua posse, como provavelmente estão, valeriam cerca de U\$ 10 bilhões hoje. Mas ele certamente não queria ser encontrado, todas as suas mensagens e postagens foram criptografadas. Sua comunicação era tão segura quanto a moeda que ele criou.

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

Ao falar sobre bitcoin e moedas digitais, também precisamos falar sobre a Blockchain. Foi exatamente a solução alternativa que Nakamoto inventou para fazer o Bitcoin funcionar, mas ganhou uma vida por si só. Na verdade, de acordo com muitos, é a criação verdadeiramente interessante de seu “White Paper”. Blockchain seria a real revolução e não as moedas criptografadas.

Outra das grandes invenções da humanidade, além do dinheiro, foi o sistema de contabilidade de dupla entrada. Até o século XIV, as só se podia ter aquilo que os donos podiam contar e lembrar. Algumas cabeças de gado, alguns metais preciosos ou casas. E assim por diante.

Então um frade italiano, chamado Luca Pacioli, desenvolveu um sistema que daria à luz a contabilidade moderna. A equação, $\text{ativo} = \text{passivo} + \text{patrimônio líquido}$, hoje em dia tão comum para qualquer estudante de contabilidade, surgia naquele momento. Esse desenvolvimento, de manter registros de empresas, possibilitou o início das navegações globais e, mais tarde, as corporações modernas. Nada disso seria possível sem o sistema desenvolvido pelo monge.

Argumentamos aqui que o Blockchain é o primeiro grande desenvolvimento a partir da contabilidade de dupla entrada. Basicamente, um Blockchain é uma lista crescente de registros de contas. A cada momento, a cada transação, um novo bloco é automaticamente acrescentado ao registro, tudo encadeado desde o primeiro até o mais recente, em uma "cadeia" inquebrável. Esta possibilidade de armazenar online registros criptografados de tudo, permitirá muitos novos modelos de negócios e revolucionará várias indústrias, incluindo finanças e seguros. Mas não apenas indústrias relacionadas a essas. Revoluções nas mais diversas áreas como comércio e saúde estão à vista graças ao Blockchain.

Acreditamos que o Blockchain e o ecossistema de criptografia são revoluções distintas. Esta carta é focada na última, mas certamente também estamos observando desenvolvimentos da primeira. Para quem quiser aprofundar seus conhecimentos sobre a revolução do Blockchain em áreas além da moeda virtual, recomendamos o excelente livro "Blockchain revolution", de David Tapscott.

Para esta carta, focada em *cryptocurrencies*, no entanto, argumentaremos somente que a cadeia de blocos é uma solução elegante que permitiu que as moedas virtuais florescessem, pois agora existe um registro criptográfico inquebrável que as deixou seguras.

As moedas digitais são apenas o primeiro uso importante do Blockchain e certamente haverá muitos outros, que certamente ainda não foram pensados.

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

Então, por que estamos tão otimistas quanto ao ecossistema das moedas digitais? Por que pensamos que existe uma grande revolução aí?

Em primeiro lugar, devido ao fato de aquilo que sempre causou avanços significativos no nosso planeta, o coração do empreendedorismo, sempre foi tentativa e erro. Uma vez o monopólio da emissão de moeda for retirado dos governos, poderá ocorrer uma explosão cambriana.

Com milhares de empresários experimentando diferentes modelos e idéias para moedas digitais, certamente, como é o caso em qualquer negócio, a maioria falhará espetacularmente. Mas alguns podem transformar o planeta para melhor. Esse foi o caso com a internet e esse será o caso com as moedas criptografadas.

Basta olhar para o coinmarket.com, provavelmente a lista mais abrangente de moedas digitais. Já existem milhares de opções e a lista não para de crescer. A mais famosa, obviamente, é bitcoin, que está se tornando, em 2017, uma espécie de ouro digital ou seja, mais um método de guardar valor que uma revolução nos meios de pagamento. Estamos ainda mais otimistas com Ethereum, que possui uma tecnologia ainda mais avançada e traz em si a possibilidade de transação de "contratos inteligentes" que poderão revolucionar o comércio.

