



Vinci Mosaico FIA

Carta trimestral

1T 2021

VINCI partners

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2021****Investimento em tecnologia: o futuro não é mais como era antigamente**

Em agosto de 1995, o IPO do navegador Netscape¹ jogou luz sobre o potencial revolucionário que a internet traria para a vida das pessoas e para o mundo dos negócios. Passados cerca de um quarto de século, basta pensarmos na relevância que smartphones, compras on-line e redes sociais têm no nosso cotidiano para termos uma pequena prova de que esta profetizada revolução, de fato, ocorreu.

Da mesma forma, os ventos da inovação mudaram radicalmente o panorama do mundo dos negócios nesse período. Em 1996, as cinco maiores empresas do mundo, em termos de valor de mercado, eram: General Electric, Shell, Coca-Cola, Nippon Telecom e Exxon²; todas elas eram representantes do que viemos a chamar de “velha economia”. A fotografia atual é completamente diferente. Os maiores titãs corporativos do globo atualmente são: Apple, Microsoft, Saudi Aramco, Amazon e Alphabet (Google)³. À exceção da Aramco, todas são empresas de tecnologia e duas delas nem haviam sido criadas em 1996.

Aqui na América Latina estamos ensaiando uma reprise desse mesmo filme. Hoje o Mercado Livre (Meli), que tem suas ações negociadas no Nasdaq, já é a segunda empresa mais valiosa da América Latina, com um valor de mercado de R\$ 420 bilhões⁴. E o Magazine Luiza, que vale R\$ 130 bilhões, entrou no top 10 do Ibovespa, se embrenhando entre as produtoras de commodities e bancos, os quais dominam essa lista há décadas.

Mas, vale a pergunta: será que o Brasil, de fato, se tornará um celeiro de empresas de tecnologia?

Acreditamos que sim. Isso porque o principal intuito de uma startup é solucionar as dores dos consumidores através do uso de tecnologia. E por essas bandas, não faltam dores ou oportunidades de aprimoramento. Além disso, uma boa parte dessas soluções passa por fazermos uso mais inteligente dos recursos que já possuímos. E isso cai como uma luva para um país como o nosso onde a poupança e o investimento são restritos.

Para tornar nosso argumento mais tangível, pense em como o Uber tornou mais eficiente a nossa frota de carros (que costuma a ficar parada a maior parte do dia), ao mesmo tempo em que ajudou na locomoção das pessoas. Um outro caso emblemático é o do Nubank, que não precisou de uma rede de agências para ter 35 milhões de clientes (número semelhante ao do Itaú!)⁵ e trazer finalmente uma alternativa mais descomplicada, com menos taxas e melhor atendimento do que o dos grandes bancos.

¹ O Netscape foi um dos primeiros navegadores da Internet. Seu IPO foi um grande sucesso; o preço de suas ações mais do que dobraram no primeiro dia de negociação. Essa operação é tida como um marco inicial no boom de internet dos anos 1990.

² Fonte: livro Blitzscaling: The lightning-fast path to building massively valuable companies, Reid Hoffman, 2018.

³ Fonte: <https://companiesmarketcap.com/>.

⁴ Fonte: Jornal Estado de São Paulo, 27/04/2021.

⁵ Fonte: www.nubank.com.br.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2021

Além da enorme demanda por melhores serviços e produtos, o Brasil oferece um mercado consumidor adepto ao uso de aplicativos. Existem por aqui 240 milhões⁶ de smartphones sendo usados (mais de um por habitante) por uma população que está entre as campeãs mundiais em termos de tempo conectado à internet. Por fim, temos um enorme contingente de 40 milhões de trabalhadores informais ou desempregados, muitos dos quais acreditam que as oportunidades criadas pelas plataformas, como ser um entregador no Rappi ou seller no Meli, são uma bem-vinda fonte de renda.

Nesse contexto, desde 2017, o Brasil já criou 16⁷ unicórnios (ie. startups avaliadas acima de US\$ 1 bilhão). E atualmente, ocupamos um honroso oitavo lugar no ranking dos países com mais unicórnios⁸.

