

ALBERTO WON KI KIM

## **RELATÓRIO FINAL**

Avaliação Econômica Financeira das Redes Sociais

Trabalho apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas e ao CNPq, como relatório final do Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica – PIBIC.

Área de concentração:

Finanças

SÃO PAULO,

2012

## **FICHA CATALOGRÁFICA**

Kim, Alberto.

Avaliação Econômica Financeira das Redes Sociais – 2012

Orientadora: Profa. Dra. Alexandra Strommer de Farias Godoi

Escola de Administração de Empresas de São Paulo - FGV

1. Bolha nas redes sociais 2. Finanças Comportamentais 3. Valuation

ALBERTO WON KI KIM

## Avaliação Econômica Financeira das Redes Sociais

Trabalho apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas e ao CNPq, como relatório final do Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica – PIBIC.

Área de concentração:  
Finanças

Data da aprovação: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

### **Banca Examinadora:**

---

Alexandra S. F. de Godoi – FGV-EAESP

---

Avaliador externo ou interno - Instituição

---

Coordenador da Iniciação Científica  
FGV-EAESP

## RESUMO

Atualmente, as redes sociais desempenham um papel muito importante na sociedade como um todo. Estatísticas mostram que 96% da geração Y já se juntaram a uma rede social. No entanto, características peculiares das redes sociais tornam a sua avaliação particularmente complicada. A ausência de lucros, em muitos casos, contrasta com avaliações na ordem dos bilhões de dólares, o que gera um temor de que as redes sociais sejam a raiz de uma nova bolha na economia mundial, em consequência da rápida valorização das mesmas.

O objetivo dessa pesquisa é identificar as deficiências dos modelos tradicionais de valuation para a avaliação de empresas com características peculiares como é o caso das redes sociais, além de investigar a existência ou não de uma possível nova bolha nos negócios digitais.

A metodologia dessa pesquisa se baseia nos fatores precipitantes da bolha da Internet, a partir do livro "Irrational Exuberance" de Robert Schiller, de forma a analisar se estão presentes na atualidade. Além disso, a pesquisa também está fundamentada na avaliação econômico-financeira do LinkedIn, considerando as fases tradicionais que compõem um processo de valuation, a fim de identificar os desafios em se avaliar empresas recentes e com características peculiares como as redes sociais.

Dentro desses preceitos foram evidenciados argumentos contrários à formação de uma nova bolha da Internet e a metodologia de múltiplos se apresentou como uma forma simples e adequada para se avaliar uma rede social. Atualmente, não se pode afirmar que há a formação de uma nova bolha nas redes sociais e, apesar das especificidades em se avaliar uma rede social, pode se dizer que o mais adequado continua sendo uma análise mais abrangente, envolvendo mais de uma metodologia.

Palavras-chave: Finanças comportamentais, redes sociais, internet, bolha, *valuation*

## ABSTRACT

Nowadays, social networks play a very important role in society as a whole. Statistics show that 96% of Generation Y have joined a social network. However, the peculiar characteristics of social networks make their assessment particularly complicated. The absence of profits, in many cases contrasts with assessments in the order of billions of dollars, which generates a fear that social networks are the root of a new bubble in the world economy as a result of the rapid appreciation of the same.

The goal of this research is to identify the deficiencies of traditional valuation models for the evaluation of companies with unique characteristics such as social networks, and investigate the existence of a possible new bubble in the digital business.

The methodology of this research is based on the precipitating factors of the Internet bubble, from the book "Irrational Exuberance" by Robert Schiller, in order to analyze whether they are present today. In addition, research is also based on economic and financial evaluation of LinkedIn, considering the phases that make up a traditional valuation process in order to identify the challenges in assessing companies with recent and peculiar characteristics such as social networks.

Within these precepts were evidenced arguments against the formation of a new Internet bubble and the methodology of multiple introduced himself as a simple and appropriate to evaluate a social network. Currently, one can not say that there is the formation of a new bubble in social networks and, although the specifics of evaluating a social network, it can be said that the most appropriate remains a more comprehensive analysis involving more than one methodology.

Keywords: Behavioral finance, social networking, internet, bubble, valuation

# Sumário

1. Introdução .....	7
1.1 Problema da Pesquisa .....	7
1.2 Justificativa da Pesquisa.....	9
1.3 Objetivo da Pesquisa.....	10
2. Referencial Teórico.....	11
3. Metodologia .....	12
3.1 Nova bolha nos negócios digitais, uma verdade?.....	13
3.1.1 Os doze fatores precipitantes da bolha da Internet .....	13
3.1.2 Análise de alguns dos fatores precipitantes da bolha da Internet, no contexto atual .....	21
3.1.3 Conclusão .....	29
3.2 Modelo de avaliação.....	30
3.2.1 Base do modelo.....	31
3.2.2 Parâmetro de referência.....	31
3.2.3 Metodologia de avaliação .....	32
3.2.4 Conclusão .....	33
3.3 <i>Valuation</i> .....	33
3.3.1 Análise de negócio.....	34
3.3.2 Avaliação de múltiplos.....	36
4. Referências bibliográficas.....	44

# 1. Introdução

## 1.1 Problema da Pesquisa

As primeiras redes sociais, conhecidas como estruturas sociais compostas por pessoas ou organizações que interagem entre si por meio da Internet, surgiram há aproximadamente 10 anos. Desde então, elas se diversificaram e, por permitirem uma rápida divulgação e compartilhamento de informações entre um grande número de pessoas, hoje desempenham um papel importante na sociedade como um todo. Estatísticas mostram que 96% da geração Y, ou seja, das pessoas que nasceram entre meados da década de 1970 e meados da década de 1990, já se juntaram a uma rede social (QUALMAN, 2009, p.261). O rápido crescimento das mídias sociais permitiu que o Facebook adicionasse mais de 100 milhões de usuários em menos de nove meses, enquanto que a própria internet demorou quatro anos para atingir um público de 50 milhões de usuários (QUALMAN, 2009, p.262).

A seguir, o gráfico mostra a porcentagem de usuários de redes sociais nos EUA, de acordo com as diferentes faixas etárias. Em maio de 2010, 86% dos jovens norte americanos de 18 a 29 anos já participavam de alguma rede social.

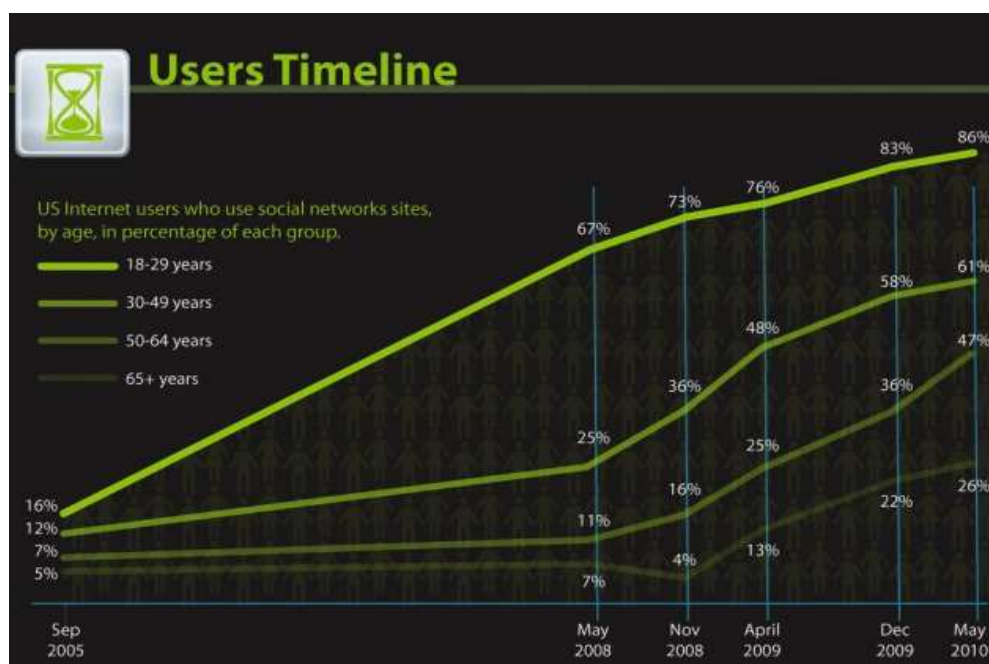


Gráfico 1: Usuários de redes sociais nos EUA, por faixa etária

Fonte: Search Engine Journal

As redes sociais se destacaram de tal forma que algumas delas foram compradas pelas gigantes da tecnologia como a Microsoft e a Google, como é o caso do Skype e do Youtube. Estas duas empresas foram vendidas a preços considerados elevados por alguns analistas, em comparação ao valor real das mesmas, sendo que a primeira foi vendida por US\$ 8,5 bilhões (PALMER, 2011) e a segunda, por US\$ 1,65 bilhões (ARRINGTON, 2006), ambas por 100% do capital.

Além disso, devido à relevância das redes sociais na sociedade contemporânea, a oferta pública inicial (IPO, na sigla em inglês) das redes se tornou algo muito esperado pelos investidores. O LinkedIn, uma rede social focada na interação entre profissionais, foi a primeira dentre as redes existentes a realizar uma oferta pública de ações na bolsa de Nova Iorque. A procura pelas ações da empresa foi tão grande que o LinkedIn fixou o preço de suas ações no topo da faixa prevista para o IPO e, no primeiro dia em que elas foram comercializadas, as ações valorizaram mais de 150%. Já o Facebook, a maior rede social do mundo com mais de 900 milhões de usuários até meados de maio de 2012, teve o seu IPO considerado como o maior do setor da Internet e o sétimo maior da história, com uma captação de US\$ 16 bilhões e ações precificadas no topo das estimativas do prospecto, a 38 dólares. A empresa foi, assim, avaliada em US\$ 104 bilhões, sugerindo que cada usuário desta rede possui um valor aproximado de 115 dólares (DEMBOSKY & DEMOS, 2012).

Outras pesquisas explicam as causas da euforia existente quando se trata de redes sociais: os consumidores não mais confiam em propagandas e estão mais propensos a conselhos pessoais facilmente encontrados nas mídias sociais (QUALMAN, 2009, p.263); o número somado de seguidores no Twitter, dos famosos Ashton Kutcher e Britney Spears, é maior do que a população inteira de países como a Irlanda e a Noruega (QUALMAN, 2009, p.262). Esses dados revelam o motivo pelo qual a estratégia de marketing adotada pela maioria das empresas está sendo revista, uma vez que as redes sociais surgem como uma ótima oportunidade de atuação perante aos meios tradicionais de comunicação.



## 1.2 Justificativa da Pesquisa

Tendo em vista a importância econômica que as redes sociais vêm assumindo, vários estudiosos e empresas ao redor do mundo buscaram avaliar essas companhias.