A terceira moeda digital mais valiosa na data em que escrevemos esta carta, Ripple, foi desenvolvida para facilitar transferências e pagamentos internacionais. Este é o seu nicho, foi projetada para isso.

É óbvio que ainda estamos muito no início disso tudo e ninguém sabe com certeza quem serão os grandes vencedores. Mas na nossa opinião, o ecossistema das moedas digitais como um todo transformará o comércio, a sociedade, a política e os negócios.

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

Nós estamos insaciavelmente estudando internet da década de 1990. Pois foi a última vez que a humanidade se deparou com uma nova tecnologia capaz de transformar tudo. Milhares se apressaram para fazer seus próprios sites amadores. Algumas histórias de fortunas criadas em velocidade assustadora foram enfatizadas pela mídia. Incontáveis pilantras e pessoas de negócios antiéticas apareceram. E claro, hoje em dia, sabemos que a Amazon, o Facebook, o Google e alguns outros surgiram e se tornaram os grandes vencedores. Porém, naquela época a situação era bagunçada, tumultuada e imprevisível.

Ainda assim, argumentaríamos que um observador astuto, talvez não pudesse prever os específicos vencedores, mas já poderia dizer que a indústria, como um todo, estava prestes a mudar para sempre o mundo. Da mesma forma, quando perguntado se estamos otimistas em relação a Bitcoin ou Ethereum, esta casa responde que, mais do que isso, estamos otimistas com o ecossistema das moedas digitais.

4 <http://www.newsweek.com/clifford-stoll-why-web-wont-be-nirvana-185306>

Assim como lá atrás, agora os céticos também existem em abundância. Para dar apenas um exemplo, um tecnólogo muito respeitado e conhecido, chamado Clifford Stoll, publicou uma coluna na revista Newsweek, no início de 1995, um ano depois que o AltaVista foi lançado e, quando a Netscape estava ganhando força, dizendo que: todo o conceito de internet era "oversold " e " hyped ". Ele achava graça daqueles que "pensam que uma base de dados poderá substituir o jornal diário, ou que as pessoas vão mudar o contato humano ou comercializar algo como entregas de pizza e muito mais pela internet", chamando isso de fantasia e terminando sua coluna pedindo que, se o hype da internet fosse verdade, por que seu shopping local fazia mais negócios numa tarde do que toda a web em um mês?⁴

Mas ele não estava sozinho. Um artigo de 1999 da Barron, um ano depois de o Google ter sido lançado, argumentou não só que as ações da Amazon estavam sobrevalorizadas (um pressuposto muito razoável naquela época que essa casa provavelmente teria compartilhado, embora que, em retrospectiva, se revelasse incorreto), mas também questionou se a empresa seria capaz de sobreviver. Algo especificamente irônico, com a notícia recente de que Jeff Bezos é agora o homem mais rico do mundo.

O fato é que o futuro nunca é fácil de prever. E nunca esquecemos a nossa missão como investidores de valor: ser conservador, permanecer aberto à possibilidade de estar errado, nunca "apostar contra a banca" e focar no longo prazo em vez de procurar "grandes vencedores". Esse é o núcleo do que fazemos. Ao mesmo tempo, ignorar as novas possibilidades, nos parece simplesmente uma grande besteira. Um meio termo é o que buscamos.

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

Mesmo com toda a euforia das novas moedas digitais como Bitcoin, Ether e inúmeras outras, cada uma com suas próprias qualidades e desafios, argumentamos que há um aspecto ainda mais fascinante da revolução criptográfica.

À medida que o ecossistema da criptografia começou a emergir nos últimos dois anos, algumas moedas foram criadas como uma experiência monetária. Algumas com propriedades semelhantes a títulos, algumas inflacionárias, algumas desinflacionárias, algumas vinculados ao ouro ou ao dólar dos EUA. Essa é a inovação que estamos falando, e daí vencedores surgirão. Que um milhão de novas moedas novas floresçam. Porém, ainda mais intrigante, algumas, chamadas de "tokens", não foram criadas para ser uma experiência monetária, mas sim para usos específicos dentro de um determinado negócio.

