

**Reposicionando Critérios de Investimento à Vista de Novas Ferramentas:
Uma Proposição de Valor Ortodoxa e, Portanto, “Contrarian”**

O que querem os investidores? Ora, investidores querem retorno sobre seu investimento, não é óbvio?

Parece óbvio. Parecia óbvio, pelo menos. Uma análise baseada em WACC parece nos trazer todo o contexto em que um investimento está realmente gerando o retorno esperado: a moeda em que o investimento é feito, estendida sobre o período de tempo em que o retorno deve ocorrer e atualizada a valor presente, baseada na taxa de juros da mesma moeda, comparada com a taxa de retorno de investimentos semelhantes. Todos os fatores parecem transparentes e mensuráveis.

E o são, num determinado momento do tempo, fora de seus contextos. Mas contexto é tudo, e é necessário contextualizar cada um destes elementos para se perceber que a própria ideia de “retorno” é sujeita à ideia de valor através da qual qualquer preço, seja a de um bem, seja a de um investimento, é estabelecido: e assim sendo, o valor marginal de um bem pode ser o resultado de qualquer preço que aceita-se pago a qualquer momento, baseado na opinião dos peritos da área, aceito ainda pelo seu vendedor, determinado ainda pela comunidade de todos os pagadores e vendedores do bem em si mesmo... Fomos do óbvio ao subjetivo em dois parágrafos.

Contextualizemos, portanto, alguns destes elementos numa tentativa de chegarmos à resposta de nossa pergunta inicial.

1. Valor de Moeda

Moedas costumavam ter valor em si mesmas: eram um montante de metal, certamente de valor marginal ao invés de uma utilidade prática, mas ainda assim, sujeitos à existência (e escassez) objetiva. Em um determinado momento, por razões eminentemente fiscais, estes mesmos recursos minerários foram amalhados num cofre público e uma autoridade, também pública, passou a emitir títulos monetários representativos de uma fração dos metais armazenados no cofre público. Até este momento, se a moeda (agora, papel) tinha valor marginal, ela tinha um pé numa base objetiva: se num determinado momento, o conjunto dos bens de uma determinada economia poderia ser representado pelo total de minério à disposição para possibilitar as suas trocas voluntárias, sendo cada bem representado por uma fração do depositório total de minério que é mutável de acordo com o valor marginal assinalado por cada unidade de negócios, então as prioridades de aquisição de bens dentro

de uma economia poderia ser definida de acordo com as decisões individuais de cada unidade de negócio, considerando-se que o total de minério disponível para estas transações era limitado e, portanto, escasso.

Certamente que alterações no montante de minério disponível (p.e., com as descobertas de metais preciosos na América Latina pelos espanhóis) causavam pressões inflacionárias ou deflacionárias nestas mesmas economias. Mas a elasticidade da demanda e oferta destes recursos era rígida o suficiente para permitir o cálculo econômico eficiente.

Foram pressões políticas (a necessidade do financiamento do esforço militar) que possibilitaram a imposta mudança de um papel moeda delimitado por uma escassez objetiva para um papel moeda delimitado por... bom, por coisa alguma, a não ser a política *per se*. Idealmente, um governo responsável manteria a base monetária num tamanho estável, aumentando-o cuidadosamente para compensar pelo aumento de demanda por moeda em proporção ao crescimento de uma economia, com o fim de manter a estabilidade do cálculo econômico dos atores desta economia.

Mas não foi para isso que o Padrão Ouro foi descartado e seria um exercício de intensa ingenuidade ignorar os incentivos dos atores públicos, autorizados a imprimir a moeda, para fazer um uso enviesado desta autoridade. Economias livres definem suas prioridades num esforço conjunto de todos os atores econômicos de, baseados em suas percepções individuais, adquirir o que acham o mais importante num determinado momento: comida, casas, carros, remédios, etc. Atores políticos suspendem este processo de priorização comunitária substituindo-o por suas prioridades, definidas por seus processos políticos. E assim o fazem ou retirando a moeda da base econômica, através da tributação ou através da impressão de papel moeda, o que gera inflação, o que é, ultimamente, um outro tipo de tributação.