Por outro lado, não faltam desafios para as startups brasileiras. A burocracia, a complexidade das regras tributárias e trabalhistas e o custo Brasil são velhos conhecidos dos corajosos empreendedores locais. Mas para nossas jovens empresas de tecnologia existe um problema ainda maior: a escassez de mão de obra especializada, principalmente programadores. Enquanto as faculdades brasileiras formam, por ano, apenas 300 mil bacharéis em exatas (ciências, engenharia e matemática), a Índia forma cerca de 2,5 milhões e a China 5 milhões⁹. Esperamos que as forças de mercado, com o tempo, se encarreguem de mitigar essa distorção.

Um fator importante de sucesso para o ciclo das startups é uma indústria de capital de risco disposta a financiar esses projetos. Há 10 anos praticamente não existia esse tipo de investidor no Brasil. No entanto, a abundância de liquidez global e os casos de sucesso entre as startups brasileiras (como a 99 taxi, primeiro unicórnio nacional) foram, pouco a pouco, mudando esse jogo. Atualmente, existe uma pulsante indústria de Venture Capital no país e que tem como maior expoente o conglomerado japonês Softbank, que anunciou em 2019 a criação de um fundo de US\$ 5 bilhões em startups na América Latina. Além do dinheiro, esses fundos têm aportado muito conhecimento de gestão e network nessas empresas.

Igualmente importante, foram as saídas bem-sucedidas de uma série de investimentos através de IPOs em bolsa. Até 2019 eram raríssimas as listagens de empresas de tecnologia na Bovespa, mas desde então já houve 9 IPOs de startups e, em 2021, o setor passou a ser o líder na quantidade de aberturas de capital.

Para nós, como para tantos outros *value investors*, treinados na cartilha da margem de segurança de Benjamin Graham, é necessária uma grande flexibilidade mental para analisar o investimento em empresas de tecnologia, as quais costumam ser avaliadas a um múltiplo da receita e o lucro é uma promessa distante.

Entretanto, é justo dizer que a contabilidade atual não reflete no balanço dessas empresas o valor dos seus principais ativos, que são os investimentos no aperfeiçoamento da plataforma e na base de clientes, os quais são lançados como simples despesas no resultado. O melhor

⁶ Fonte: Época Negócios e Vinci Partners.

⁷ Fonte: [Os 16 Unicórnios brasileiros em 2021 \(poupardinheiro.com.br\)](https://poupardinheiro.com.br).

⁸ Fonte: [Unicorns by country 2021 | Statista](https://www.statista.com.br/unicorns).

⁹ Fonte: [Chart: The Countries With The Most STEM Graduates | Statista](https://www.statista.com.br/chart).

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2021

exemplo nessa linha é o caso do Mercado Livre, que era uma empresa lucrativa até 2016 e que decidiu passar a reinvestir seu lucro em iniciativas como frete grátis e *cash back* no intuito de obter uma base maior e mais recorrente de clientes ao mesmo tempo em que fomentava o uso da sua carteira digital. Seu lucro de fato evaporou, passando de US\$ 145 milhões em 2016 para um prejuízo de US\$ 37 milhões em 2018. Mas o Meli não se tornou uma empresa menos valiosa com esse movimento. Pelo contrário, suas ações se multiplicaram por 10x desde então, enquanto o seu número de usuários cresceu em média 48% a.a. e o valor transacionado através de sua carteira digital se multiplicou por 2,5 vezes, alcançando US\$ 20 Bi em 2020¹⁰.

Outro grande desafio na análise das empresas de tecnologia vem do fato de que muitas delas não têm um caminho claro para a rentabilidade. Cabe ao analista então acreditar que aquela empresa, após anos encantando a clientela e, muitas vezes, queimando bastante caixa no processo, vai achar formas criativas de ganhar dinheiro. O Google, por exemplo, já nasceu como o melhor motor de busca da internet em 1998, mas só passou a dar lucro em 2001, após a criação do *adwords*, um sistema de leilão onde anunciantes disputavam para cada palavra a ser buscada pelo usuário um lugar no topo da página¹¹.