Por exemplo, um cassino online que funciona com Blockchain pode desenvolver uma moeda que tem como único propósito ser usada em seus negócios. Ou uma rede social que, ao invés de monetizar seus negócios com anúncios e banners, como o Facebook, exigiria que um "token" específico fosse comprado pelos usuários para que você pudesse entrar e usá-lo. Ou, no caso do Ripple, uma moeda para ser usada como intermediária em transações entre pares não líquidos de moedas. Um facilitador, algo necessário para seu ecossistema particular.

Em todos estes casos, a lógica é semelhante: uma vez que estas moedas têm oferta limitada, caso tais empresas se revelem grandes sucessos (sempre uma pequena possibilidade para qualquer start-up), a demanda por essas moedas crescerá (uma vez que mais usuários querem usar seus serviços e precisarão das moedas) mais rápido que o suprimento e o seu valor apreciará.

Pense num voucher de supermercado. Um supermercado abrirá em frente à rua e você recebe um cupom de 10 reais. Esses R\$ 10 são "dinheiro real"? Bem, você pode usá-lo no supermercado. Mas

você não pode usá-lo em nenhum outro lugar. Em outras palavras, um voucher é um dinheiro de uso específico.

A coisa maravilhosa sobre os tokens é que, se eles realmente se tornarem um sucesso, como já estão se tornando, poderão revolucionar as finanças, os mercados e as empresas. Hoje em dia, como todos os investidores sabem, ações no capital social é o que todo empresário quer manter. É onde as empresas focam. Você quer dar o mínimo possível de sua empresa a quem vem de fora. Como investidores, esta casa tenta analisar empresas para descobrir o quanto elas realmente valem. Isto é tudo, pois é aí que o dinheiro está.

Observe o fato de que na Suíça, o país que viu o maior número de emissões de tokens até agora, alguns projetos de Blockchain já estão sendo classificados como "fundações"? Funciona assim: uma vez que você é uma Fundação, você deixa de pagar impostos. Ao mesmo tempo, obviamente você quer fazer uma empresa que mude o mundo. Você quer que seu time tenha incentivos de longo prazo para permanecer a bordo. Como em qualquer start-up, você sonha em ser o próximo Mark Zuckerberg. Bem, aqui está o truque: você faz um projeto que tem no seu coração um token e seu time mantém este token, e não ações, como um incentivo. Esses tokens são usados dentro do ecossistema do seu negócio e são negociados com criptografia. Sim, eles se parecem com ações, mas não são tecnicamente parte das empresas. Tokens são cupons digitais. Em outras palavras, a criação de valor acontece de uma maneira ligeiramente diferente.

Acontece que no segundo e terceiro trimestres de 2017, mais dinheiro foi arrecadado para projetos de Blockchain do que os tradicionais investimentos de venture capital.

Gráfico 3: Valores arrecadados em ICOs (Initial Coin Offering) & empresas de blockchain



Para ser justo, nem todas as empresas criarão tokens tão rápido, é claro. Da mesma forma que os sites mais bem sucedidos vieram de empresas que não possuíam um legado de infra-estrutura física, como as Amazons e os Facebooks, em vez dos Walmarts e da AT&Ts, suspeitamos que os tokens mais bem sucedidos virão de modelos de negócios completamente novos no Blockchain. Negócio que não poderiam existir antes do blockchain e da criptografia.

Claramente, os tokens funcionam melhor para empresas onde há efeitos em escala, uma vez faz todo o sentido que um token possa apreciar. Não imaginamos um mundo onde um negócio tradicional, digamos uma loja de varejo regular, emita tokens, pelo menos não no futuro próximo.

Dito isto, argumentaremos que os tokens vão mudar o mundo. O que mais nos impressiona é o atraso nos mercados financeiros. Corretoras que funcionam de segundas a sexta e fecham durante

a noite. Transferências bancárias financeiras simples que levam dias a serem realizadas.