Um certo tipo de ciência econômica, mais recente, procurou dar aos mesmos atores políticos o melhor de dois mundos: dar ao governo a possibilidade de atingir seus objetivos políticos sem aumentar de forma súbita a base monetária disponível à maioria dos atores econômicos. Instalou-se a política monetária da injeção de liquidez através do sistema financeiro. Um exemplo desta política era a disponibilização de títulos de dívida governamentais a um conjunto limitado de instituições financeiras as quais providenciam recursos para gastos públicos e são pagos em *fiat money*, moeda impressa. Moeda esta que estas mesmas instituições distribuem a projetos com o menor risco possível, limitando a disponibilidade de financiamento a projetos mais estáveis, ou pelo menos percebidos como tal.

Os governos assim obtêm os recursos que necessitam para fomentar o que querem fomentar e, adicionalmente, proporcionam à economia novos fundos que não chegam a todos, mas apenas àqueles atores produtivos que, ao produzirem um bem que atende a uma demanda, são capazes de obter financiamentos de uma instituição financeira. Estes atores produtivos

irão, por sua vez, expandir, contratando mais colaboradores os quais, por sua vez, através de seus salários, fomentarão as economias em seu entorno. Assim, o papel moeda se espalha numa pirâmide invertida, concentrando-se no topo e descendo aos poucos para o resto da economia, dentro das percepções de valor e, ocasionalmente, de risco dos atores.

Fato é que as prioridades de governos raramente têm fim e o uso contínuo desta política levou à uma potencialização relevante do papel das instituições financeiras, seja no mercado de dívida, seja no mercado de investimento, na decisão da distribuição destes recursos. E, tendo consolidado este seu papel, estas instituições se tornaram grandes demais para serem reguladas pelo mecanismo de sucesso e fracasso econômico. Se tornaram “too big to fail”.

2. Monopolização do Valor Marginal de Retorno

Numa economia onde a percepção de valor marginal é pulverizada, a aplicação de um recurso financeiro na obtenção de um bem específico é o resultado do cálculo econômico de um número máximo de atores. Isso permite que a mesma economia tenha maior eficiência no atendimento das necessidades de um número ótimo de atores. Quanto menor o número de atores com a capacidade de priorizar suas decisões econômicas, menor será o número de prioridades atendidas. Esta é e sempre foi a justificativa dos mercados livres.

Numa situação hipotética em que a base monetária é limitada, escassa e livremente distribuída, alguns bens terão demanda perene enquanto outros terão demanda exclusiva. Alimentação, por exemplo, tem uma demanda perpétua uma vez que todos os indivíduos de uma determinada comunidade precisam se alimentar. Alguns itens podem ser mais caros pois são mais escassos, ou porque atendem a um gosto específico. Mas itens básicos como o arroz ou o pão sempre acharão compradores e, assim, são produzidos em grande quantidade, de forma cada vez mais eficiente, com preço cada vez menor, atingindo um número cada vez maior de pessoas.

No cenário descrito anteriormente, onde determinadas instituições decidem quais são as prioridades econômicas, haveria apenas uma consideração a ser feita no momento desta decisão: o risco de obter-se o pagamento pelo financiamento disponibilizado. E se assim fosse, haveria ainda em tal sistema uma lógica objetiva de investimento uma vez que as unidades de negócio capazes de demonstrar sua capacidade de repagamento de seus financiamentos seriam aquelas que atendem a um número mais abrangente de demandas, uma vez que a capacidade de uma unidade de negócio de adimplir com suas obrigações está diretamente ligada à sua capacidade de gerar fluxos de caixa, a qual está ligada ao volume de suas vendas, o qual está ligado ao número de seus clientes.

Outrossim, no momento em que estas instituições financeiras se tornam grandes demais para enfrentarem as conseqüências de suas decisões de alocação de recursos, o fator risco é

eliminado como orientador destas mesmas alocações. Torna-se muito mais importante para estes atores garantir que a infraestrutura de fornecimento de fundos bem como de seguro contra falhas permaneça constantemente existente.

Melhor seria para estas instituições se os investimentos realizados fossem recompensados não por suas eficiências inerentes, comprovadas por suas capacidades de responder às demandas dos consumidores finais, mas, de outra forma, por valores de consenso entre os atores políticos e os próprios mercados por eles fomentados.