No entanto, houve divergências abruptas nos *valuations* realizados pelas diversas organizações pelo fato destas utilizarem modelos diferentes de avaliação e as redes sociais apresentarem características peculiares, que tornam sua avaliação particularmente complicada. A ausência de lucros, em muitos casos, contrasta com avaliações na ordem dos bilhões de dólares. Um exemplo é o Twitter, que praticamente não gerou lucros desde sua existência, mas é avaliado em 8 a 10 bilhões de dólares, segundo reportagem do The Wall Street Journal (ANTE & EFRATI & DAS, 2011). A imprevisibilidade da geração futura de caixa e a concentração de valor na geração de lucros futuros levam a grandes distinções na avaliação destas empresas, trazendo questionamentos sobre como a incerteza deve ser considerada no modelo de avaliação. Essa imprevisibilidade está relacionada com a teoria da racionalidade limitada, segundo a qual o ser humano é incapaz de analisar a realidade complexa de forma objetiva e completa, o que gera riscos financeiros significativos, uma vez que as avaliações são realizadas a partir de hipóteses nem sempre bem fundamentadas, ou seja, de simplificações (GODOI, 2006).

Alguns analistas temem que as redes sociais sejam a raiz de uma nova bolha na economia mundial, em consequência da rápida valorização das mesmas. Com a eclosão da bolha da Internet em 2000, percebeu-se que resultados expressivos em um curto espaço de tempo nem sempre devem ser interpretados positivamente. As ações da empresa Yahoo, por exemplo, valorizaram em até 154% no primeiro dia em que foram comercializadas, mas alguns anos depois, despencaram drasticamente com a percepção de que a Internet não era uma fonte ilimitada de lucro. Por esse motivo, a valorização de até 171% das ações do LinkedIn, no dia de estreia na bolsa norte-americana, não é vista com otimismo por certos analistas.

Além disso, o IPO do Facebook, realizado no dia 18 de maio de 2012, mostrou que a empresa foi avaliada em US\$ 104 bilhões, um valor considerado muito alto para um negócio ainda recente. Esse número representa um valor de mercado maior que o das empresas eBay, Yahoo!, Groupon, LinkedIn, Netflix, IAC/InterActiveCorp, AOL,

Zynga e Pandora Media, todas juntas (FUNG, 2012). Se analisarmos por uma outra perspectiva, as ações do Facebook foram avaliadas em 108 vezes a sua receita, contados 12 meses até março desse ano, enquanto que o seu maior competidor em termos de propaganda online, Google, tem suas ações negociadas em 18 vezes a sua receita e a média do mercado é de 14 vezes. Para Aswath Damodaran, professor da Universidade de Nova Iorque, não é sensato atribuir tal valor para o Facebook apenas assumindo que a empresa terá lucros cada vez maiores por ter milhares de milhões de usuários. Para ele, seria o mesmo que afirmar que uma empresa chinesa vale muito por ter mais de um bilhão de pessoas na China (EAVIS, 2012).

Há também o polêmico caso de informação privilegiada envolvendo os coordenadores do IPO do Facebook. Segundo reportagem da Reuters (BARR, 2012), pouco antes da oferta inicial das ações da empresa, Morgan Stanley, JP Morgan & Chase e Goldman Sachs teriam reduzido suas projeções de receita do Facebook, apenas avisando os seus principais clientes. Scott Sweet, sócio e administrador sênior da empresa IPO Boutique, disse ser muito anormal coordenadores do IPO revisarem suas estimativas durante a oferta pública inicial das ações. De acordo com a Bloomberg (JEFFREY, 2012), investidores estão processando os bancos que coordenaram o IPO do Facebook, declarando que foram enganados por eles, por não terem sido avisados sobre a revisão nas estimativas de receita da empresa.

### **1.3 Objetivo da Pesquisa**

A situação acima apresentada torna o problema da avaliação das redes sociais – e de outras empresas de Internet – extremamente relevante para o contexto econômico atual, motivando a necessidade de estudos mais aprofundados sobre o tema.

Por meio dessa pesquisa de iniciação científica, objetiva-se identificar as deficiências dos modelos tradicionais de *valuation* para a avaliação de empresas com características peculiares como é o caso das redes sociais. Além disso, essa pesquisa busca investigar a existência ou não de uma possível nova bolha nos negócios digitais.

## 2. Referencial Teórico

Como referencial teórico para a identificação de argumentos que justifiquem a formação de uma nova bolha nos negócios digitais, será utilizado os conceitos presentes no livro de Robert Shiller, o *best-seller* “Irrational Exuberance”, que se tornou famoso por ter alertado sobre a formação da bolha da Internet.

Shiller (2000) apresenta uma interpretação não convencional do "boom" do mercado acionário na década de 90, associando fatores estruturais, psicológicos e culturais ao acontecimento. Por esse motivo, ele desafia os teóricos das finanças modernas a observarem o nível de preços como mais do que uma simples soma das informações econômicas disponíveis, contribuindo para uma análise mais completa dos motivos que levaram à bolha especulativa da Internet.

Segundo Shiller, citado por Taffler (BAKER & NOFSINGER, 2010), o campo das finanças comportamentais tem se desenvolvido justamente em resposta ao aumento do número de anomalias do mercado de ações, que não podem ser explicadas pelos tradicionais métodos de precificação dos ativos.

Em relação ao referencial teórico que servirá como base para identificar as deficiências dos modelos tradicionais de *valuation*, será considerado a teoria de finanças modernas, complementado por estudos mais atuais na área de finanças comportamentais.

De acordo com uma visão mais tradicional, o valor da companhia é o fluxo de caixa livre futuro trazido a valor presente, descontado pelo custo médio ponderado de capital (BRIGHAM & EHRHARDT, 2010, p. 66). Isto reflete a grande importância do fluxo de caixa livre para o valor da companhia, bem como exige grande capacidade por parte do analista de projetar resultados futuros. Entretanto, em certos setores, como o de redes sociais, esta tarefa é particularmente complicada, e temas como a incerteza e a racionalidade limitada tornam-se essenciais.

A literatura de finanças comportamentais, no tocante à racionalidade limitada, faz uma crítica em relação ao processo de análise econômico-financeira tradicional, uma vez que as premissas consideradas nos modelos de avaliação são frequentemente geradas com base em percepções reveladas pela mídia, bancos, consultores, etc. Isto

significa que “o recipiente é limitado em sua capacidade de julgar quão correta é a premissa; sua interpretação se baseia na sua confiança na fonte, não no exame direto da evidência. Este artifício absorve insegurança em diversos pontos da cadeia decisória e permite que a decisão seja tomada mesmo com grande incerteza” (GODOI, 2006, p. 155).

Além disso, os modelos de avaliação pressupõem a formulação de projeções futuras que se baseiam em premissas que, ao serem incluídas no modelo, tornam-se fatos para a análise econômico-financeira (GODOI, 2006, p.155). Segundo Godoi, a utilização de premissas, simplificações e da imaginação decorrem da incapacidade dos seres humanos de considerar objetivamente os aspectos de uma realidade complexa – racionalidade limitada.

Assim, por meio da literatura de finanças comportamentais, podemos tirar lições importantes para o estudo da forma como as características peculiares das redes sociais devem ser consideradas em suas avaliações econômico-financeiras.

### **3. Metodologia**

Para atingir os objetivos propostos por essa pesquisa, ela será dividida em duas etapas. A primeira consistirá no entendimento dos fatores precipitantes da bolha da Internet, a partir do livro "Irrational Exuberance" de Robert Shiller, para que depois, esses fatores sejam analisados de forma a identificar se estão presentes na atualidade. Isso tem como objetivo determinar se há a formação de uma nova bolha nos negócios digitais.

A segunda parte consistirá na avaliação econômico-financeira do LinkedIn, escolhido como referência por ter sido a primeira rede social a realizar a oferta pública inicial de ações nos EUA. Por ter aberto o seu capital, o LinkedIn facilita o desenvolvimento da pesquisa, uma vez que é obrigada a divulgar informações, demonstrativos e balanços ao público.

A avaliação do LinkedIn será feita considerando as fases tradicionais que compõem um processo de *valuation*, a fim de identificar os desafios em se avaliar empresas recentes e com características peculiares, como as redes sociais.

### **3.1 Nova bolha nos negócios digitais, uma verdade?**

Os indícios apontados anteriormente, vide as justificativas dessa pesquisa, sugerem a possível formação de uma nova bolha no setor de tecnologia. Essa idéia, apesar de polêmica, também é defendida pelo presidente da Google, Eric Schmidt, de acordo com artigo publicado pela Revista IstoÉ Dinheiro (GALO & MELO, 2011). Segundo ele, "há claros sinais de que está se formando uma nova bolha nos negócios digitais". Esses indícios são suficientes cogitar o surgimento de uma nova bolha? Podemos supor a formação de uma nova bolha, a partir dos fatores causadores da bolha das "ponto.com"?

Para responder a essas questões, inicialmente é necessário entender o que é uma bolha especulativa, termo que é utilizado para descrever uma situação em que os ativos são supervalorizados, acima dos níveis justificados pelos fundamentos econômicos; além do fato de que ela surge devido a uma pluralidade de fatores, não havendo nenhuma causa grande o suficiente para explicar o acontecimento por si só (SHILLER, 2000, p.17-18).

Diante do fato de que os fatores causadores das bolhas não são sempre os mesmos, o enfoque será dado na bolha das "ponto.com", já que esta ocorreu no setor de tecnologia, havendo uma forte semelhança com a suposta nova bolha das redes sociais. Vale ressaltar que o principal referencial teórico será o livro de Robert Shiller, "Irrational Exuberance".

#### **3.1.1 Os doze fatores precipitantes da bolha da Internet**

De acordo com Shiller (2000), houve doze fatores precipitantes para o surgimento da bolha das "ponto.com":

## **1) Chegada de uma novidade tecnológica em um tempo em que havia um crescimento sólido dos ganhos das empresas**

Com o surgimento da Internet na década de 90, as pessoas tiveram acesso a uma realidade totalmente diferente, onde pesquisas e tarefas podiam ser feitas por meio eletrônico, algo que antes era inimaginável. Devido a essa impressão viva e imediata, as pessoas consideraram que era plausível assumir que a Internet também tinha um valor econômico importante. Coincidentemente, ao mesmo tempo, as empresas norte-americanas tiveram um crescimento expressivo nos seus lucros, o que levou a população a acreditar que os dois eventos estavam interligados.

Além disso, a década de 90 foi marcada pela obsessão da chegada do novo milênio, por um período de muito otimismo em relação à “nova era”, o que reforçou o potencial de mudança que as novas tecnologias relacionadas à Internet supostamente tinham.

Para Shiller, o que causou o crescimento vertiginoso do mercado de capitais e, conseqüentemente, a formação da bolha da Internet, como depois foi denominada, não foi o advento da revolução da Internet, mas as impressões públicas das conseqüências dessa revolução.

## **2) Influência das economias internacionais**

Diversos acontecimentos econômicos e políticos ao redor do mundo podem ter influenciado a manutenção do *bull market*, termo utilizado para caracterizar uma situação de tendência ascendente do mercado de capitais, que se iniciou no ano de 1982 e contribuiu para a formação da bolha.

A seguir, o gráfico mostra o crescimento de um dos principais índices do mercado de capitais norte-americano (S&P 500), com a inflação corrigida, do ano 1860 ao 2000:



em relação ao mercado acionário, em consequência do controle exercido pelos republicanos nos lucros corporativos e no retorno dos investidores.

Um exemplo disso é os impostos sobre os ganhos de capital, que foram reduzidos a partir do momento em que o Congresso teve a maioria republicana, em 1995. Isso fez com que os investidores, entre os anos de 1994 e 1997, fossem fortemente recomendados a não venderem as suas ações, até que houvesse uma redução nos impostos sobre os ganhos de capital. Esse contexto levou as pessoas a terem medo da possível redução destes impostos, uma vez que os investidores passariam a vender as suas ações em massa, acarretando numa contração do mercado acionário. Em 1997, no entanto, quando os impostos foram reduzidos, esse efeito não foi observado, provavelmente pelo fato das pessoas estarem esperando maiores reduções futuras nos impostos.