E acima de tudo, a tirania da geografia. É incrível e revoltante esta arquitetura desenvolvida nos últimos dois séculos baseada em estados nacionais. Cada país com uma bolsa de valores nacional. Primeiro, era quase impossível para um investidor no país A comprar ações no país B. Então, com o advento da globalização financeira, a situação ficou um pouco melhor. E esta casa e seu fundo Opportunities estão orgulhosamente trazendo a globalização financeira para investidores sofisticados no Brasil e América Latina.

Mas os mercados privados e o venture capital apresentam um dilema ainda pior. Como podemos observar, até recentemente, até o florescimento de empresas chinesas nos últimos anos, praticamente todas as principais empresas de internet das últimas duas décadas surgiram na Califórnia. E se ainda é relativamente difícil para um investidor brasileiro comprar ações do Google, é quase impossível investir em pequenas empresas e start-ups. É quase necessário estar na Califórnia para quem deseja investir nos futuros Goggles e Ubers do mundo.

Os tokens mudam tudo isso. Eles são tão baratos para emitir (algumas empresas já levantaram apenas US \$ 100 mil dólares) de forma tão rápida e tão global que já estão ultrapassando as barreiras geográficas do investimento.

Além disso, como as empresas de Blockchain são virtuais e globais desde o primeiro dia, há muitos projetos que analisamos nos quais temos dificuldade em localizar onde realmente vivem os fundadores. Algumas equipes são claramente misturadas com parceiros que vivem em fusos horários diferentes e colaboram online. Alguns modelos são completamente novos e demoramos até mesmo a entender. Mais uma vez, assim como acontece no empreendedorismo, é óbvio que a maioria dos novos modelos falharão e a maioria dos investidores perderá. Isso é parte do

progresso e é como a humanidade avança. Tentativa e erro. Mas, ao mesmo tempo, por que devemos, no século XXI, pensar que as empresas são "pertencentes" a um país específico? Ou pensar que os mesmos tijolos que modelam as construções atuais, como estados e corporações, devem sempre permanecer no jogo e ainda liderá-lo? E se algo novo mudar esse conceito para sempre?

Mas isso não é tudo: tokens são incrivelmente líquidos. Isso, no momento em que, o cenário global nos mostra os mercados de ações morrendo. Em 2000, havia cerca de 8 mil empresas públicas nos mercados dos EUA. Hoje em dia menos da metade permanece. Grande parte da razão pela qual isso acontece é o excessivamente alto custo manter uma empresa pública. Por consequência, cada vez mais uma parte maior do lucro vai para investidores privados. Quem espera as empresas tornarem-se públicas, a cada década está mais atrasado na avenida de criação de valor.

Quando a Microsoft abriu o capital em 1986, valia cerca de um ou dois milhões de dólares. Na década seguinte apreciou quase mil vezes.

Quando o Google abriu o capital, em 2004, já valia cerca de U\$ 60 bilhões. Ainda assim, apreciou mais de sete vezes até agora, tornando-se uma das empresas mais valiosas do mundo.

A Uber, no momento em que escrevemos esta carta, já vale cerca de 70 bilhões de dólares americanos; de acordo com transações internas em mercados privados. Ainda não abriu o capital devido aos custos, a distração que isso traz e as mudanças que teria que fazer. Mesmo que continue apreciando, e abra o capital, uma coisa é certa: ao contrário do caso da Microsoft, a maior apreciação desta incrível empresa já foi capturada por investidores privados. No dia em que se tornar público, a maior criação de riqueza já estará no passado, não no futuro. Isso é o oposto da idéia original por trás dos mercados de ações públicos que foram projetados para financiar projetos e inovações.

Os tokens são tão baratos que parecem perfeitos para empresas iniciantes. Então, de certa forma, eles são uma ferramenta para as empresas nascentes arrecadar dinheiro. Uma vez emitido, um token pode ser vendido, dia e noite, 365 dias por ano. Em outras palavras, apesar de ser um substituto do venture capital, eles também são como mercados de ações públicos, um investimento líquido. Além disso, eles são de natureza completamente global, não sujeitos a nenhuma legislação específica ou bolsa de valores nacional. Esta combinação os torna instrumentos fascinantes que poderiam potencialmente revolucionar as finanças.