3. Valores de Fluxo de Caixa versus *Enterprise Value* em Mercados de Valores Mobiliários

De forma acidental ou não, a evolução dos mercados de capitais dentro da dinâmica de valorização de *angel capital* até abertura de capitais possibilitou a justificação de investimentos e financiamentos que, se possuem uma lógica de monetização opaca, demonstram uma capacidade de ganhos na arbitragem das valorizações do modelo de negócios por si mesmos. Atualmente, na *racional* da criação de valor de uma *start-up*, tão (ou mais) importante do que um caminho de monetização baseado em um fluxo de caixa positivo é a possibilidade de se adquirir por um preço baixo as participações societárias de uma empresa em estágios iniciais de crescimento e fomentar a sua formatação para a venda posterior das mesmas participações em um mercado que mira *tickets* de investimento maiores, atualizando-se os investimentos na valorização das participações previamente adquiridas.

Assim sendo, um fundo de *seed capital* precisa se preocupar menos com a capacidade de geração de caixa de uma empresa investida e mais com a capacidade de obtenção de investimentos maiores por um fundo de *venture capital* cuja filosofia de investimento esteja em conformidade com o modelo de negócios avaliado pelo fundo anterior. O resultado de fluxo de caixa pode ser pequeno ou mesmo negativo, desde que a avaliação do “*goodwill*” das empresas seja qualitativamente aceitável e quantitativamente relevante. O objetivo da superestrutura de alocação de recursos deixa de ser a satisfação do maior número de atores dentro de uma economia (o que geralmente se traduz em “Prosperidade” de um sistema econômico) e passa a ser a satisfação dos objetivos estabelecidos por um número cada vez mais restrito de atores econômicos. E hoje, percebe-se a possibilidade de que estes objetivos econômicos podem mesmo estar em contraste com necessidades fundamentais da base de demanda de uma maioria de indivíduos dentro dos ecossistemas econômicos.

É importante denotar que dentro da noção de Prosperidade denotada acima, ao contrário do que o nome possa indicar, não se delimitam os resultados em uma aumento de riqueza tão somente, mas também na capacidade do ecossistema econômico, em sua totalidade, de prover para necessidades mínimas: alimentação, saúde, energia, moradia, reprodução.

É importante notar ainda que existe a possibilidade de um consenso de mercado financeiro ser, ultimamente, contrário à satisfação destas e outras necessidades atendidas num estado de Prosperidade. Poderíamos, como hipótese, chamar a atenção para um argumento Malthusiano em que a diminuição do número de atores econômicos demandantes resolveria um problema (real ou não) de pressão sobre a produção de recursos. Um número menor de consumidores diminuiria a demanda total por, digamos, alimentos, o que reduziria a pressão para a produção de alimentos, que reduziria a pressão para o uso de fertilizantes, que reduziria a pressão sobre a exploração de recursos fósseis, o que aumentaria a vida útil de nossa base de recursos como um todo.

Num cenário de mercados com monitoramento funcional de demandas gerais e abrangentes, ainda que a tese Malthusiana descrita acima obtivesse sucesso num primeiro momento, o aparecimento de resultados negativos como consequência destas ações poderia ser remediado por uma correção nos focos dos investimentos para uma política distinta num espaço de tempo hábil. Entretanto, se o mecanismo de correção se impossibilita, a tendência é a dos atores caírem na armadilha dos *sunken costs* e insistirem nestes focos de investimento, ainda que errôneos. Se admitirmos o fluxo de caixa positivo como um dos fatores importantes para este monitoramento e se observarmos que o *enterprise value* resultante do *goodwill* é hoje mais relevante para o cálculo do investimento, percebemos que há uma lacuna no mecanismo de correção econômica que pode ter resultados indesejáveis.

Classicamente, a função do sistema financeiro e o mercado de capitais é a de unir a poupança doméstica aos projetos econômicos através de financiamentos e investimentos. Essa função é, em última análise, retrógrada: o sistema financeiro e o mercado de capitais dependem muito mais de injeções de liquidez governamentais do que do varejo de depósitos ou corretagens; a validação de suas alocações depende menos do sucesso real dos projetos e mais de uma percepção de sucesso, baseada num consenso artificial de atingimento de objetivos inatingíveis. Nada, nesta fórmula, aponta para uma possibilidade, ainda que remota, de otimização de Prosperidade.