Em relação à estratégia de crescimento, o *value investor* também precisa rasgar seu manual quando vai analisar empresas de tecnologia. Inspirados nos *franchise business*, de Warren Buffett, estamos acostumados a buscar empresas que paulatinamente replicam sua fórmula de sucesso, conquistando território gradualmente e nunca dando um passo maior do que a perna. Foi assim que a GEICO, a seguradora de veículos da Berkshire, que usa a venda direta, sem corretor, para oferecer apólices mais baratas, conquistou a vice-liderança no mercado americano em 2013, quase oito décadas depois de sua criação.¹²

Entre as maiores histórias de sucesso da bolsa brasileira das últimas décadas estão muitas empresas com essa característica de crescimento gradual combinado com rentabilidade, como o caso da Ambev e Renner. Elas se enquadram perfeitamente no conceito criado pelo professor de *business* de Stanford e *best seller*, Jim Collins, chamado de marcha das vinte milhas, em alusão à história dos dois exploradores que formaram expedições concorrentes para chegar pioneiramente ao Polo Sul em 1911, Roald Amundsen e Robert Scott. Enquanto Amundsen estabeleceu um limite de avanço de 20 milhas por dia para evitar levar sua equipe à exaustão, Scott pressionou seu time para chegar em primeiro lugar. No final, a expedição de Amundsen chegou em primeiro ao Polo Sul e a de Scott morreu no caminho¹³.

Já as startups tendem a fazer o contrário de Amundsen e buscam crescer o mais rápido possível, mesmo que isso consuma muito caixa, leve seus funcionários à exaustão e que a qualidade do atendimento fique em segundo plano. Por traz dessa estratégia, está o conceito de *Blitzscaling*,

¹⁰ Fonte: [Overview | MercadoLibre, Inc.](#)

¹¹ Fonte: livro: In the Plex de Steven Levy, 2011.

¹² Fonte: Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders, ano 2013.

¹³ Fonte: livro: Great by Choice, de Jim Collins e Morten T. Hansen, 2011.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2021

cunhado pelo empreendedor e investidor de startups Reid Hoffman¹⁴, para quem muitos dos mercados atacados pelas startups são situações em que o ganhador leva tudo ou quase tudo¹⁵.

Entre os exemplos de empresas que atingiram essa dominância estão o Facebook, que é praticamente sinônimo de rede social, e o Uber, que é a referência mundial de aplicativos de carona. Em ambos os casos, as empresas se beneficiaram muito do chamado efeito rede, no qual a chegada de um novo membro aumenta fortemente o valor da rede para os demais. Ciente disso, o Uber costuma entrar em novas praças dando subsídios para os clientes. Esse estímulo à demanda atrai um grande número de motoristas daquela cidade para a plataforma. Quanto mais motoristas à disposição, melhor é a experiência do cliente; e, assim, cria-se um círculo virtuoso em direção ao domínio do mercado.

Mas como saber se todo esse consumo de caixa e energia vai valer a pena? De fato, não existem garantias nessa ousada estratégia. No entanto, a análise de alguns fatores pode dar pistas sobre o *pay-off* dessa aposta.

Tudo começa pelo *product/market fit*, que significa fazer o exercício de descobrir se a empresa se encontra num bom mercado e tem um produto capaz de satisfazê-lo.

Nesse sentido, é muito importante determinar o tamanho do mercado endereçável e ver se ele é grande o bastante para justificar a empreitada. Aqui, vale lembrar do brilhantismo de Jeff Bezos que iniciou a Amazon sendo uma “mera” livraria on-line mas sempre vislumbrou a empresa como “*the everything store*”, ou seja, uma das maiores varejistas do mundo (mercado endereçável trilionário!)¹⁶.

Além disso, ao analisar startups é fundamental entender a relação entre o custo de se adquirir um novo cliente (CAC) e o valor que se espera que esse cliente traga ao longo de sua relação com a empresa (*Lifetime Value* – LTV).¹⁷ Uma boa relação LTV/CAC pode trazer a confiança de que a queima de caixa proveniente da rápida expansão da base de clientes se justifica, dado o tanto que a empresa deverá lucrar com cada novo consumidor. Outro ponto importante é verificar o comportamento das diferentes safras de clientes ao longo do tempo, de forma a entender se os consumidores antigos vão perdendo assiduidade e se o engajamento dos novos clientes é mais ou menos intenso do que o de costume.

Contudo, mais do que qualquer análise numérica, o que realmente conta para uma startup ser vitoriosa é o time de gestão. E aqui não é só uma questão de inteligência e currículo, igualmente importante é a resiliência (más notícias e frustrações são uma constante nesse jogo),

¹⁴ Reid Hoffman foi co-fundador do LinkedIn e participou da criação do PayPal

¹⁵ Fonte: livro *Blitzscaling: The lightning-fast path to building massively valuable companies*, Reid Hoffman, 2018.