Claro, muitos obstáculos ainda estão pela frente. Legisladores estão claramente irritados com a perda de poder e status e, para sermos justos, também estão preocupados com as inevitáveis fraudes e esquemas que ocorrerão neste novo sistema.⁵

Uma pesquisa informal recente nesta casa concluiu que apenas 10% dos projetos que já arrecadaram dinheiro com tokens já têm um produto funcional, e uma parte considerável dos 90% restantes tem uma ótima chance de serem fraudes. Não estamos iludidos: tudo isso será bastante confuso e perigoso.

Ainda assim, esta casa acredita que a abordagem mais sábia está sendo mostrada pela Suíça e Cingapura, que já deram luz verde para a maioria das emissões de token e são muito amigáveis para empresas de Blockchain. Embora possa ser difícil resistir à tentação de regularizar, a longo prazo, em nossa opinião, esses países têm grandes chances de se tornarem na idade do Blockchain, o que o atual Silicon Valley, por uma combinação de fatores, é para a internet.

⁵ Recently the US Sec and the Brazilian CVM have shown a somewhat in between position of claiming that that ‘may act’ depending on the specific issuer.

Embora entendamos o desejo de proteger os pequenos investidores e evitar fraudes e evasões fiscais, é inevitável que a regulamentação nesta fase também prejudique a inovação. Além disso, uma vez que tokens podem ser criados em qualquer lugar, é discutível se reguladores realmente tem a capacidade de regular qualquer coisa. O poder parece ter escorrido das mãos dos governos nacionais e, como libertários, não podemos fingir que não estamos animados.

Tokens são uma nova classe de ativos. Todas as novas classes de ativos no mercado historicamente despertaram suspeitas. Commodities que não pagavam dividendos e não ofereciam renda, junk bonds que poderiam a qualquer momento defaultar e eram considerados "especulativos" e, sobretudo, índices que, quando foram criados pela Vanguard na década de 1970, eram vistos como "imorais" e, que por não serem capazes de ganhar do mercado, seriam "feitos apenas para tolos".

No entanto, o tempo é um juiz mais sábio do que emoção e, gradualmente, esses novos instrumentos ganharam aceitação. Tokens são uma mistura de três desenvolvimentos: mercados de ações, venture capital e crowdfunding. No entanto, tokens levam cada um desses a novos níveis. E assim como as mais promissoras características de instrumentos como índices e commodities levaram tempo para florescer, mais uma vez, os modelos de negócios e aplicações mais promissores para tokens ainda não foram pensados.

E precisamos falar também de alguns lembretes adicionais. Como investidores de ações, encontramos muitas vezes com alguns conhecidos problemas de conflito de interesse. Qualquer gestor de investimentos sabe sobre rodadas futuras que diluem sua participação. Qualquer investidor de ações sabe que os incentivos podem diferir entre administradores e acionistas (um tipo de conflito mais comum nos mercados desenvolvidos) ou entre acionistas controladores e minoritários (mais comuns nos mercados emergentes).

O fato é que ações, como uma classe de ativos revolucionou o mundo, desde os dias em que a Companhia das Índias Ocidentais estava viva e em alta. Mas nenhum instrumento é perfeito. Tokens estão trazendo um novo mundo de diferentes incentivos e talvez mais alinhados. Curiosamente, eles também trazem a bordo um novo tipo de agente, o cliente, uma vez que a diferença entre o cliente e o titular do token com um incentivo financeiro sobre o futuro da empresa é de difícil distinção. Entra em cena o "acionista cliente", ou como gostam de ser chamados, os "evangelistas". Certamente, isso traz novos problemas e novas animadoras possibilidades. Alguns argumentam até que, se os tokens ganharem tração suficiente, a empresa como modelo para conduzir negócios pode estar em perigo, pois com uma certa e complexa estrutura de incentivos, a descentralização poderia ser a norma, os custos da transação poderiam cair e as corporações não seriam mais necessárias.