O que querem os investidores? Talvez não seja o que se pensaria.

4. Uma Exposição do Problema do Processo de Investimento

Uma tentativa de correção do *status quo* descrito passaria pela realização de uma revitalização da função clássica do sistema financeiro, qual seja, da união dos depósitos domésticos a projetos de valor real, projetos que buscam fluxos de caixa perenes atingíveis através da busca de prosperidade objetiva. É esta situação ótima que poderíamos chamar, concretamente, de Economia Real.

Esta tentativa encontra problemas desafiadores.

Primeiramente, dentro do *status quo* descrito onde as pressões inflacionárias são relevantes, o custo dos projetos aumenta. Estas mesmas pressões inflacionárias tendem a engatilhar um certo consenso de política econômica entre bancos centrais que têm como dogma o aumento das taxas de juros como panaceia para toda a natureza de aumento de preços; esta política tende a sugar os recursos disponíveis para investimentos em participações societárias movendo-os em direção a instrumentos de dívida, os quais, por sua vez, têm custos de transação, especialmente os regulatórios, bastante relevantes. Conseqüentemente, o recebimento de investimento torna-se limitado a um grupo restrito e exclusivo de empresas, quais sejam, as de risco percebido como aceitável (precificado de forma comparavelmente acessível mesmo depois da adição de taxas de juros crescentes) e com volumes de emissão e disponibilidade de caixa que justifiquem emissões de dívida ou *equity* em mercados regulados.

Como estas emissões aumentam em tamanho e custo, aumentam ainda os riscos de venda destes instrumentos em mercados abertos: ecoando as relações entre grandes conglomerados e *Main Banks* emergentes no cerne do desenvolvimento econômico alemão e japonês, as grandes emissões de dívida e *equity* acabam dependentes de um bom relacionamento entre grandes empresas, grandes bancos de investimento e grandes fundos de investimento, *sponsor*, assessor e investidor nos projetos disponíveis. E assim, a capacidade de realizar projetos, a capacidade de viabilizar projetos e a propriedade sobre os projetos vai aumentando de dimensão enquanto, em medida inversa, diminuem o número dos protagonistas dos mesmos projetos.

Este movimento, outrossim, carrega em seu cerne uma contradição pouco aparente: uma teoria da empresa propõe que a organização de um conjunto de atividades sob a mesma pessoa jurídica justifica-se economicamente quando estas mesmas atividades, necessárias para a realização do objetivo destas mesmas pessoas jurídicas, são mais baratas e têm menos conflitos de interesse se incorporadas como salários e não como serviços prestados por terceiros. Esta concepção tem como premissa um alinhamento de interesses e ações de todos os atores dentro de uma *corporation* na realização de suas atividades, eminentemente econômicas. Esta premissa torna-se mais falsa na medida em que as dimensões destas pessoas jurídicas vai aumentando.

De fato, o aumento paulatino e constante do tamanho e complexidade das *corporations* potencializa ainda o problema de agência de seus administradores. Seja numa repartição pública, seja numa grande empresa de capital aberto, o interesse dos atores nestes ambientes muitas vezes se acomoda na descoberta de um ponto de equilíbrio entre o mínimo de performance (suficiente para atingir-se a estabilidade da posição) e o máximo de remuneração, de onde os objetivos destes mesmo atores deixa de ser, unicamente, o objetivo da corporação e passa ser a sobrevivência dentro da corporação.

Acontece que uma atividade econômica, o desenvolvimento, disponibilização e remuneração por determinado serviço ou produto, é resultado direto de um processo intelectual de reconhecimento de uma necessidade, criação de uma solução e sua comercialização. E como processo intelectual, este é apenas possível a partir de um indivíduo, a única unidade capaz de pensamento, de análise e de julgamento, podendo apenas, esta unidade, concatenar seus esforços com os de outras unidades em comunicação imperfeita com o intuito de melhorar no processo de tomada de decisão e alocação de recursos, ou seja, do cálculo econômico dos meios e fins.