### **5) Influência demográfica**

A paz decorrente do fim da Segunda Guerra Mundial resultou em um aumento expressivo no número de crianças nascidas nos EUA, até que por volta do ano de 1966, com a invenção da pílula anticoncepcional, aceitação social de métodos contraceptivos, avanços na urbanização e na educação fizeram com que a taxa de natalidade caísse nos Estados Unidos. Essa geração de pessoas, nascidas entre os anos de 1946 e 1964, foi chamada de Baby Boomer.

Segundo Shiller (2000), duas teorias relacionam o elevado número de pessoas dessa geração com o “boom” do mercado de capitais no final da década de 90, época em que os Boomers tinham 35 a 55 anos de idade.

A primeira diz que os Boomers, já na meia-idade, competiram entre si na compra de ações para as suas aposentadorias, motivo pelo qual os preços das ações subiram por volta do final dos anos 90. A outra diz que este aumento ocorreu simplesmente devido aos gastos dessa geração numerosa, que trouxeram efeitos positivos na economia e no desempenho das empresas, elevando o valor de suas ações.

### **6) Papel da mídia**

Por volta dos anos 80, com a criação de canais de televisão voltadas exclusivamente para noticiários, inclusive aqueles voltados para a área financeira, a



população norte-americana teve maior acesso às informações relacionadas ao mercado financeiro como um todo. Diante disso, houve um aumento na demanda por ações, uma vez que mais pessoas passaram a conhecer o mercado de capitais por meio dos canais de televisão, que funcionavam como se fossem veículos de propaganda sobre ações.

### **7) Previsões otimistas dos analistas**

Segundo pesquisa realizada pela Zacks Investment Research, citada por Shiller (2000, p.30), dentre 6.000 empresas analisadas no final da década de 90, apenas 1,0% tinha recomendação de venda, sendo que dez anos antes, essa proporção era nove vezes maior.

Apesar de polêmicos, Shiller cita diversas razões para os analistas se sentirem relutantes a recomendarem a venda de alguma ação, entre as quais está o fato de que isso pode causar a ira da empresa envolvida, a qual pode excluir o analista de futuras conferências ou sessões de informações. Além disso, muitos dos analistas trabalham em instituições que estão relacionadas com as empresas avaliadas, como por meio da subscrição de seguros, o que os influencia nas suas recomendações, tornando-as mais favoráveis.

### **8) Aumento dos planos de pensão com contribuições definidas**

Segundo Shiller (2000), os planos de pensão passaram a encorajar as pessoas a aprenderem e a considerarem as ações como uma opção de investimento para a aposentadoria. A principal mudança para que isso pudesse acontecer foi a expansão de planos de pensão com contribuições definidas, uma vez que os empregados passaram a ter a oportunidade de controlar as suas contribuições para a aposentadoria, que antes eram realizadas pelo empregador. Isso fez com que as contribuições, obtidas mediante deduções nos salários, pudessem ser alocadas pelo próprio contribuinte na opção de investimento de sua preferência. Além disso, a existência de incentivos fiscais para esse tipo de plano de pensão contribuiu para que ele se tornasse popular, forçando as pessoas a aprenderem sobre as diversas opções de investimento.

### **9) Crescimento dos fundos mútuos**

Os fundos mútuos se caracterizam por publicarem seu portfólio de investimentos, adotarem políticas prudentes de investimento e poderem ser liquidados quando os investidores precisarem de dinheiro para os seus investimentos.

O "boom" do mercado de ações coincidiu com o crescimento desses fundos, contribuindo para a formação da bolha da Internet. De acordo com Investment Company Institute, citado por Shiller (2000, p.35), no início do *bull market*, em 1982, havia apenas 340 fundos com patrimônio mútuo. Em 1998, no entanto, existiam 3.513 destes fundos, um número maior do que a quantidade de ações listadas na bolsa de Nova York até então.

Um dos motivos pelos quais os fundos com patrimônio mútuo se proliferaram significativamente foi a expansão de planos de pensão com contribuições definidas, explicadas anteriormente, além da realização de propagandas maciças por parte dos próprios fundos, em diversos meios de comunicação. Dessa forma, os fundos mútuos atraíram a atenção pública, incentivando as pessoas a investirem neles.

Vale ressaltar que Shiller também cita a existência de um senso comum de que os fundos mútuos eram seguros e convenientes, aspectos que encorajaram muitas pessoas a investirem em tais fundos.

### **10) Inflação e os efeitos da ilusão monetária**

No começo do *bull market*, em 1982, a taxa de inflação já se encontrava por volta de 4% ao ano, sendo que ela chegou a cair ainda mais ao longo da década de 90, atingindo uma taxa menor que 2% após a metade dessa mesma década.

De acordo com Shiller, suas pesquisas mostraram que a taxa de inflação é vista pelas pessoas como um indicador da saúde econômica e social da nação, motivo pelo qual a predominância da baixa inflação, desde o início do *bull market*, representava um sinal de prosperidade econômica, da existência de um governo ótimo, aumentando a confiança da população e, conseqüentemente, valorizando o mercado acionário.

No entanto, vale ressaltar que Shiller acredita que as suas próprias pesquisas estejam enviesadas, uma vez que ele cita um artigo publicado em 1979, pelos ganhadores do Prêmio Nobel, Franco Modigliani e Richard Cohn, a respeito da reação não apropriada do mercado de ações à inflação. Segundo eles, as pessoas não

entendem completamente os efeitos da inflação nas taxas de juros, criando ilusões monetárias ou confusões sobre as mudanças monetárias.

### **11) Volume de transações nas bolsas de valores**

A partir de 1975, quando as taxas de comissão passaram ser determinadas e reduzidas pelo Securities Exchange Commission (SEC), o órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, houve um estímulo para a realização de transações nas bolsas de valores.

Esse estímulo também foi proporcionado pelo aumento do número de investidores em operações do mercado financeiro, em decorrência das regulamentações do SEC, com o objetivo de permitir o acesso igualitário das pessoas no mercado de ações.

Shiller ressalta que a ocorrência de mudanças tecnológicas, inovações em sistemas operacionais nas bolsas também resultaram em custos de transações ainda menores, contribuindo para o crescimento do volume de ações comercializadas nas bolsas de valores.

### **12) Jogos de azar**

Na década de 90, houve um aumento expressivo no número de pessoas jogando jogos de azar, uma vez que, por meio da Internet, as pessoas podiam realizar apostas de suas próprias casas e havia maiores oportunidades para participar desses jogos, com a proliferação de jogos eletrônicos como as máquinas caça-níqueis em lojas de conveniência.

O aumento de pessoas jogando jogos de azar teve efeitos importantes para a cultura do povo norte-americano e para as atitudes tomadas em relação ao risco em outras áreas, como investir no mercado de ações. Segundo Shiller, os jogos de azar reprimem os obstáculos naturais de aversão ao risco.

Esses doze fatores não foram os únicos causadores da bolha da Internet, mas os principais fatores precipitantes e estruturais, sendo que todos eles afetaram a psicologia das pessoas em relação ao mercado de ações (SHILLER, 2000, p.19). Isso contribuiu para a formação do que hoje é conhecido como a bolha das "ponto.com".

Outro estudo realizado por Cooper, Dimitrov, e Rau (2001), citado por Taffler (BAKER & NOFSINGER, p.265), confirmou a existência de um apelo psicológico dos investidores, que passaram a valorizar empresas que simplesmente adicionavam o sufixo "ponto.com" ao nome delas. Segundo Taffler, os investidores pareciam reagir apenas com o anúncio da mudança de nome das companhias, o que fazia com que houvesse um acréscimo no valor destas sem que houvesse uma consequência óbvia nos fluxos de caixa da empresa. Além disso, o estudo mostrou que, independentemente se a companhia exercia uma atividade relacionada com a Internet, a simples atribuição do "ponto.com" ao nome da empresa já valorizava as suas ações.

Dessa forma, por volta do ano 2000, as empresas do setor de tecnologia e relacionadas à Internet estavam sendo avaliadas a um preço muito elevado, mesmo aquelas que nunca tinham obtido um resultado economicamente expressivo.

O crescimento não sustentado dessas empresas, que passaram a reportar prejuízos imensos devido à ausência de lucros, resultou em uma onda repentina de vendas das ações de empresas relacionadas à Internet, acabando com toda a euforia anteriormente existente, o que caracterizou o estouro da bolha da Internet.

Durante os 31 meses seguintes, a bolsa de NASDAQ, uma das principais dos Estados Unidos, passou a perder quase 80% do seu valor, como mostra o gráfico a seguir:

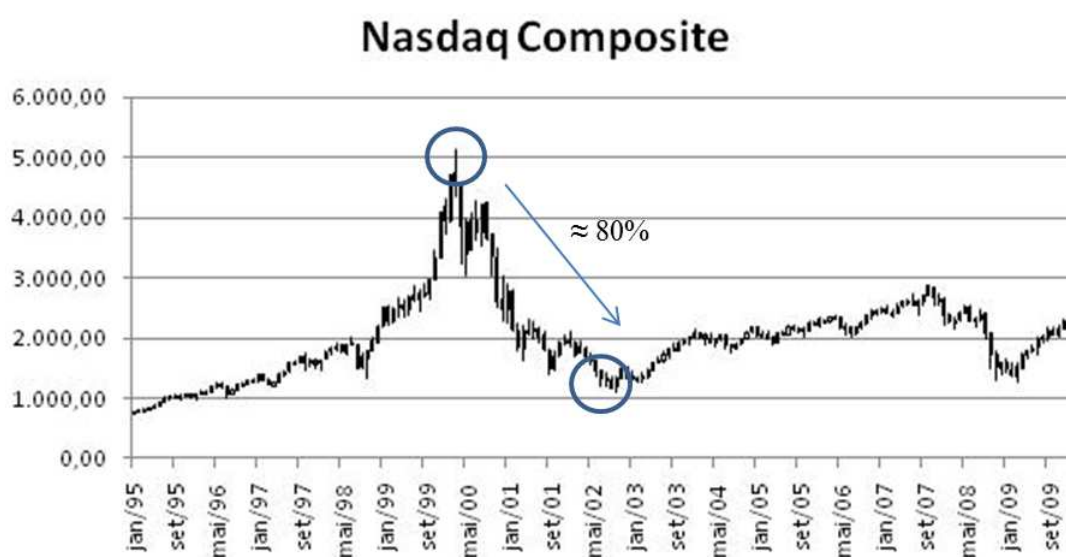


Gráfico 3: Índice Nasdaq (janeiro de 1995 a setembro de 2009)

Fonte: [www.investeducar.com.br](http://www.investeducar.com.br) (adaptado)

Vale ressaltar que mesmo após o estouro da bolha, a irracionalidade dos investidores continuou a persistir, uma vez que foi identificado um aumento de valor das empresas que agora retiraram o sufixo “ponto.com” de seus nomes, segundo pesquisa realizada por Cooper, Gulen, e Rau (2005).