¹⁶ Fonte: Livro: *The Everything Store: Jeff Bezos and the Age of Amazon*, de Brad Stone, 2013.

¹⁷ O CAC pode ser calculado dividindo-se as despesas de vendas (publicidade, comissões, etc.) pelo número de novos clientes. Já o LTV é calculado através do lucro bruto anual por usuário, multiplicado pelo tempo médio que se espera que um usuário permaneça como cliente. Esse tempo médio é obtido da seguinte forma: $1/\text{taxa de retenção}$, sendo que a taxa de retenção é calculada tomando como base os clientes da empresa em um determinado ano e vendo qual o percentual deles permaneceu como cliente no ano seguinte.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2021

adaptabilidade (ouvir opiniões divergentes, aprender com erros) e a capacidade de trazer e reter talentos.

As maiores chances de sucesso para as startups estão nas situações onde existe menos competição, algo que pode ser derivado de uma barreira regulatória ou tecnológica que esteja prestes a cair. A XP, que nasceu em 2001, mesmo ano da regulamentação da profissão de agente autônomo, teve a coragem de formar uma rede de distribuidores terceiros, enquanto os seus concorrentes se preocupavam com os riscos trabalhistas dessa estratégia¹⁸. Já a Netflix é um exemplo fantástico de transposição da barreira tecnológica. A empresa começou com a frágil proposta de oferecer assinaturas para a entrega de DVDs em casa em 1997, mas, apostando na Lei de Moore¹⁹, já sonhava que assim que as redes de banda larga evoluíssem o suficiente (algo que levou mais de uma década), a empresa estaria entre os pioneiros a oferecer serviços de streaming.

O mundo está vivendo um momento particularmente efervescente para inovação por dois motivos: smartphones e computação na nuvem. Os smartphones têm permitido a criação e adoção em massa de uma série de aplicativos que facilitam a vida dos consumidores. Já a computação em nuvem tem permitido um enorme barateamento do custo de se fazer uma startup, por livrar os empreendedores da necessidade de comprar boa parte da infraestrutura de servidores e de licenças de software (agora disponíveis no modelo por assinatura).

Outro componente que tem tornado o investimento em tecnologia um terreno especialmente fértil é o baixíssimo patamar das taxas de juros durante a última década, fruto de questões estruturais, como o envelhecimento da população mundial, e circunstanciais, como as crises do *sub-prime* de 2008 e europeia de 2011. A busca de retornos satisfatórios nesse contexto tem levado investidores cada vez mais para investimentos de risco e de longa maturação.

E, por fim, o maior dos anabolizantes para as empresas de tecnologia foi a pandemia da COVID-19. As quarentenas mundo afora aceleram em muitos anos a digitalização dos consumidores e possibilitaram a quebra de tabus regulatórios, como prescrições eletrônicas de remédios, consultas a distância, cartórios digitais, etc.

Tudo isso levou as empresas de tecnologia a terem uma fortíssima valorização nos últimos anos, em especial em 2020. Enquanto o índice Nasdaq subiu 44% no último ano o CQQQ (ETF das principais empresas de tecnologia da China) se apreciou em 57% no período²⁰.

Entretanto, seria natural esperar que as ações de tecnologia não tivessem uma performance de destaque no curto-prazo. Isso porque o forte crescimento de receita do ano passado deverá impor uma base de comparação alta para essas empresas em 2021, ao mesmo tempo em que se espera uma gradual normalização da mobilidade à medida que a população mundial seja

¹⁸ Fonte: Livro: Na Raça: Como Guilherme Benchimol Criou a Xp e Iniciou a Maior Revolução Do Mercado Financeiro Brasileiro, de Maria Luíza Filgueiras, 2019

¹⁹ Conceito criado por Gordon Moore em 1965 que dizia que a capacidade de processamento dos computadores deveria dobrar a cada 18 meses.