Ora, numa grande corporação, o problema de agência dos administradores embaça o objetivo do cálculo econômico dos agentes, levando-o da sobrevivência e prosperidade da corporação e seus stakeholders (resultantes da proporção de meios e fins para obter-se a eficiência e sustentabilidade de fluxos de caixa advindos dos produtos e serviços produzidos e oferecidos), aonde deveria estar, para a segurança e êxito dos administradores apesar de suas obrigações com os acionistas da corporação, os quais tendem a estar cada vez mais pulverizados, desorganizados e movidos por slogans.

Por consequência, os esforços destas grandes corporações deixam de objetivar a satisfação do maior número de atores dentro de seu entorno econômico (gerando menos Prosperidade) e passam a mirar na satisfação dos slogans impostos por certo número de acionistas que não precisa ser preponderante: basta amearhar maioria simples. Em outros tempos, a natureza dos produtos era o grande regulador dos esforços da corporação pois apenas *outputs* de valor marginal real para consumidores possibilitavam a longevidade dos fluxos de capital positivos; em tempos onde o valor do produto é secundário vis-à-vis aos valores dos acionistas majoritários, a corporação tem incentivos relevantemente diminuídos para ambicionar satisfazer o maior número de pessoas, sejam elas clientes, compradores ou usuários.

Em resumo,

- A. Há uma restrição de meios de captação de recursos para projetos de natureza quantitativa (taxas de juros altas encarecem projetos de risco maior) e qualitativa (grandes empresas têm relacionamentos mais eficiente com grandes bancos de investimento e fundos de investimento), restringindo a capacidade de realização de novos projetos por outros atores;
- B. O crescimento no tamanho e na complexidade das estruturas de corporações exacerba o problema de agência dos administradores, desfocando os objetivos do cálculo econômico de meios e fins em direção aos interesses dos administradores ao invés dos interesses da corporação e da sociedade em geral;

- C. A mudança dos focos de investimento de projetos focados em bons produtos/serviços para atender a um maior número de clientes/compradores/usuários, em direção a despesas justificadas pelos interesses de agência de administradores em face de seus acionistas controladores gera uma situação onde a Prosperidade gerada dentro de uma sociedade seja cada vez menos importante, colocando em perigo a longevidade das corporações.

Outrossim, novas e velhas tecnologias vêm ao encontro deste problema, possibilitando novas perspectivas.

5. Uma Proposta de Melhoria do Ambiente de Investimentos Visando Prosperidade

Em face do cenário desenhado acima, uma proposta para a correção e melhoria do corrente ambiente de investimentos deve abarcar alguns esforços específicos.

Em primeiro lugar, se uma grande corporação sofre mais com o problema da agência do administrador, este mesmo problema é causador e incentivador de indivíduos que trabalham dentro de um ambiente corporativo, ou outros indivíduos que, fora do ambiente corporativo, poderiam adentrá-lo, que possuem um bom comando de um problema e de uma proposta de sua resolução, e que prefeririam executar um plano para a efetivação desta proposta fora do ambiente corporativo se tivessem acesso ao capital necessário. Nestas condições, sendo proprietários de seus esforços nos direitos e nas obrigações, a questão da agência diminui consideravelmente pois, para *start-ups*, a criação de um fluxo de caixa mínimo é a maior das questões, a qual deve ser resolvida com o menor número de salários possível (ou seja, com uma estrutura administrativa magra).

No cerne da questão da captação de investimentos para projetos em estado de *greenfield* e/ou *early stage* existe a questão da precificação do investimento em face do alto grau de risco destes projetos. Em tese e numa generalização tosca, projetos em estágios iniciais têm necessidades *menores* de capital (em termos de montantes absolutos) em comparação a projetos operacionais de larga escala em fase de CAPEX ou OPEX; além disso, podem ter a possibilidade de um retorno considerável comparado com seus custos de execução. Nesta fase dos projetos, os riscos são infinitamente mais numerosos e de impacto grande na sobrevivência da empreitada.

Dentro desse quadro, um arranjo ideal seria aquele em que o risco desse empreendimento pudesse ser dividido com o maior número de pessoas, e o retorno deste empreendimento, havendo-o, fosse compensatório o suficiente para justificar um portfólio onde um dos componentes prudenciais seria representativo da relação entre os potenciais e significativos retornos, as eventuais falhas e o pequeno valor investido. Em outras palavras, a pulverização do custo da falha, do insucesso, suportada por um número maior de investidores de acordo

com seu grau de entendimento e apetite de risco, possibilitaria a realização de projetos mais arriscados, com maior possibilidade de aproveitamento de grandes vantagens (*upsides*) e menor impacto no caso de inviabilidade de prosseguimento do empreendimento.