### **3.1.2 Análise de alguns dos fatores precipitantes da bolha da Internet, no contexto atual**

Identificados os fatores precipitantes da primeira bolha especulativa do século XXI, podemos analisar se eles estão presentes, ainda que de forma semelhante, no atual contexto norte-americano. Esse estudo tem como objetivo descobrir se a atual situação sócio-econômica dos EUA, onde as principais redes sociais surgiram, é favorável à formação de uma nova bolha nos negócios digitais.

Dos doze fatores precipitantes da bolha da Internet, seis puderam ser analisados no contexto atual:

#### **1) Chegada de uma novidade tecnológica em um tempo em que havia um crescimento sólido dos ganhos das empresas**

O surgimento das redes sociais na década passada instaurou uma nova forma de interação social, uma vez que permitiu a rápida divulgação e compartilhamento de informações entre um grande número de pessoas. Isso fez com que milhões de pessoas de todo o mundo utilizassem as redes sociais para se comunicarem ou se expressarem, em substituição dos tradicionais meios de comunicação.

O alto número de pessoas inseridas nas redes sociais, vide estatísticas descritas na introdução desse trabalho, mostra a sua importância na sociedade atual. Devido a essa relevância, as pessoas podem considerar plausível assumir que as redes sociais também possuem um alto valor econômico, assim como ocorreu com a Internet, na década de 90, o que contribuiu para a formação da bolha das "ponto.com".

No entanto, diferentemente do contexto em que a Internet foi criada, a novidade das redes sociais foi acompanhada pela crise imobiliária dos EUA, no ano de 2008, que afetou negativamente o nível de consumo, de emprego e de lucratividade das empresas. Além disso, a recente crise fiscal dos países participantes da Zona do Euro tem contribuído, de certa forma, para que a euforia advinda das redes sociais seja dissipada pelo cenário nebuloso em que a economia mundial se encontra.

## **2) Influência das economias internacionais**

Na década de 90, eventos internacionais como o fim de União Soviética e a crise asiática fizeram com que o mercado de capitais norte-americano fosse visto como o mais valioso do mundo (SHILLER, 2000).

Atualmente, observa-se que a situação não é mais a mesma, em decorrência das recentes crises pelas quais os países desenvolvidos estão passando. Tanto a crise imobiliária dos EUA, no ano de 2008, quanto a atual crise fiscal em alguns dos países formadores da Zona do Euro têm contribuído para o enfraquecimento da economia das nações desenvolvidas e de seus mercados.

Com o intuito de reverterem a situação e estimularem as suas economias a crescerem novamente, os países desenvolvidos aumentaram a liquidez mundial por meio da emissão de dinheiro e do financiamento de bancos, além de reduzirem as taxas de juros em níveis muito baixos. De acordo com o Banco de Compensações Internacionais (BIS), citado por Netto (2012), desde o início da crise até o início do mês de março deste ano, os países desenvolvidos já teriam adicionado um montante de US\$ 8,8 trilhões na economia mundial. Em relação aos juros, o banco central norte-americano, Federal Reserve, tem mantido a taxa básica de juros do país próxima a zero e irá persistir com essa política até o final de 2014 (APPELBAUM, 2012), enquanto que o Banco Central Europeu (BCE) tem mantido, desde meados do mês de dezembro do ano passado, a taxa de juros em 1% ao ano (DAY & JONES, 2012). Nos EUA, os juros reais já estão negativos, o que significa dizer que os investidores, ao comprar o tesouro norte-americano, estão pagando para que o governo tenha o privilégio de pegar dinheiro emprestado deles (LOWREY, 2012).

Diante desse cenário histórico, a injeção massiva de moeda e redução de juros a níveis muito baixos podem ser considerados como os principais argumentos a favor

do surgimento de uma nova bolha nos negócios sociais. O excesso de dinheiro na economia facilita a tomada de empréstimos e a realização de novos investimentos, que atrelado à grande importância das redes sociais na sociedade atual, podem promover investimentos excessivos nos negócios digitais e uma supervalorização destes.

No entanto, pelo fato das redes sociais não serem a única opção de investimento interessante, esse perigo iminente pode ser dissipado pelas outras oportunidades de investimento, como as existentes nos países emergentes.

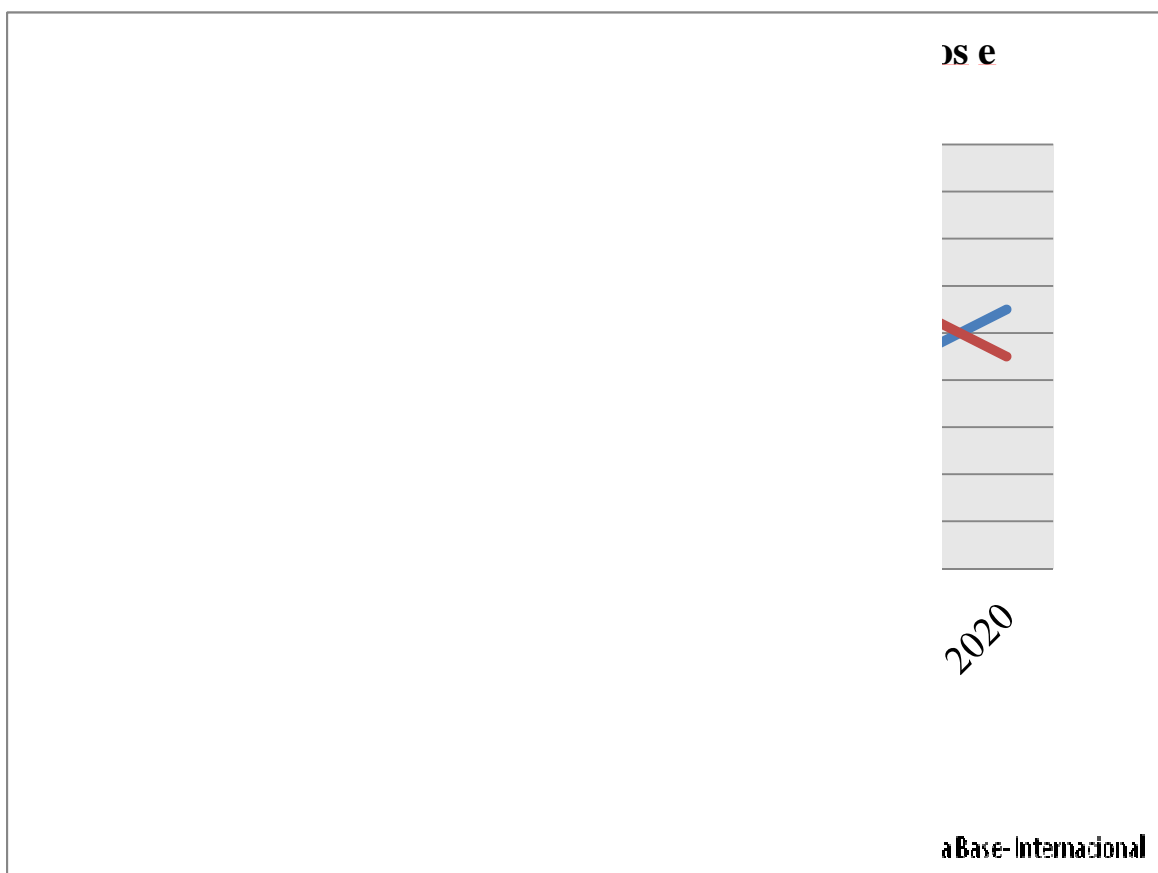
Segundo Zhan (2011), diretor do departamento de investimentos da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), o ano de 2010 foi marcado por uma importante transformação na economia mundial. Nesse ano, pela primeira vez na história, os países em desenvolvimento receberam mais investimentos estrangeiros diretos do que os desenvolvidos, absorvendo um total de 52% dos investimentos diretos globais.

Essa situação pode ser confirmada pelas medidas intervencionistas tomadas pelo governo brasileiro, por volta do mês de março deste ano, uma vez que elas tiveram como objetivo conter a entrada massiva de capital internacional. Este fato havia ocasionado uma excessiva apreciação da moeda brasileira, prejudicando as exportações do país e dificultando a competitividade da indústria brasileira. Diante disso, uma das medidas intervencionistas tomada pelo governo brasileiro foi o aumento do Imposto sobre as Operações Financeiras (IOF) sobre empréstimos de dinheiro no exterior (RODRIGUES, 2012).

No caso do Brasil, há diversos fatores que tornam o país atrativo a investimentos, dentre os quais podemos destacar as oportunidades geradas pela Copa do Mundo de 2014 e pelas Olimpíadas de 2016, o descobrimento de petróleo nas camadas pré-sal, a existência de uma classe média emergente e consumidora, além das taxas de juros no país serem consideradas uma das mais altas do mundo. Esse conjunto de oportunidades tem atraído investidores dos mais diversos setores como do entretenimento, da construção, e do varejo.

De acordo com projeções realizadas pelo professor Ernesto Lozardo, da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo e autor do livro intitulado *Globalização: a certeza*

*imprevisível das nações*, a composição do PIB mundial dos países desenvolvidos e dos emergentes será igual por volta do ano 2017, como mostra o gráfico a seguir:



Esse cenário sinaliza uma provável mudança nas lideranças globais, a partir da redução do papel desempenhado pelos desenvolvidos e do aumento da importância dos emergentes na economia mundial, o que sugere que os investimentos estrangeiros, antes focados apenas no mercado norte-americano, serão cada vez mais abrangentes internacionalmente.

Portanto, é verdade que há um excesso de liquidez na economia mundial, em decorrência da crise nas economias mais avançadas e que isso pode causar uma supervalorização das redes sociais ou uma nova bolha da Internet. No entanto, a idéia de que o mercado de capitais norte-americano é o mais valioso do mundo e é o lugar onde os investimentos devem ser focados, como aconteceu no passado, já não existe mais. A existência de opções de investimento interessantes nos países emergentes pode contribuir para que o excesso de liquidez mundial não determine a formação de uma nova bolha nos negócios digitais.



### **3) Redução de impostos**

A partir da década de 80, nos EUA, a ocupação de cargos públicos por republicanos resultou na redução dos impostos cobrados sobre os ganhos do capital, o que contribuiu para o "boom" do mercado acionário (SHILLER, 2000), até que ocorreu o estouro da bolha da Internet, no ano 2000.

A partir de 2001 até as últimas eleições presidenciais de 2008, a presidência dos EUA foi ocupada pelo republicano George W. Bush, que promoveu uma redução generalizada dos impostos, inclusive os cobrados sobre os ganhos de capitais.

Desde as últimas eleições presidenciais, no entanto, o presidente eleito Barack Obama tem buscado aumentar os impostos cobrados sobre os ganhos de capitais, como mostra o artigo publicado pela CNNMoney (SAHADI, 2010). Isso pode ter causado um efeito negativo na valorização das bolsas americanas, uma vez que, baseado no argumento de Shiller (2000), os investidores podem ter realizado os lucros antes de um possível aumento dos impostos. Apesar disso, é importante ressaltar que essa questão está suscetível às próximas eleições presidenciais norte-americanas, que estão marcadas para o início de novembro desse ano.