Ainda estamos longe. Mas, mais perto da nossa realidade, esta casa sempre foi especificamente fascinada e pelas interseções entre mercados públicos (ou seja, negociados em bolsa) e privados (não listados, de longo prazo). Adotamos como filosofia uma visão de longo prazo para ativos negociados em bolsa. Uma estrutura de private equity para mercados públicos. Então, o que mais nos fascina é a possibilidade de que um novo mercado financeiro sem interrupção, onde a distinção entre ativos públicos e privados desaparece, pode estar no horizonte em nossas vidas.

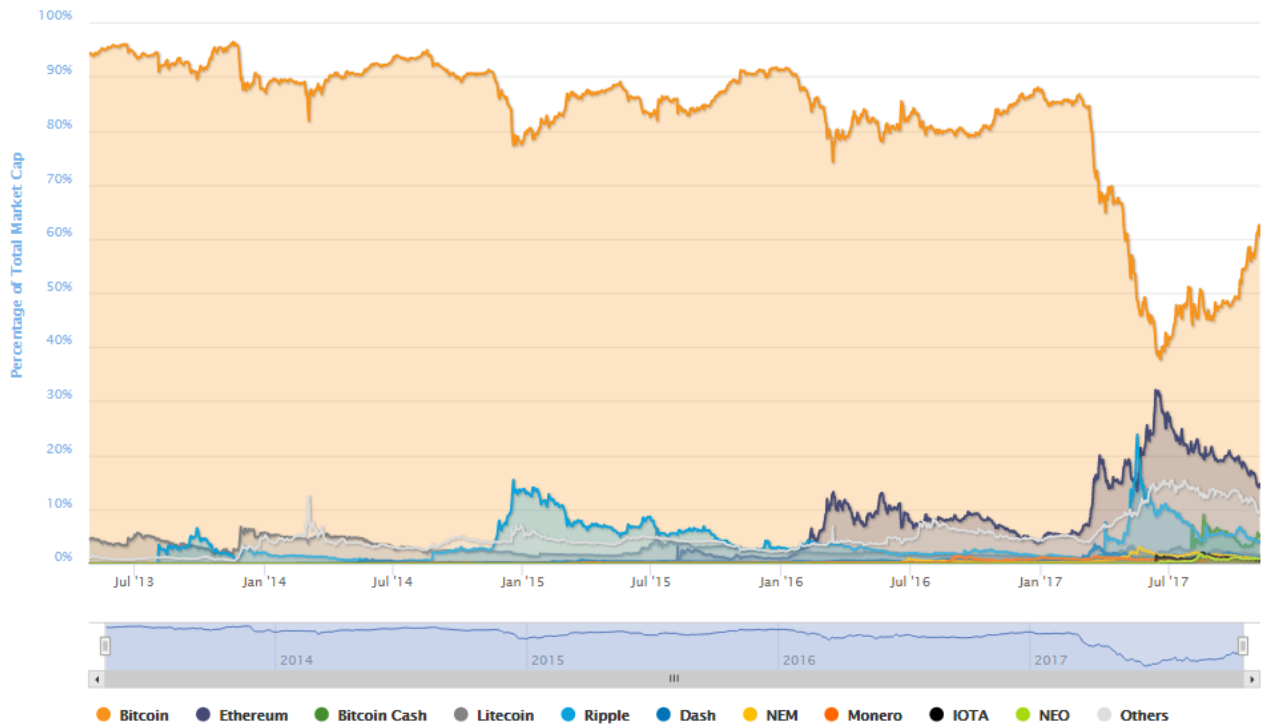
Gráfico 4: Ethereum price



Gráfico 5: Largest market caps tokens

#	Name	Platform	Market Cap	Price	Volume (24h)	Circulating Supply	Change (24h)	Price Graph (7d)
1	OmiseGO	Ethereum	\$662.091.872	\$6.49	\$21.900.600	102.042.552	3.34%	
2	Tether	Omni	\$495.499.387	\$1.00	\$310.462.000	494.061.667	0.27%	
3	EOS	Ethereum	\$438.077.551	\$0.965370	\$26.849.900	453.792.381	-7.62%	
4	Ardor	Nxt	\$197.218.484	\$0.197416	\$608.439	998.999.495	-1.25%	
5	Augur	Ethereum	\$187.828.300	\$17.08	\$909.100	11.000.000	2.91%	
6	TenX	Ethereum	\$168.651.235	\$1.61	\$1.794.360	104.661.310	0.32%	
7	Populous	Ethereum	\$167.638.815	\$4.06	\$448.700	41.252.246	9.55%	
8	Golem	Ethereum	\$160.870.142	\$0.193114	\$2.642.470	833.032.000	2.45%	
9	MaidSafeCoin	Omni	\$158.155.754	\$0.349475	\$2.541.290	452.552.412	8.30%	
10	Binance Coin	Ethereum	\$155.630.205	\$1.57	\$5.173.820	99.014.000	3.54%	

Chart 6: Bitcoin dominance - percentage of Bitcoin of total cryptocurrencies market cap



Como será esse mercado do século XXI? Será que nossos filhos irão rir de nós quando dissermos que só poderíamos fazer transferências de pagamento durante o dia porque os bancos fechavam? Eles rirão se dissermos que cada país tinha seu mercado cativo e você só poderia negociar títulos de segunda a sexta-feira no horário comercial? Será que eles terão dificuldade em entender que as grandes empresas costumavam ser listadas, enquanto as pequenas, as que mais precisavam arrecadar dinheiro, costumavam permanecer privadas, graças à Sarbanes-Oxleys e a outras regulamentações onerosas do mundo?

