



# Procurando a bolha

Os valores bilionários das empresas de tecnologia assustam, mas há boas razões para acreditar que não se trata de uma reprise do fim dos anos 90

Por Helena Vieira, de Nova York

**D**esde o início do ano, quando uma oferta privada de ações do Facebook permitiu aos investidores calcular o valor de mercado da rede social em torno de US\$ 50 bilhões, um zunido de bolha começou a circular no mercado norte-americano. A empresa continuava com o capital fechado — e com uma receita desconhecida —, mas já valia mais do que muitos bancos e companhias industriais. Veio maio, e o LinkedIn, uma rede social “paletó e gravata” voltada para o mundo profissional e de negócios saiu do protegido ambiente do private equity, em que se aninhava desde 2003, e abriu o capital na Bolsa de Nova York. As ações mais do que dobraram de preço no primeiro dia, e a empresa concluiu a operação com um valor de mercado de US\$ 10 bilhões. A pergunta “bolha?” já parecia menos ofensiva a essa altura.

O *The Wall Street Journal* noticiou a especulação sobre uma possível “tec-bolha 2.0”. Segundo o *The New York Times*, a operação do LinkedIn ecoou o vigor do último boom de tecnologia. A revista britânica *The Economist* publicou uma reportagem especial sobre o retorno da “exuberância irracional” do setor. Em junho, foi a vez de a Pandora, uma rádio transmitida pela internet, estrear em bolsa. Após sucessos como LinkedIn e Yandex — site russo de buscas na internet, cujas ações subiram 55% no lançamento em Nova York, em maio —, a modesta valorização de 8,9% deixou o cenário confuso.

No *Financial Times*, Jonathan Nelson, o CEO da Providence Equity Partners, uma das gigantes norte-americanas do private equity, avaliou que essa era de fato uma bolha. Mas em seguida acrescentou qualificações. “É um exagero quando se olha para o valor de mercado atribuído a algumas empresas e para o processo de avaliação, mas não vejo bolha no desempenho e na promessa embutida nessas companhias”, disse Nelson ao jornal. Ou seja: é e não é.

## Uma diferença entre hoje e 11 anos atrás é o estágio de maturidade das companhias que estão abrindo o capital

**PARECE REPRISÉ** — A ambivalência tem caracterizado as avaliações dos investidores e profissionais de mercado, que, em busca de uma resposta mais definitiva, passaram a fazer comparações entre o mercado hoje e em 2000, quando as ações das empresas pontocom despencaram. Uma primeira diferença chama a atenção: em 1999, existia uma febre de aberturas de capital. Conforme dados da National Venture Capital Association (NVCA), naquele ano, o mercado americano produziu um total de 271 ofertas públicas iniciais (IPO, na sigla em inglês) em todos os setores. Com o estouro da bolha, o número despencou e vem se recuperando de forma irregular. Em 2010, 75 empresas abriram o capital nos Estados Unidos. Para muitos profissionais, é como estar no deserto. “Dizer que isso é uma bolha, para uma pessoa que está no mercado há 38 anos como eu, é pura e simplesmente uma blasfêmia”, afirma Scott Sweet, sócio executivo sênior da consultoria IPO Boutique.

Há sinais de que a recuperação no mercado americano de IPOs continua em 2011, embora de forma lenta. Pelos dados da NVCA, até os primeiros dez dias de junho, 32 companhias tinham aberto o capital e outras 41 estavam inscritas na Securities and Exchange Commission (SEC) para lançar ações na bolsa pela primeira vez, sem data marcada para a operação. “Nossa previsão é uma recuperação gradual. Os investidores precisam ver empresas abrindo o capital e observar o desempenho das ações por um tempo antes de achar que está na hora de entrar”, diz Emily Mendell, vice-presidente de comunicações da NVCA.

Outra diferença entre hoje e 11 anos atrás é o estágio de maturidade das companhias que chegam às bolsas. Em 1999-2000, as empresas iniciantes passavam pelo processo ideia-estruturação-IPO na velocidade da luz. Muitas se

tornavam companhias abertas em menos de um ano de existência. “Naquela época, qualquer moleque com uma boa ideia conseguia um investidor que montava a empresa e abria o capital em seguida, sem que o projeto tivesse sido testado, sem receita, sem nada”, lembra um economista de um banco de investimento em Nova York que não quis ser identificado. Em contraste com a velocidade de antes, o LinkedIn tornou-se uma companhia aberta quando já tinha 100 milhões de usuários, uma receita de US\$ 243 milhões e oito

anos no berço do capital de risco e private equity. O Facebook foi lançado em 2004, já rompeu a marca dos 600 milhões de inscritos no mundo inteiro e até agora não listou suas ações.