Há também a questão do *fiscal cliff*, uma ação conjunta de aumentar os impostos e reduzir os gastos, que irá entrar em vigor nos EUA a partir de 2013, se o Congresso e a Casa Branca não se mobilizarem para postergar ou mudar essa situação. De acordo com reportagem da TIME (MATTHEWS, 2012), o *fiscal cliff* poderia levar a economia norte americana à recessão, sendo que alguns negócios já estão sendo afetados, deixando de contratar pessoas e realizar investimentos até que o governo declare por definitivo o que irá acontecer com as políticas de gastos e arrecadação. Apesar da enorme dívida pública dos EUA, que chega a 73% do seu PIB, economistas e analistas acreditam que a situação não está tão séria a ponto do governo adotar o *fiscal cliff* em 2013, quando os benefícios fiscais concedidos na era Bush expiram. Para contornar o problema, o governo poderia adotar outras medidas como a compra de títulos do governo, a fim de reduzir as taxas de juros a longo prazo e, assim, diminuir a sua dívida (MATTHEWS, 2012).

### **4) Influência demográfica**

A geração Y, conceito em sociologia que se refere às pessoas que nasceram por volta do ano de 1981 até 1985, é aversiva ao risco, conforme artigo publicado pela Associated Press (JEWELL, 2011).

Segundo o artigo, os indivíduos que hoje possuem até 30 anos de idade desafiam o senso comum de que, pelo fato de serem jovens, deveriam investir de forma mais agressiva no mercado de ações. Uma das principais razões disso é o fato de que eles observaram o estouro de duas bolhas especulativas em menos de uma década, a da Internet no ano 2000 e a imobiliária, em 2008. Outro motivo é a alta taxa de desemprego entre os jovens de 16 a 29 anos de idade, que, no ano passado, foi o mais alto desde a Segunda Guerra Mundial. Isso fez com que eles ficassem receosos de investir o pouco dinheiro que possuem no mercado acionário.

Esse cenário, em que os atuais jovens norte-americanos estão receosos de investirem no mercado de ações, mostra-se contrário ao encontrado no final da década de 90, quando os Boomers podem até ter competido pela compra de ações para as suas aposentadorias, contribuindo para o "boom" do mercado de ações (SHILLER, 2000).

## **5) Papel da mídia**

Por volta da década de 80, com o surgimento de noticiários nos canais de televisão, estes passaram a servir como veículos de propaganda sobre o mercado financeiro, resultando numa maior interação entre a população norte-americana e os acontecimentos nesse setor.

Atualmente, observa-se que a mídia continua sendo uma importante fonte de informação sobre o mercado acionário, mas possivelmente de forma ainda mais determinante do que no passado. Um estudo divulgado por Tetlock (2007), acerca da relação entre a mídia e o mercado de ações, constatou que um alto pessimismo divulgado pela mídia prevê uma pressão descendente nos preços das ações. Segundo Tetlock (2007), os resultados desse trabalho são consistentes com a suposição de que o conteúdo divulgado pela mídia está ligada ao comportamento dos investidores individuais.

Com isso, podemos inferir que os acontecimentos que antecederam algumas das ofertas públicas de ações das redes sociais, como as crises relacionadas ao mercado

imobiliário norte-americano e à Zona do Euro, afetaram o mercado de ações negativamente, uma vez que foram divulgados com alto pessimismo pela mídia. Vale ressaltar que notícias mais recentes sobre a recuperação da economia mundial ainda possuem um elevado grau de pessimismo, como mostra a reportagem da Bloomberg, sobre uma possível década perdida para a economia global (YANPING, 2011).

## 6) Previsões otimistas dos analistas

Não foi encontrada nenhuma pesquisa que analise especificamente a existência ou não de um excessivo otimismo dos analistas em relação às redes sociais. No entanto, com esse fim, podemos adotar como referência o ponto de vista dos analistas sobre as ações do LinkedIn e Facebook, já que são as maiores redes sociais dos EUA.

As ações do LinkedIn, no primeiro dia em que foram comercializadas, chegaram a valorizar 171%, mas isso não foi visto com otimismo pelos analistas, como previamente explicado na introdução desse trabalho. Esse acontecimento havia ocorrido de forma semelhante com a empresa Yahoo!, durante a formação da bolha das “ponto.com”.

Apesar do ceticismo inicialmente existente, hoje podemos observar que há uma confiança maior por parte dos analistas em relação às ações do LinkedIn:

<b>Empresa</b>	<b>Data</b>	<b>Recomendação</b>
UBS	28.06.11	Buy
Barclays Capital	15.09.11	Buy
Canaccord Genuity	06.12.11	Buy
Collins Stewart	28.12.11	Buy
Avondale	28.02.12	Hold
Capstone Investments	04.04.12	Buy
Needham	08.04.12	Hold
Northland Securities	19.04.12	Hold
Canaccord Genuity	04.05.12	Buy
Barclays Capital	04.05.12	Buy

Fonte: Yahoo! Finance

Desde o final do mês de junho do ano passado, as recomendações dos analistas foram majoritariamente de compra (“buy”), com nenhuma recomendação de venda,

conforme podemos ver na tabela acima, a partir dos dados fornecidos pelo Yahoo! Finance.

É importante ressaltar que nem todas as empresas acima listadas utilizam o termo “buy” como recomendação de compra, variando de acordo com a empresa. Por esse motivo, elas foram padronizadas com o intuito de facilitar o entendimento das recomendações.

A existência majoritária de recomendações de compra indica uma percepção geral de que as ações da empresa ainda não atingiram o seu preço ideal e tendem a valorizar, mesmo depois de estarem valendo o dobro desde a oferta pública inicial, realizada há pouco mais de um ano. Esse fato, apesar de suspeito, não indica uma possível supervalorização da empresa, uma vez que o seu crescimento está fundamentado nos seus ótimos resultados. No dia 04 de maio desse ano, por exemplo, com o anúncio dos fortes resultados obtidos pela empresa, as ações do LinkedIn valorizaram em 10%, trazendo mais confiança para aqueles que duvidavam da sustentabilidade do negócio. Dentre os resultados divulgados nesse dia, o LinkedIn disse ter aderido 16 milhões de novos membros apenas no primeiro trimestre do ano, totalizando mais de 161 milhões de usuários. Para o analista Michael Graham, da Canaccord Genuity, os serviços oferecidos pela empresa estão se tornando obrigatórios para profissionais de recursos humanos (GHOSH & KHAN, 2012).

Em relação ao Facebook, avaliada em US\$ 104 bilhões no dia da sua oferta pública inicial, os analistas têm sido mais pessimistas em suas recomendações. De acordo com reportagem da The Guardian, diversos analistas acreditam na desvalorização das ações da maior rede social do mundo. Max Wolff, da GreenCrest Capital, acredita que o recente IPO do Facebook foi mais um momento cultural ou um espetáculo, do que uma oferta de ações propriamente dita. Para Alan Patrick, cofundador da Broadsight, o frenesi pelas ações dessa empresa, em seu IPO, foi uma evidência da existência de uma mentalidade pró-bolha, enquanto que a recomendação de Richard Hunter, diretor da Hargreaves, é esperar até que o preço das ações do Facebook caia, o que os analistas fortemente acreditam que irá acontecer, para depois tomar uma posição de longo prazo (GARSIDE & RUSHE, 2012).

De acordo com Kahil (2012), da EXAME, o IPO do Facebook já é considerado um grande fracasso, apesar de toda a euforia inicialmente existente. As ações da

maior rede social do mundo, vendidas a US\$ 38 na oferta pública de ações, eram negociadas a US\$ 28,84 em menos de duas semanas, o que representa uma desvalorização de até 24%. Desde então, já se especula que o mercado tenha um interesse menor pelas futuras ofertas de empresas ligadas às redes sociais, o que pode ter levado a Corsair, fabricante de componentes de videogames, a suspender o seu IPO. Segundo reportagem da Bloomberg, além da Corsair, outros doze IPOs foram adiados devido ao fiasco do Facebook, dentre os quais está o da Fórmula 1 e o da empresa AUX, de Eike Batista (SPEARS, 2012). Esse cenário pode ser visto, de acordo com o analista Murray Gunn, da HSBC Global Research, e citado por Kahil (2012), como uma maturação da tendência de alta no setor de tecnologia de informação. No dia 16 de agosto de 2012, as ações do Facebook estavam cotadas a US\$ 19,87, o que significa que a empresa perdeu, em valor de mercado, mais de US\$ 40 bilhões nos últimos três meses anterior a essa data (ORESKOVIC & VLASTELICA, 2012).

No entanto, para o Facebook ter sido avaliado em US\$ 104 bilhões, certamente há pessoas que acreditam que ela valha todo esse montante ou até mais. A existência de opiniões tão divergentes sobre o valor de uma empresa de tecnologia mostra que apenas o tempo e os resultados futuros da empresa poderão promover um maior consenso em relação à sustentabilidade do negócio e ao seu valor.

O que podemos afirmar, contudo, é que os analistas não estão otimistas como na época da bolha das empresas “ponto.com”. O LinkedIn tem sido bem avaliado pelos seus resultados e o Facebook tem sido alvo de muito ceticismo, com o seu IPO considerado um fracasso, o que representa um cenário desfavorável à formação de uma nova bolha da Internet.

### **3.1.3 Conclusão**

Estudar a formação de uma nova bolha especulativa sempre é um enorme desafio para qualquer pesquisador, o que torna necessário a realização de diversas pesquisas para se chegar numa conclusão convincente.

Nessa parte do trabalho, analisamos os fatores formadores da antiga bolha do milênio e procuramos identificar se eles estão presentes no atual contexto norte-americano, de forma a contribuir para a formação de uma nova bolha atrelada às redes sociais. É importante ressaltar que essa análise não foi baseada em dados numéricos, sendo puramente qualitativa.

Dentre os argumentos favoráveis a bolha, identificamos que a euforia advinda do surgimento de uma tecnologia nunca antes vista, que tem mudado a forma como milhões de pessoas se comunicam e se expressam, tem sido determinante no alto valor atribuído a essas empresas. O atual excesso de liquidez mundial é também um outro forte argumento a favor da bolha, devido ao fato das redes sociais terem se tornado uma opção interessante de investimento para o alto volume de moeda existente no mercado.

Por outro lado, a atual crise nos países avançados, o possível aumento dos impostos sobre os ganhos de capital nos EUA, a divulgação de notícias pouco otimistas pela mídia, a característica aversiva ao risco da geração Y, a existência de oportunidades de investimento interessantes nos países emergentes, o elevado ceticismo sobre a sustentabilidade dos negócios virtuais e o fracasso do IPO da maior rede social do mundo são argumentos contrários ao surgimento de uma nova bolha da Internet.

Em suma, podemos dizer que há mais argumentos contrários à formação de uma nova bolha da Internet do que favoráveis, o que pode ser enfatizado pelo fracasso do tão esperado IPO do Facebook. No entanto, por se tratar apenas de uma análise qualitativa, é necessário analisar as redes sociais pelo modelo em que são avaliadas, para que assim, uma possível conclusão final possa ser alcançada.

### **3.2 Modelo de avaliação**

Nessa segunda parte da pesquisa, focaremos nos principais problemas identificados nas divergências abruptas dos *valuations* das redes sociais, ou seja, na existência de características específicas das mídias sociais e nos principais desafios enfrentados na hora de avaliá-las. Devido à impossibilidade de se aplicar os mais

diversos modelos de avaliação em cada uma das redes sociais existentes, será feito o *valuation* de apenas uma rede social, utilizando um único modelo de avaliação.