²⁰ Fonte: Bloomberg

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2021

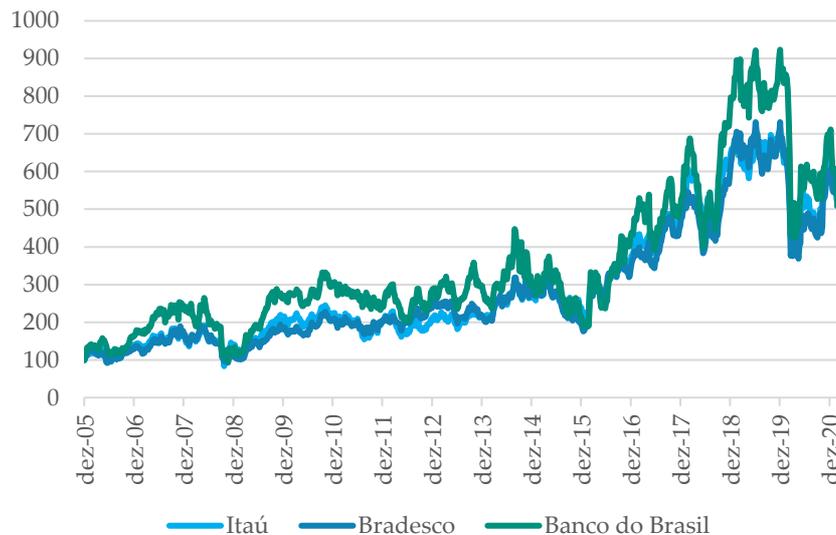
vacinada. Consequentemente, atividades da velha economia (como varejistas físicos) devem retomar uma parte do terreno perdido.

Ademais, os juros mundo afora começaram a subir dos patamares hiperestimulativos que chegaram no auge da pandemia, dada a vigorosa recuperação da economia mundial e a alta recente das commodities. E as ações de empresas de crescimento tendem a ser mais afetadas pela alta dos juros.

Existem também dois desafios adicionais que são particulares do investimento em empresas de tecnologia.

Primeiramente, a escolha da empresa vencedora é muito mais relevante no setor de tecnologia do que é na maioria dos setores tradicionais da bolsa. Se decidirmos, por exemplo, investir em uma siderúrgica ou em um grande banco brasileiro, a assertividade de nossa aposta estará muito mais atrelada aos ventos a favor ou contra aquela indústria do que a qualidade da gestão da empresa escolhida (veja gráfico abaixo). Mas se decidirmos investir numa rede social, é importante que ele seja o próximo Facebook e não o MySpace ou o Orkut. O mesmo efeito rede que faz com que o ganhador leve tudo ou quase tudo, deixa uma série de perdedores pelo caminho. O Netscape²¹, que citamos no início dessa carta, é um dos exemplos mais emblemáticos dessa impiedosa dinâmica.

Performance das Ações de Grandes Bancos Brasileiros: Alta Correlação²²



²¹ O Netscape, que chegou a ter 90% de market share entre os navegadores nos primeiros anos da internet, foi ultrapassado pelo Internet Explorer da Microsoft, que passou a oferecê-lo gratuitamente dentro do pacote Windows. A Netscape acabou sendo comprada pela AOL e submergiu a irrelevância nos anos 2000.

²² Fonte: Economática.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2021**

O segundo ponto é o risco de bolha. Como a geração de caixa da maioria das startups é uma longínqua promessa, o cálculo de seus valores justos é bem mais subjetivo do que de uma empresa tradicional. Por isso, momentos de grande entusiasmo, como o que vivemos atualmente, merecem uma atenção especial. Vale lembrar do exemplo da Microsoft, que atingiu um valor de mercado de US\$ 475 bilhões em 1999, no auge da “era .com”. Depois do estouro da bolha da internet em 2000, foram necessários 15 anos para as ações da empresa recuperarem o patamar de 1999²³.

Atualmente, na carteira do Vinci Mosaico o único representante do setor de tecnologia é a Totvs; empresa líder brasileira em ERP e que está se tornando uma grande plataforma de tecnologia, após suas recentes aquisições nos segmentos de Techfin (Supplier) e Business Performance (RD Station).

Porém, muitas empresas do nosso portfólio têm uma parte importante do seu negócio inserido no contexto de tecnologia/startup, apesar de terem uma origem na velha economia. Exemplos disso são as iniciativas do BTG na área de fintech (como o BTG digital e o crédito para pequenas empresas) e a startup que está sendo criada dentro da Tenda para o uso de um novo método construtivo para a baixa renda (o *off-site construction*).