**BOLSAS PARA FECHADAS** — Em 2009, no auge da seca no mercado de IPOs, surgiram o SharesPost e o SecondMarket, sites especializados em negociar ações de empresas de capital fechado. As duas plataformas proporcionaram liquidez para os funcionários de companhias iniciantes que recebiam ações como parte do salário. Beneficiaram também investidores de private equity que procuravam uma forma de embolsar logo o lucro dos aportes realizados.

O sucesso dessas plataformas contribuiu para a percepção de bolha. Hoje, o SharesPost permite projetar o valor de mercado do Facebook em torno de US\$ 80 bilhões. O Zynga, fabricante de jogos online, tem o seu valor de mercado calculado em US\$ 15 bilhões, e a rede de microblogging Twitter, em US\$ 8,4 bilhões. A percepção é de que há um descolamento entre os fundamentos financeiros de algumas empresas — receitas e lucro comprovados — e os valores de mercado a elas atribuídos.

Kathleen Shelton Smith, diretora da Renaissance Capital, uma consultoria de investimento e pesquisa em IPOs, acredita que o zunzunzum em torno de empresas ligadas a redes sociais é a exceção, não a regra. “Basta olhar quantas ofertas não estão sendo levadas adiante. Nem todo mundo é um LinkedIn. Muitas companhias tiveram de cair fora do calendário de lançamentos, porque os investidores estão superseletivos”, declara a diretora.

Na semana seguinte à abertura de capital do LinkedIn, houve seis ofertas. Segundo a IPO

Boutique, quatro empresas (Freescale Semiconductors, Long Pine Resources, The Active Network, e Spirit Airlines) terminaram o primeiro dia de negociação com um valor abaixo do preço da oferta e duas simplesmente cancelaram o lançamento.

As atenções voltam-se agora para o Groupon (combinação das palavras “group” e “coupon”). A companhia começou a operar em outubro de 2008, tem 35 milhões de assinaturas e vende cupons de descontos em estabelecimentos comerciais em várias cidades do mundo. O modelo de negócios levanta questionamentos. Ben Edelman, de Harvard, contou à revista *Forbes* que a indústria de descontos diários corre o risco de evaporar se não mudar de estratégia para agradar clientes e comerciantes, alguns dos quais começam a reclamar que estão perdendo dinheiro com as ofertas. Na imprensa americana, comenta-se que o valor de mercado do Groupon esteja perto de US\$ 30 bilhões, embora o SharesPost coloque uma estimativa menor, de US\$ 12,7 bilhões. “Facebook, tudo bem, é intocável. Mas dar esse valor de mercado ao Groupon é estarrecedor”, opina Sweet.

**QUEM SOPRA A BOLHA?** — A revista *The Economist* admite claramente que a exuberância está

**O sucesso das plataformas que negociam ações de empresas fechadas contribuiu para a percepção de bolha**

localizada no estágio anterior à abertura de capital, quando os empreendimentos em tecnologia são financiados por capital de risco. Mas, de acordo com a NVCA, esse mercado está longe de viver uma bolha. Em 2008 e 2009, a seca de IPOs tirou da indústria de private equity a possibilidade de embolsar os lucros com os investimentos em companhias iniciantes. O setor, porém, foi rápido em encontrar alternativas, como o mercado de fusões e aquisições, e plataformas como SharesPost e SecondMarket.

“Hoje, estamos muito menos emperrados do que há dois, três anos”, reconhece Emily, da NVCA.

O investimento-anjo também vem se reanimando. Um relatório do Center for Venture Research (CVR), da Universidade de New Hampshire, mostra que o valor total aplicado por anjos americanos no ano passado subiu 14% em relação a 2009, para US\$ 20,1 bilhões. Jeffrey Sohl, diretor do CVR, considera esse desempenho um começo de recuperação que está longe de ser uma bolha. Ele acredita que a medida mais importante para acompanhar os rumos do investimento-anjo é o volume de recursos injetado em empresas no estágio embrionário, aquele que ajuda a tirar um projeto do chão. Em 2010, 31% dos investimentos-anjo nos Estados Unidos foram no estágio semente, um declínio de quatro pontos percentuais em relação a 2009. “Se esse tipo de investimento secar, não vai haver o segundo estágio de aportes-anjo, e o terceiro, de capital de risco”, explica Sohl. “A bolha, se existe, deve estar localizada no Vale do Silício”, observa.

Os sinais de boom no Vale atingem até o mercado imobiliário, residencial e comercial, que se recusa a seguir os passos do mercado nacional, no qual os preços entraram em queda em 2008 e ainda não bateram no piso. Comenta-se também que uma guerra por talentos em engenharia de software estaria em curso. Muitos empreendedores têm conseguido atrair funcionários de empresas já estabelecidas, como Google, com a promessa de ações e lucros milionários mais para a frente. Se é, de fato, uma bolha, parece que ela está se formando num círculo privado. “O Vale do Silício não é os Estados Unidos”, adverte Sohl. Os 265 mil investidores-anjo americanos, ressalta, estão espalhados por todo o território nacional. ■