### **3.2.1 Base do modelo**

Os modelos de avaliação comumente descritos na teoria são baseados nos ativos, nas receitas e no mercado, sendo que cada modelo possui suas vantagens e desvantagens e são aplicados de acordo com as diferentes circunstâncias da empresa (SJOQVIST & STEPANOVYCH, 2008, p.7). No caso das redes sociais, assume-se que o modelo mais adequado é o baseado em suas receitas, uma vez que não se sabe exatamente quais são e quanto valem os ativos de uma rede social, principalmente os intangíveis como a marca e o número de usuários. Além disso, as principais redes sociais tendem ou já realizaram a oferta de ações no mercado de capitais e, de acordo com estudo realizado pela Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, citado por Sjöqvist & Stepanovych (2008, p.7), o modelo baseado nas receitas é o mais aplicado no *valuation* de empresas listadas em bolsas. Ademais, as redes sociais possuem características muito peculiares, principalmente relacionados à geração de receitas, o que dificulta a avaliação das mesmas e também justifica a escolha do modelo de avaliação baseado nas receitas.

### **3.2.2 Parâmetro de referência**

Para o objetivo proposto nessa parte da pesquisa, o Facebook se apresenta como uma opção muito interessante de análise, uma vez que gerou muitas discussões em torno das avaliações que chegaram a ultrapassar o valor dos US\$ 100 bilhões.

No entanto, a maior rede social do mundo realizou sua oferta inicial de ações no mês de maio de 2012, enquanto que o LinkedIn, a principal rede social de âmbito profissional nos EUA, fez o seu IPO em meados do primeiro semestre de 2011, sendo uma das primeiras empresas do setor a realizá-lo. Isso significa que o LinkedIn tem divulgado demonstrativos financeiros há mais tempo, o que contribui para a

realização do *valuation* e torna o LinkedIn um melhor parâmetro de comparação e análise para a pesquisa.

### **3.2.3 Metodologia de avaliação**

Escolhido a base do modelo e a empresa que servirá como parâmetro de avaliação, é necessário definir qual será a metodologia de avaliação a ser utilizado. As normalmente descritas nos livros teóricos de finanças modernas como o de Damodaran (2005, p.11) são:

- a) Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado – o valor de um ativo é o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros esperados. Estes fluxos são trazidos ao valor presente por uma taxa de desconto que reflete o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento
- b) Avaliação Relativa (ou de Múltiplos) – o valor de um ativo é determinado pela precificação de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como vendas, lucro ou fluxo de caixa
- c) Avaliação de Direitos Contingentes – o valor dos ativos que possuem características de opções são medidos a partir de modelos de precificação de opções.

No âmbito profissional, é comum o uso de pelo menos dois desses métodos para avaliar o valor de uma empresa, uma vez que cada metodologia tem suas vantagens e desvantagens. No entanto, nessa pesquisa, apenas um método será utilizado, em função da complexidade dessas avaliações e do cronograma existente.

Das metodologias apresentadas, a de direitos contingentes é a menos adequada para o objetivo dessa pesquisa, uma vez que é a menos utilizada pelos profissionais do mercado financeiro na avaliação do valor de ações (SOUTE & OUTROS, 2008). Em contrapartida, os outros dois métodos foram descritos como os mais utilizados, com destaque ao do fluxo de caixa descontado.

A avaliação pelo fluxo de caixa descontado determina o valor da empresa com base na capacidade de remuneração aos acionistas no longo prazo (SOUTE &



OUTROS, 2008), o que a torna interessante para a avaliação de uma empresa como o LinkedIn, que tende a crescer e trazer boas remunerações aos seus acionistas. No entanto, por estar atrelada ao futuro da companhia, essa metodologia requer a realização de projeções com base nas premissas dos próprios analistas, cuja experiência é determinante para o sucesso do *valuation*. A falta de experiência profissional do autor dessa pesquisa é um ponto que deve ser considerado antes da escolha da metodologia a ser aplicada.

Assim, a metodologia escolhida foi a dos múltiplos, que estima o valor da empresa baseada em outras com potencial de gerar fluxos de caixas semelhantes no futuro. Apesar de ser um método que não envolve informações relevantes como o custo de capital e o potencial de crescimento da empresa como o de fluxo de caixa descontado (BERK & DEMARZO, 2010), a avaliação por múltiplos é mais simples de ser feita e tem a vantagem de utilizar os valores reais das empresas, não estando atrelada ao futuro da companhia e, conseqüentemente, à habilidade do analista em elaborar premissas para as projeções futuras do fluxo de caixa da empresa.

### **3.2.4 Conclusão**

O modelo de avaliação a ser utilizado será o baseado em receitas e voltado para a comparação de múltiplos entre a empresa escolhida (LinkedIn) e os seus comparativos, de forma a identificar os principais desafios no *valuation* de uma rede social.

## **3.3 Valuation**

De acordo a teoria de *valuation*, para se encontrar o valor de uma empresa de forma confiável, é necessário passar por um procedimento que compõe a análise do negócio da empresa (SOFFER & SOFFER, 2003, p.14). A análise dos fatores internos e externos da empresa é importante, pois ajuda a reduzir a insegurança das previsões futuras do desenvolvimento da empresa (DAMODARAN, 2002, p.3).

### **3.3.1 Análise de negócio**

Antes de analisar uma empresa em termos econômico-financeiros, é necessário entender, primeiramente, como ela cria valor para os acionistas, quais são as suas fontes de receita e os seus principais concorrentes, assim como os principais riscos envolvidos no negócio. Para isso, foram consultadas informações divulgadas pelo LinkedIn à Securities Exchange Commission (SEC), órgão norte-americano equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil, além do próprio site de relações com os investidores da empresa.

#### **3.3.1.1 Fontes de receita**

As receitas geradas pelo LinkedIn possuem três fontes principais, as quais são denominadas "hiring solutions", "marketing solutions" e "premium subscriptions".

A receita advinda dos "hiring solutions" são decorrentes da venda dos produtos denominados "LinkedIn Corporate Solutions" e "LinkedIn Jobs". O primeiro está relacionado a uma tarifa cobrada às empresas e organizações profissionais para que estas possam identificar potenciais candidatos para um cargo funcional, baseado em dados como educação e experiência, enquanto que o segundo se refere à venda de espaços de anúncio de emprego.

“Marketing solutions” estão relacionados com o recebimento de tarifas advindas da venda de espaços para o marketing de empresas ou agências de publicidade. Essa receita é geralmente atribuída quando a "impressão" do anúncio for visualizada no website. De acordo com o LinkedIn, o crescimento dos "marketing solutions" dependerá, basicamente, da sua habilidade em alcançar os objetivos das empresas em suas ações de marketing, o que está relacionado diretamente com o número de membros registrados no LinkedIn e do engajamento destes.

A terceira fonte de receita do LinkedIn é chamado de "premium subscriptions" e deriva, principalmente, da venda dos três tipos de produtos de assinatura, os quais são: Business, Business Plus e Executive. Os assinantes possuem acesso a mais ferramentas e recursos do que os não pagantes, como uma melhor capacidade de

pesquisar e comunicar, além de um suporte técnico mais amplo. As assinaturas são mensais ou anuais, sendo que a receita é reconhecida proporcionalmente ao período de contrato. O crescimento dessa receita também dependerá, principalmente, do aumento do número de membros registrados e do nível de engajamento destes, além da capacidade da organização em continuar oferecendo recursos que agreguem os assinantes e faça com que o número destes aumente continuamente.

### **3.3.1.2 Principais riscos**

- A atuação do LinkedIn é recente e em um mercado totalmente novo, o que torna difícil fazer previsões futuras;
- Número de membros registrados no LinkedIn é maior que o número real de membros, já que a maioria das visualizações de páginas são feitas por uma minoria de usuários;
- LinkedIn prevê que pode haver uma diminuição no crescimento da receita, o que pode tornar o negócio não lucrativo à medida que os investimentos necessários aumentam;
- Rápido crescimento da empresa pode ter ocultado a característica cíclica e sazonal do negócio. De acordo com o LinkedIn, estes aspectos podem se tornar mais significativos à medida em que as taxas de crescimento das receitas diminuam, causando flutuações nos resultados empresariais;
- Como a empresa prevê a queda do crescimento das receitas, mas os custos têm aumentado, há o risco de não gerar receitas suficientes para sustentar a lucratividade do negócio no longo prazo;
- Se a empresa for incapaz de atrair novos assinantes, enquanto que os atuais não contribuam com a manutenção de suas assinaturas, é provável que as projeções de receitas não sejam atingidas;
- Maior parte da receita é advinda dos “hiring solutions”. Uma redução significativa dessa fonte de receita pode prejudicar os resultados da empresa.

### **3.3.1.3 Principais concorrentes**

Os principais concorrentes do LinkedIn são as empresas Xing e Viadeo, apesar do fato de que estas possuem uma maior atuação no continente europeu e um número muito menor de membros. Até meados do ano passado, LinkedIn tinha 110 milhões de usuários, enquanto que Viadeo e Xing tinham 35 e 10 milhões, respectivamente. No entanto, assim como o LinkedIn, elas atuam no segmento profissional das redes sociais e adotam estratégias semelhantes, realizando investimentos massivos na melhoria de seus serviços e ferramentas (WOIRHAYE, 2011).

De uma forma geral, podemos dizer que o LinkedIn é o que possui mais membros, mas é o mais ineficiente em obter receita pela subscrição de seus membros. Segundo estimativas apontadas pelo estudo de Woirhaye (2011), no ano de 2010, a Xing e Viadeo tinham aproximadamente 750 e 300 mil assinantes, respectivamente, enquanto que o LinkedIn tinha apenas 245 mil subscritos. Isso mostra que o senso comum de que quanto maior o número de membros, maior é a receita advinda da assinatura deles, não é necessariamente verdadeiro.

### **3.3.2 Avaliação de múltiplos**

Nesse tipo de avaliação, é fundamental que as empresas comparativas e os múltiplos sejam escolhidos corretamente, uma vez que a má escolha destes compromete toda a avaliação da empresa. Para isso, é importante deixar claro quais critérios foram levados em consideração para definir o que são empresas similares ou comparáveis (SOUTE & OUTROS, 2008).

As empresas que mais se assemelham ao LinkedIn são, claramente, do mesmo setor em que este atua, o de tecnologia. No entanto, há uma infinidade de empresas nesse setor, o que torna difícil descobrir quais são aqueles mais relevantes para efeito de comparação. Por isso, primeiro, precisamos decidir em quais aspectos iremos analisar o LinkedIn. Devido à forma como o LinkedIn gera receita e ao setor em que atua, podemos dizer que ele pode ser analisado nas cinco seguintes características: crescimento, subscrição, propaganda, software como serviço e recrutamento online.