Por fim, apesar dos riscos de curto-prazo e inerentes ao setor, acreditamos que as empresas de tecnologia serão a grande fonte de criação de valor do Ibovespa nos próximos dez anos, em linha com o que houve nos EUA e na China durante a última década. Por isso, vai ser crucial para nossa performance de longo-prazo que nos tornemos cada vez mais “bilingues”, ou seja, tão fluentes no *growth equity* quanto no *value investing*.

Atenciosamente,

Vinci Partners

²³ Fonte: Bloomberg.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

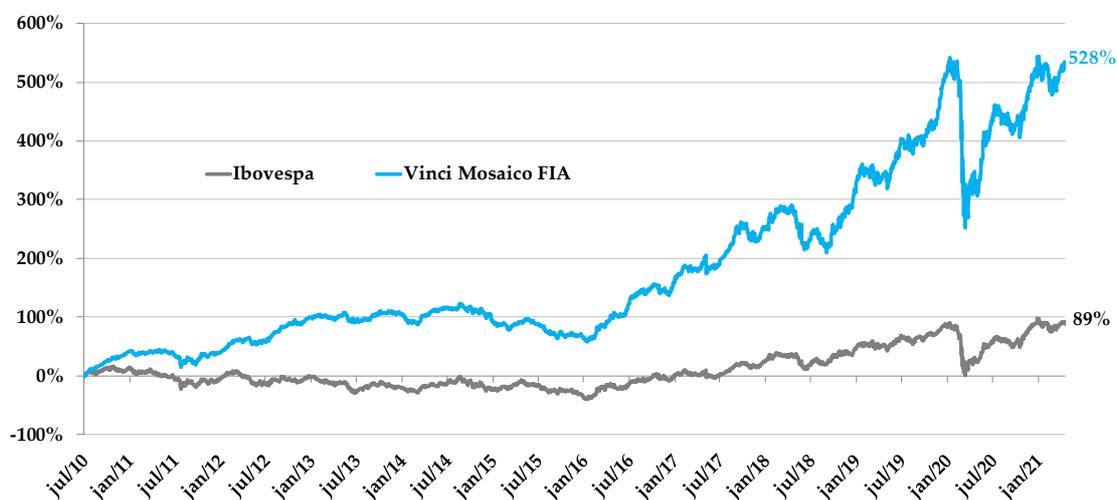
1T 2021

em R\$	jan/21	fev/21	mar/21	abr/21	2021*	Acumulado*
Vinci Mosaico FIA	-3,0%	-3,2%	4,0%	3,1%	0,8%	527,6%
Ibovespa	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%	-0,1%	88,8%

* Até 30/04/2021

em R\$	2010**	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vinci Mosaico FIA	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	44,9%	40,6%	14,8%	49,5%	3,5%
Ibovespa	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,6%	2,9%

** Mosaico FIA criado em 12/07/2010



 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2021**

AVISOS LEGAIS

O presente material tem caráter meramente informativo, não foi auditado e é para uso exclusivo de seu destinatário. As informações contidas neste documento não devem ser divulgadas a terceiros ou reproduzidas sem o prévio e expresso consentimento da Vinci. As informações contidas neste documento são materialmente precisas até a data a que ele se refere. Este material não pretende ser completo, nem a Vinci assume nenhum compromisso de atualizar as informações aqui contidas. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Esta carta constitui uma opinião dos analistas e gestores da Vinci, mas não deve ser interpretada como uma recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Vinci, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. Quaisquer projeções, avaliações de conjuntura ou estimativas de mercado indicadas neste material são baseadas em certas premissas, refletem as visões dos analistas e gestores da Vinci e não foram verificadas de forma independente e, portanto, não devem ser interpretadas como um indicativo dos eventos reais que ocorrerão. Outros eventos que não foram levados em consideração podem ocorrer e exercer impacto significativo no mercado e, conseqüentemente, nos investimentos. Os analistas e gestores da Vinci usam informações de fontes conhecidas por sua confiabilidade e boa-fé, mas isto não representa nem endossa a precisão ou confiabilidade de nenhuma dessas informações e a Vinci não se responsabiliza pelo teor dessas informações. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Vinci recomenda ao interessado que consulte seu próprio assessor legal.

Rio de Janeiro
55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon - 22431-002

São Paulo
55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar - Jd. Paulistano - 01452-000

Recife
55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301
Torre A - Pina - 51110-160

Nova York
1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017