Este arranjo, tendo como objeto projetos de valor menor em montantes absolutos, teria como necessidade um requerimento pequeno de infraestrutura, um quadro regulatório estável e transparente (diminuindo custos de transação em sentido estreito) e uma ubiquidade de alcance.

Tal arranjo é hoje realizável através de plataformas de *crowdfunding* desde que os quadros regulatórios permaneçam estáveis e conducentes a um nível de estruturação de projetos de investimento que permitam segregar riscos em estágios iniciais e pulverizá-los em ampla base de investidores interessados. Assim, potencializa-se uma série de fatores conducentes à Prosperidade que o arranjo financeiro atual deixou de realizar: no âmbito da provisão de investimentos para novas atividades econômicas, a disseminação de recursos a projetos de todos os perfis de risco, inclusive os mais incipientes; no âmbito do acesso a oportunidades de investimento também aos indivíduos de menor alcance patrimonial, a disponibilização de produtos financeiros com uma proporção de risco e oportunidade distinta da mera poupança ou de instrumentos de crédito/débito de varejo; no âmbito dos custos associados à comercialização destes produtos a um número relevante de potenciais investidores, a ubiquidade dos pontos de acesso através das vendas online; no âmbito dos requerimentos de proteção dos investidores, um quadro regulatório claro e estável permitiria um ambiente conducentes a novas estruturas desde que as informações do projeto sejam transparentes e previamente aceitas, demonstrando concretamente a possibilidade de retorno e sua proporcionalidade ao custo do risco.

Este ambiente de proliferação de plataformas de *crowdfunding* e de estabilidade no quadro regulatório, no presente momento, existe e está em caminho de consolidar-se, espera-se. Destas plataformas, demanda-se ainda que efetuem a função de bancos de investimento, de *advisors*, de bolsas de valores, no referente a um certo grau de análise dos projetos por elas oferecido.

6. Contenção de Riscos e Amadurecimento de Projetos em Plataformas de *Crowdfunding*

O processo de registro de uma oferta pública em bolsa de valores tem, hipoteticamente, a função de oferecer ao mercado em geral, incluindo nele o investidor não-profissional de menor alcance patrimonial, uma intensidade de transparência que permite aos membros deste mercado tomar a melhor decisão de investimento em face da estrutura de risco de seus portfólios. Em troca dos custos empregados na realização desta função, o quadro regulatório não impõe restrições aos investimentos efetuados. Nas plataformas de *crowdfunding*, onde

os requerimentos de oferta são bem mais brandos, o risco advindo da resultante assimetria informacional são contidos através da restrição de montantes de investimento a investidores não-qualificados. Mas existem fatores mais conducentes à prudência na escolha e oferta de projetos do que o quadro regulatório.

Primeiramente, as plataformas de *crowdfunding*, sendo empresas de varejo, dependem de um certo nível de sucesso, seja de convencimento, seja de histórico de ofertas, para garantir que projetos futuros encontrarão exposição e audiência. São objeto dos riscos provenientes dos ciclos econômicos, onde o sucesso ou falha dos projetos são vítimas ou premiados de fatores macroeconômicos, à revelia dos esforços de empreendedores e dos experts da plataforma. E sendo assim atingidos, precisam ter sensibilidade constante para este ambiente, escolhendo os projetos que terão maior resiliência em ventos contrários, ou os projetos que são mais apropriados em um tempo e menos em outros.

Assim sendo, é necessário que a equipe de uma plataforma de *crowdfunding* tenha uma certa experiência e conhecimento de vários fatores que impactam no desenvolvimento de um projeto e de sua viabilização: enquanto a análise de grandes corporações com projetos em desenvolvimento sustentam-se, em parte relevante, na observação de atividades existentes em mercados existentes, a análise de projetos em fases incipientes debruça-se, usualmente, sobre atividades existentes em novos mercados; ou em atividades novas em mercados existentes; ou em atividades novas em novos mercados.