Crescimento é um aspecto importante a ser analisado, uma vez que o LinkedIn tem potencial para crescer por ser uma empresa bem recente, com menos de 10 anos

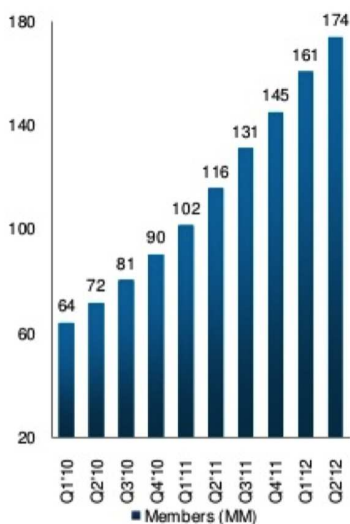
de existência e menos de um ano na bolsa de valores. Além de nova, ela também pode ser vista como promissora pelo fato de ser uma das maiores no setor em que atua. A seguir, os gráficos mostram o crescimento das receitas e do número de membros da empresa nos últimos 10 trimestres:

### Revenue



Fonte: LinkedIn

### Members

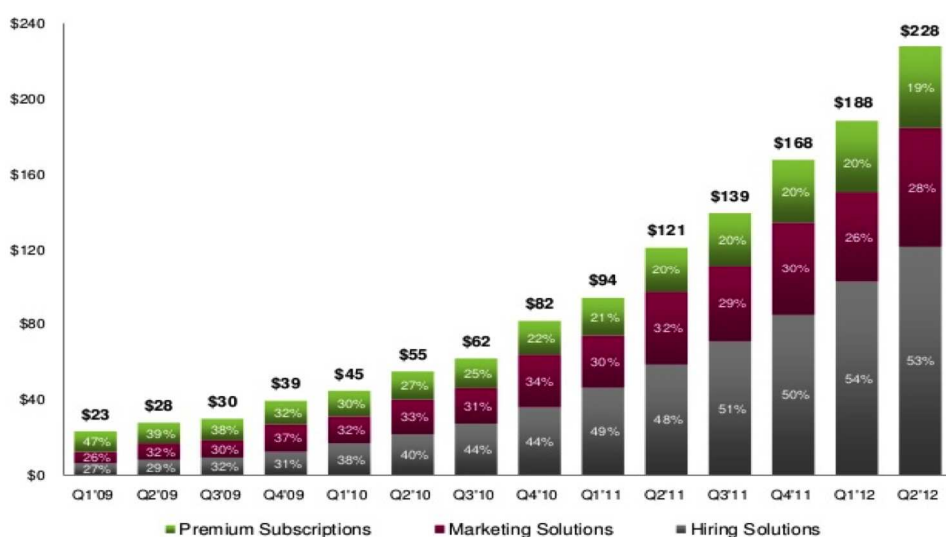


Fonte: LinkedIn

Como se pode observar nos gráficos, a empresa cresceu significativamente ao longo dos últimos 10 trimestres em termos de receitas e número de membros, sendo dois indicadores importantes.

Além disso, é importante analisar o LinkedIn no que diz respeito à subscrição, propaganda e software como serviço, uma vez que são as principais fontes de receita da empresa. Como explicado anteriormente, no tópico “as fontes de receita”, a empresa obtém suas receitas da venda de produtos, assinaturas e da realização de marketing para outras companhias. A seguir, o gráfico mostra o crescimento dessas três fontes de receita da empresa ao longo dos últimos 14 trimestres:

### Revenue by Product



Fonte: LinkedIn

Por último, é relevante analisar a empresa em relação ao recrutamento online, pois é um dos motivos que leva muita gente a usar os serviços oferecidos pela empresa. Entender qual é o desempenho do LinkedIn em comparação a outras empresas com o mesmo modelo de negócio é fundamental na avaliação relativa ou de múltiplos.

Escolhidos os aspectos mais relevantes para a análise da empresa, precisamos selecionar o “peer group” ou as empresas que são referências comparativas em cada um dos aspectos. Em termos de propaganda, por exemplo, é importante comparar a rede social ao Google, já que este é uma das referências do setor no aspecto considerado. A seguir, as empresas do “peer group” são descritas brevemente, a partir de informações obtidas no programa Thomson Reuters Eikon.

- 1) Crescimento (OpenTable, Baidu, Tencent, MercadoLibre)

OpenTable, fundada em 1998, é uma empresa voltada para o serviço online de reservas em restaurantes. Os clientes da OpenTable estão espalhados pelos 50 estados nos EUA e em mais alguns mercados selecionados fora desse país. Durante o ano de 2010, a empresa ajudou a reservar 6,5 milhões de jantares por mês.

Baidu é uma empresa fundada em 2000 e está voltada para a pesquisa na internet em língua chinesa. A empresa possui uma plataforma de pesquisa em seu site “www.baidu.com” que possibilita a obtenção de informações relevantes, como notícias, imagens, documentos e arquivos pelos usuários.

Tencent é um holding de investimentos. A empresa e suas subsidiárias estão voltadas para o fornecimento de serviços que agregam valor à população chinesa em segmentos como telecomunicações, internet e propaganda online.

MercadoLibre, fundada no ano de 1999, é uma empresa que controla uma plataforma de comércio online na América Latina, que fornece aos seus usuários mecanismos de compra, venda, pagamento, coleta e comparação entre produtos. A empresa também opera sua plataforma de *e-commerce* na República Dominicana, Panamá e Portugal.

## 2) Assinatura (Netflix, Ancestry.com, OpenTable)

Netflix, fundada em 1997, é uma empresa voltada para o serviço de assinatura online em que os assinantes têm acesso ilimitado a um enorme acervo de programas de televisão e filmes.

Ancestry.com é uma empresa fundada em 1983 que fornece serviços na Internet e um banco de dados para os seus clientes pesquisarem histórias de suas famílias, construir suas árvores genealógicas, compartilharem suas histórias com outros assinantes. Em 31 de dezembro de 2011, havia aproximadamente 1,7 milhão de assinantes no mundo todo, que já compartilharam mais de 95 milhões de arquivos como fotos e documentos digitalizados. A companhia obtém receitas principalmente ao fornecer acesso on-line para os registros históricos digitalizados, com base em assinatura.

## 3) Propaganda (Google, Yahoo!, Baidu)

Google é uma empresa de tecnologia fundada em 1998 que tem como foco a melhoria nas formas em que as pessoas se conectam com informação. A empresa tem como principal fonte de receita a propaganda online.

Yahoo! é uma empresa de mídia digital fundada em 1995 que fornece basicamente conteúdo digital. A empresa gera receita principalmente por meio da disposição de propagandas gráficas e de textos que redirecionam o internauta para o site do anunciante.

#### 4) Software como serviço (Salesforce.com, RealPage, Concur, Netsuite)

A Salesforce.com, incorporada no ano de 1999, é uma empresa provedora de computação em nuvem e soluções corporativas sociais. A computação em nuvem se refere ao uso da Internet baseada em tecnologia de computação, armazenamento e conectividade para fornecer uma variedade de diferentes serviços. A empresa comercializa seus aplicativos e plataformas com base em assinatura, principalmente através de seus esforços de vendas diretas e indiretamente através de parceiros.

RealPage, incorporada em dezembro de 2003, é uma provedora de softwares sob demanda para a indústria de arrendamento habitacional. A plataforma da empresa é composta por sistemas de administração de imóveis, assim como sete famílias de software de serviços habilitados.

Concur é uma empresa incorporada em 1993, provedora mundial de soluções sob demanda para o controle de gastos com os funcionários. Os softwares da empresa permitem que as organizações controlem os custos através da automatização dos processos utilizados para gerenciar os gastos do empregado.

NetSuite, incorporada em setembro de 1998, é uma empresa provedora de softwares de nuvem na área de finanças e planejamento de recursos. A empresa também oferece outros aplicativos, voltados para a contabilidade, relacionamento com o cliente e automação profissional, além do e-commerce. Ela oferece seus softwares pela Internet como um serviço de assinatura, usando o modelo do “software como um serviço”.

#### 5) Recrutamento online (Monster, Dice Holdings)



Monster Worldwide, incorporada em 1996, é a companhia matriz da Monster, a provedora de soluções globais de emprego online. Com presença em torno de 55 países no mundo todo, Monster fornece soluções para o recrutamento online, além de oferecer audiência aos anunciantes em seus sites e serviços.

Dice Holdings, constituída em junho de 2005, é uma empresa provedora de websites e feiras sobre carreiras para selecionar profissionais. A empresa foca nas categorias de emprego em que há uma escassez de trabalhadores qualificados em relação à demanda do mercado. Os websites sobre carreira servem como mercados online onde os empregadores e recrutadores encontram e recrutam potenciais colaboradores, e onde os profissionais encontram oportunidades de emprego e informações relevantes para promover suas carreiras. Cada um de seus sites de carreira oferece vagas, conteúdo, desenvolvimento de carreira e serviços de recrutamento adaptados às necessidades específicas da comunidade profissional a que serve.

Uma vez selecionado o *peer group*, é necessário identificar quais são os múltiplos mais adequados para a avaliação em questão. De acordo com a pesquisa de Soute & Outros (2008), os múltiplos de EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) são os mais utilizados no mercado financeiro, sendo uma importante ferramenta de avaliação para 86% dos profissionais entrevistados. No entanto, os múltiplos de EBITDA são normalmente aplicados para empresas maduras, com um comportamento esperado, e desconsideram as necessidades de retenção de recursos para dar continuidade normal aos negócios, o que não caracteriza as redes sociais, essencialmente novas, imprevisíveis e em crescimento.

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante, citado por Soute e Outros (2008), “[...] os múltiplos de receitas passaram a ser utilizados mais constantemente nos últimos anos em decorrência da grande onda de ofertas públicas iniciais (IPOs) no mercado norte-americano de empresas pertencentes à nova economia. Isso se deve ao fato de as empresas ponto.com, que não possuem lucros nem longos históricos, não terem como ser avaliadas, na grande maioria das vezes, pelos múltiplos de lucros e de EBITDA ou pelo método do fluxo de caixa descontado”. Além disso, de acordo com a pesquisa realizada por Soute e Outros (2008), os múltiplos baseados no faturamento

são mais utilizados em empresas voltadas a prestação de serviços, ramo em que grande parte das redes sociais se insere.