Nós não conhecemos essas respostas, é claro. Mas argumentaremos algo mais humilde.

Vivemos em um mundo com um sistema bancário fragmentado em países e onde muitos dos líderes têm o desejo de manter as coisas como estão. Vivemos em um mundo com problemas urgentes como o fato de que centenas de milhões de pessoas pobres migraram para países mais ricos e querem enviar dinheiro para suas famílias no país de origem, mas têm que gastar cerca de 20% e arriscar sua segurança para transferir o dinheiro para seus entes queridos que precisam.

Vivemos em um mundo onde as finanças dos governos estão fora de controle. Sendo brasileiros, sabemos especificamente sobre isso, mas mesmo se você mora na maior parte da Europa ou nos EUA, isso ainda faz sentido. E uma grande parte da explicação é que, bem, os governos podem.

Portanto, não vamos argumentar que o Blockchain e as moedas digitais são o futuro. Vamos falar algo mais humilde. Elas DEVIAM ser o futuro. Diante de tantos problemas, deste sistema financeiro moribundo, que oportunidade desperdiçada, que pena, que perda de potencial humano seria se o Blockchain não for o futuro.

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

Durante o último ano e meio, esta casa tornou-se cada vez mais interessada em moedas digitais. O fato de sermos orgulhosos libertários obviamente ajudou. Estávamos interessados e debatíamos Bitcoin muito antes de se tornar óbvio que tinha aplicações no mundo dos negócios. Mas atualmente, é o potencial comercial que mais nos fascina. Ao todo, da mesma forma que nos últimos 25 anos a maioria dos novos bilionários do mundo veio da internet ou das finanças, nosso palpite é que nos próximos 25 anos os novos bilionários virão da Ásia (nosso fundo Opportunities está observando isso) ou de empresas de Blockchain globais que poderão ter fundadores com suas riquezas não mais em ações, mas em tokens.