Atividades existentes em mercados consolidados normalmente ocasionam um nível de amadurecimento o qual se expressa na titularização dos componentes de tempo, de preço e de entrega dos *underlying assets*, num processo que se aproxima e se desenvolve a partir da comoditização dos mesmo ativos. Da fungibilidade dos títulos resultantes deste processo, a análise dos geradores do ativo, ou mesmo do ativo reveste-se de relevância subsidiária. No centro da consideração de investimento nestes tipos de títulos, o diagnóstico do mercado em si mesmo é tão importante quanto, senão muito mais relevante, do que a consideração de seus ativos geradores.

Por outro lado, as demais configurações da matriz Atividade X Mercado X Novidade têm as atividades de titularização, quando existentes, exercendo um papel subsidiário na fomentação dos projetos, os quais dependem muito mais da capacidade da potencialização de uma inovação ou de um rearranjo na estrutura de criação de valor dentro de uma determinada área da economia.

Esta capacidade de potencialização nunca poderia ser apreendida de forma estritamente quantitativa (como os mercados titularizados mais maduros o são), dada a sua própria natureza inovadora; mas alguns impactos externos e internos à empresa podem ser considerados à luz de experiência na administração de ativos grandes e pequenos:

- I. A experiência dos componentes do time de administração, não apenas do ponto de vista técnico no referente às necessidades de mesma natureza da atividade de inovação proposta, mas também no manejo dos custos de transação envolvidos na obtenção de convergência e esforço dos atores dentro do grupo da *start-up*;
- II. A natureza do ativo a ser realizado pela empresa, o qual ganha cada vez mais materialidade na medida em que os seguintes fatores são confirmados:
 - a. A existência de um problema real, abrangente e perene a ser abordado;
 - b. A capacidade do ativo de endereçar de forma eficiente e efetiva o problema;
 - c. A novidade do problema ou do ativo;
- III. A suficiência do time de desenvolvimento de ativos em termos de hora-homem disponíveis X *work stacks* X densidade de inovação, contraposta ao eixo temporal expresso no cronograma de execução do projeto;
- IV. A acurácia na definição dos principais *milestones*, avaliados em consideração da estratégia comercial da empresa em contraste à necessidade de finanças corporativas (vendas, financiamento e investimento) em face do item III. acima;
- V. A quantificação dos recursos financeiros necessários para a manutenção da empresa até os pontos de atingimento de sustentabilidade e lucratividade da mesma, possibilitando a remuneração ao investidor.

Na medida em que uma plataforma de *crowdfunding* encontra-se em ambiente competitivo, onde sua capacidade de coleção de investimentos baseia-se em parte relevante no sucesso das empresas nelas ofertadas, cabe a estas plataformas não apenas saber observar os fatores acima mas, quiçá, ser capaz de auxiliar os empreendedores que os buscam a obter e consolidar estes mesmos fatores.

7. Conclusão

O ambiente de investimentos resultante dos processos descritos acima podem ainda ser considerados de uma perspectiva filosófica: a percepção de valor de um ativo desacoplam-se de uma realidade objetiva das demandas a que estes ativos atendem (a fome aplacada pelo pão, a fragilidade coberta pelo teto, e outras demandas simples mas reais que sempre existiram e existirão) e transcendem rumo a uma abstração cada vez mais relacionadas a percepções de realidades de mercado do que à vida dos atores que nele atuam.

Esta abstração e esta percepção, em termos evolutivos, não significam necessariamente que a espécie humana, como um todo, caminha em determinado vetor que pode ser considerado como “progressivo”: de fato, é bem possível que os desenvolvimentos das preferências adquiridas pelos mesmos atores como um todo são essencialmente desastrosos, necessitando de correção ao invés de incentivo.

Esta capacidade de um mercado de reagir a um determinado entendimento, a uma determinada percepção, tendo em vista a satisfação de demandas novas ou recorrentes que se ampliam no curso de determinados desenvolvimentos, está necessariamente e estritamente relacionada com a capacidade deste mesmo mercado de financiar projetos que vão em sentido contrário a um consenso geral que pode muito bem estar (e muitas vezes está) errado.

É neste prisma que podemos afirmar o valor e importância de uma visão “*contrarian*” de investimentos, bem como do papel das novas tecnologias em garantir que esta visão se manifeste em ativos concretamente desenvolvidos e potencializados.