E como explorar isso? Por um lado, nós apostamos que os mercados tradicionais acomodarão as novas tecnologias de alguma forma. De fato, novos ETFs de Ethereum Bitcoin já começaram a operar na Suécia. Mas também, vamos revelar que estamos planejando um novo fundo para focar especificamente em moedas digitais. A missão será selecionar e analisar os tokens e moedas mais promissores da mesma forma e com os mesmos métodos que usamos em nossos dois fundos atuais: analisando de baixo para cima, com uma visão fundamentalista e de longo prazo e focando nas particularidades de cada negócio com segurança. Um compromisso com pesquisas profundas e sérias.

Nossos investidores atuais, obviamente, podem ter a certeza de que nossas duas plataformas de investimento, FCL Hedge e FCL Opportunities permanecerão em seus mandatos atuais sem distrações. FCL Hedge, focada em superar a renda fixa brasileira e o FCL Opportunities, na exploração de oportunidades globais focadas nos países BRIC. Nada muda para a nossa infraestrutura existente e estamos mais entusiasmados do que nunca e muito encorajados pelo nosso recente desempenho e animados com as oportunidades de investimento atuais que estão sendo analisadas para nossos dois fundos.

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

Enquanto isso, acompanharemos esta fascinante revolução criptográfica. Sabemos que haverá falsos começos e ceticismo. Eles são sempre necessários e benéficos. Depois de participar de inúmeros fóruns, debates e até mesmo visitar empresas de Blockchain na Suíça, é inegável, por exemplo, a atração que o dinheiro do governo ainda causa e certamente continuará causando por um longo tempo.

Um post típico na internet em um fórum de bitcoins no Brasil lê: "Acabei de ganhar R\$ 100 reais em bitcoin, dobrando meu dinheiro em um mês! Alguém pode ajudar? Preciso saber como voltar a converter este dinheiro e trazê-lo para a minha conta bancária".

Em outras palavras, o padrão, a posição default, na mente do investidor, ainda é a moeda governamental sem lastro do governo. Após ter lucrado com sua aventura pelo mundo das moedas digitais, agora ele quer voltar e realizar seu lucro. E não argumentaremos que ele não está certo. Há alguns séculos de fatos embasando essa atitude.

Quem sabe? Talvez as fronteiras continuem a tornar-se menos importantes. Talvez vivamos para ver um mundo onde as pessoas dizem: "Acabei de receber meu salário em dólares norte-americanos. Alguém pode me ajudar? Eu preciso saber como convertê-los para Ether o mais rápido possível!"

Obviamente, as revoluções são bagunçadas, imprevisíveis e levam tempo. E acima de tudo, sempre será muito difícil ganhar dinheiro. A maioria dos investidores perdeu tudo no boom da internet, apostando nas empresas erradas ou até mesmo nas certas, mas pagando caro demais por elas no auge do boom. Não temos ilusões. Mesmo se tivermos razão, e isso é um grande se, ganhar dinheiro com isso ainda será extremamente difícil.

Mas o gênio está fora da garrafa. Nós não sabemos quem é Satoshi Nakamoto. Mas se criminosos querem seu dinheiro é porque, bem, é dinheiro. Tornou-se dinheiro. E um governo pode

dizer que não é. Pode dizer o que quiser. Mas é dinheiro porque as pessoas pensam que é dinheiro. O dinheiro, assim como o universo, é um espiral sem fim. Um espiral em si mesmo. E da mesma maneira mágica que algo se torna dinheiro, pode, em tempos de estresse ou guerra, na mesma lógica circular, deixar de ser dinheiro. Já aconteceu em muitas partes do mundo. De cruzados brasileiros a dólares zimbabuenses.

O círculo está mais uma vez girando e se transformando. Como investidores financeiros, dedicamos nossas vidas tentando entender empresas, modelos de negócios e, essencialmente, dinheiro. Bem, agora, a sensação que temos, fascinante e assustadora, é que estamos olhando para o horizonte com um oceano sem fim diante de nós, um oceano cheio desconhecido. Nos sentimos como os valentes navegadores portugueses que embarcaram em um novo mundo desconhecido e, eventualmente, deram origem ao lugar em que vivemos. Aquela época, era o momento mais excitante para ser um navegador. Agora, não há um momento mais excitante para ser um investidor.

Equipe FCL

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)