Estruturada a base da avaliação de múltiplos, foi possível elaborar a seguinte tabela comparativa, a partir de dados coletados do Bloomberg:

§ em milhões									
Empresas	Preços em 27/ago/12	Valor de mercado	EV	EBITDA 1T12	EPS T12M	Receita T12M	P/E	EV/RECEITA	P/RECEITA
<b>Crescimento</b>									
OpenTable	42,98	971,46	904,54	10,57	0,92	150,45	46,72	6,01	6,46
Baidu	116,90	40.844,79	38.454,53	N/A	3,86	2892,47	30,31	13,29	14,12
Tencent	31,58	58.265,41	55.331,82	665,51	N/A	5607,10	N/A	9,87	10,39
MercadoLibre	79,35	3.503,34	3.341,73	26,90	2,09	340,67	37,97	9,81	10,28
<b>MÉDIA</b>	<b>67,70</b>	<b>25.896,25</b>	<b>24.508,16</b>	<b>234,33</b>	<b>2,29</b>	<b>2247,67</b>	<b>38,33</b>	<b>10,90</b>	<b>11,52</b>
<b>Assinatura na Internet</b>									
Netflix	62,39	3.464,78	3.054,22	9,40	1,92	3456,37	32,49	0,88	1,00
Ancestry.com	30,65	1.318,00	1.251,39	28,74	1,54	434,94	19,90	2,88	3,03
OpenTable	42,98	971,46	904,54	10,57	0,92	150,45	46,72	6,01	6,46
<b>MÉDIA</b>	<b>45,34</b>	<b>1.918,08</b>	<b>1.736,72</b>	<b>16,23</b>	<b>1,46</b>	<b>1347,25</b>	<b>33,04</b>	<b>1,29</b>	<b>1,42</b>
<b>Propaganda na Internet</b>									
Google	669,22	219.516,41	181.454,45	3.900,00	33,72	43163,00	19,85	4,20	5,09
Yahoo!	14,85	17.591,57	15.245,62	329,19	0,88	4979,84	16,88	3,06	3,53
Baidu	116,90	40.844,79	38.454,53	N/A	3,86	2892,47	30,31	13,29	14,12
<b>MÉDIA</b>	<b>266,99</b>	<b>92.650,92</b>	<b>78.384,87</b>	<b>2.114,59</b>	<b>12,82</b>	<b>17011,77</b>	<b>22,34</b>	<b>4,61</b>	<b>5,45</b>
<b>Software como Serviço</b>									
Salesforce.com	149,06	20.677,83	19.376,55	63,44	-0,27	2643,29	-552,07	7,33	7,82
RealPage	25,73	1.895,32	1.887,57	11,26	-0,03	292,01	-857,67	6,46	6,49
Concur	72,67	3.995,79	3.766,59	15,37	-0,25	417,10	-290,68	9,03	9,58
Netsuite	55,57	3.940,74	3.775,55	7,34	-0,46	269,08	-120,80	14,03	14,65
<b>MÉDIA</b>	<b>75,76</b>	<b>7.627,42</b>	<b>7.201,56</b>	<b>24,35</b>	<b>-0,25</b>	<b>905,37</b>	<b>-455,31</b>	<b>7,95</b>	<b>8,42</b>
<b>Recrutamento Online</b>									
Monster	7,00	827,93	842,23	26,30	0,42	992,10	16,67	0,85	0,83
Dice Holdings	7,97	495,13	457,31	16,99	0,55	188,75	14,49	2,42	2,62
<b>MÉDIA</b>	<b>7,49</b>	<b>661,53</b>	<b>649,77</b>	<b>21,64</b>	<b>0,49</b>	<b>590,43</b>	<b>15,58</b>	<b>1,10</b>	<b>1,12</b>
<b>Concorrente Direto</b>									
XING	44,25	242,28	173,74	6,30	-1,37	92,26	-32,38	1,88	2,63
<b>Redes Sociais</b>									
LinkedIn	104,67	11.064,14	10.426,92	25,49	0,11	723,88	951,55	14,40	15,28
Facebook	19,15	46.254,29	36.977,60	491,00	0,46	3711,00	41,63	9,96	12,46
<b>MÉDIA</b>	<b>61,91</b>	<b>28.659,21</b>	<b>23.702,26</b>	<b>258,25</b>	<b>0,29</b>	<b>2217,44</b>	<b>496,59</b>	<b>10,69</b>	<b>12,92</b>
<b>Mercado</b>									
NASDAQ Composite Index	17,71	2.210,00	4.820,00	143,34	0,50	2.020,00	35,42	2,39	1,09
Internet Software & Services (GICS)	25,09	4.895,09	10.314,26	NA	0,98	2.414,14	25,67	4,27	2,03
<b>MÉDIA</b>	<b>21,40</b>	<b>3.552,54</b>	<b>7.567,13</b>	<b>143,34</b>	<b>0,74</b>	<b>2.217,07</b>	<b>30,54</b>	<b>3,33</b>	<b>1,56</b>

Fonte: Bloomberg, elaborado pelo autor.

Os múltiplos do LinkedIn, nosso referencial comparativo, são claramente maiores do que de seus *peers*, o que significa dizer que as ações da empresa estão caras em relação ao seu faturamento ou ganhos. O múltiplo P/E da empresa mostra que os investidores estão dispostos a pagar mais de 900x por um dólar em ganhos, o que é extremamente elevado. O Google, por exemplo, tem um múltiplo P/E de 19,85x, apesar de ser uma empresa muito mais consolidada no mercado, cujas receitas são

mais previsíveis e certas. A XING, concorrente direto do LinkedIn, tem as suas ações negociadas a um múltiplo P/E negativo de 32x.

Já as ações do Facebook estão sendo negociadas a múltiplos menores, principalmente devido às fortes desvalorizações no mês de agosto que chegaram a representar 50% do valor do IPO. No entanto, é importante ressaltar que os múltiplos da empresa ainda permanecem mais altos que os da média do mercado, aqui considerado como o NASDAQ.

Outro ponto importante a ser mencionado é o fato dos múltiplos das empresas de crescimento serem mais altos em comparação com os demais *peers*. Conforme podemos observar na tabela acima, a média dos múltiplos é maior que a da média das empresas que compõem o índice NASDAQ, assim como de todas as outras categorias consideradas com exceção às redes sociais. Estas, na verdade, também podem ser consideradas como parte das empresas que estão em crescimento.

Além disso, para efeito comparativo, obteve-se também o múltiplo P/E da empresa Amazon na época da bolha da Internet, que era de 865,38x e o seu EV/RECEITA de 193,92x. De acordo com a Bloomberg, o múltiplo EV/RECEITA da empresa eBay, no final do ano de 1999, era de 144,35x. Esses dados mostram que os atuais múltiplos das redes sociais, com exceção ao P/E do LinkedIn, não estão tão altos como na época que antecedeu a eclosão da bolha das *dot.com*. Vale ressaltar que a Bloomberg, assim como a Economática, só fornecem dados sobre o mercado como o NASDAQ a partir do ano 2001, o que impossibilitou uma análise mais abrangente sobre a questão.

### 3.3.3 Conclusão

Os dados obtidos a partir da avaliação de múltiplos mostraram que as empresas em crescimento são realmente as que possuem múltiplos mais altos, dentre as quais o LinkedIn faz parte. Os múltiplos do LinkedIn são maiores que todos os seus *peers*, o que mostra que o preço da ação está cara em relação aos seus ganhos atuais. Pode se destacar o múltiplo P/E da empresa, que chega a ser maior que 900x, sendo um potencial indicativo de supervalorização das ações da empresa.

No entanto, a empresa tem apresentado um número significativamente crescente de receita e número de membros / subscritos, tendo um potencial que justifica, em parte, o elevado preço da ação. Além disso, os múltiplos do LinkedIn são menores que os de empresas da época da bolha da Internet, o que representa um argumento a favor daqueles que acreditam na inexistência de uma bolha das redes sociais. Soma-se a isso o fato dos múltiplos do Facebook não serem demasiadamente elevados em relação à média de mercado, algo que era esperado devido ao seu conturbado IPO.

A metodologia de múltiplos se apresentou como uma forma simples e adequada para se ter um bom *overview* de uma rede social, uma vez que exige uma análise comparativa com outras companhias do setor e um estudo sobre as características do negócio.

No entanto, pode se dizer que a avaliação de múltiplos por si só não é a mais adequada para avaliar as redes sociais, uma vez que ela geralmente não considera os resultados futuros da empresa, algo que é fundamental para empresas em crescimento. Por outro lado, percebe-se que a utilização de metodologias como o DCF, que se baseia em projeções e premissas, podem resultar em erros consideráveis por envolverem o lado subjetivo e comportamental dos analistas, o que já não acontece com a avaliação de múltiplos, que se baseia em dados divulgados e reportados pelas empresas. Assim, apesar das especificidades em se avaliar uma rede social, pode se dizer que o mais adequado continua sendo uma análise mais abrangente, envolvendo mais de uma metodologia.

#### **4. Referências bibliográficas**

ANTE, S.; EFRATI, A.; DAS, A., (2011), *Twitter as Tech Bubble Barometer*, The Wall Street Journal. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703716904576134543029279426.html>>. Acessado em 09/12/2011.

APPELBAUM, BINYAMIN, (2012), *Fed Signals That a Full Recovery Is Years Away*, The New York Times. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2012/01/26/business/economy/fed-to-maintain-rates-near-zero-through-late-2014.html?pagewanted=all>>. Acessado em 17/05/2012.

ARRINGTON, MICHAEL, (2006), *Google has acquired Youtube*, TechCrunch. Disponível em: <<http://techcrunch.com/2006/10/09/google-has-acquired-youtube/>>. Acessado em 25/03/2012.

BAKER, H. Kent & NOFSINGER, John R., *Behavioral finance: investors, corporations, and markets*, 2010.

BARR, A., (2012), *Insight: Morgan Stanley cut Facebook estimates just before IPO*, Reuters. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2012/05/22/us-facebook-forecasts-idUSBRE84L06920120522>>. Acessado em 26/08/2012.

BERK, J. & DEMARZO, P., *Corporate Finance*, Pearson, 2nd edition, 2010

BRIGHAM, E. F. & EHRHARDT M.C. - (B. & E.) - *Financial Management – Theory and Praticce*. 13<sup>a</sup> ed. South-Western – Cengage Learning – 2010

COOPER, Michael J.; DIMITROV, O.; RAU, P. Raghavendra, (2001), *A rose.com by any other name*. Journal of Finance, 56:6, 2371-2388.

COOPER, Michael J.; GULEN, H.; RAU, P. Raghavendra, (2005), *Changing names with style: Mutual fund name changes and their effects on fund flows*. Journal of Finance 60:6, 2825-2858.

DAMODARAN, A., (2002), *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, New York, Wiley

DAMODARAN, A., (2005), *Avaliação de Investimentos – Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark

DAY, P.; JONES, MARC, (2012), *BCE mantém juro a 1%, resistindo a pressões por ações*, Reuters Brasil. Disponível em: <<http://br.reuters.com/article/topNews/idBRSPE84201K20120503>>. Acessado em 17/05/2012.

DEMBOSKY, A. & DEMOS, T., (2012), *Facebook valued at \$104bn in IPO*, Financial Times. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e7b43504-a051-11e1-88e6-00144feabdc0.html#axzz1vHE8UxKp>>. Acessado em 18/05/2012.

EAVIS, PETER, (2012), *With Lackluster Debut, Facebook Must Prove Itself to Investors*, DealB%k of The New York Times. Disponível em: <<http://dealbook.nytimes.com/2012/05/18/after-a-lackluster-debut-facebook-must-prove-itself-to-investors/>>. Acessado em 04/06/2012.

FUNG, LINDA, (2012), *AT A GLANCE: Facebook IPO Prices At \$38/Share*, The Wall Street Journal. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/BT-CO-20120517-715877.html>>. Acessado em 18/05/2012.

GALO, B.; MELO, C., (2011), *Quem acredita na bolha?*, IstoÉ Dinheiro. Disponível em: <[http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/50313\\_QUEM+ACREDITA+NA+BOLHA](http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/50313_QUEM+ACREDITA+NA+BOLHA)>. Acessado em 11/12/2011.

GARSDIE, J.; RUSHE, D.; (2012), *Facebook IPO: analysts warn investors away as more shares hit the market*, The Guardian. Disponível em: < <http://www.guardian.co.uk/technology/2012/may/16/facebook-ipo-analysts-warn-investors>>. Acessado em 20/05/2012.

GHOSH, S.; KHAN, F.; (2012), *LinkedIn jumps as results underscore growth prospects*, Thomson Reuters. Disponível em: < <http://www.reuters.com/article/2012/05/04/net-us-linkedin-idUSBRE8421BQ20120504>>. Acessado em 20/05/2012.

GODOI, Alexandra Strommer de Farias, *A Firma e o Farol - A Decisão de Investimento da Firma sob uma Perspectiva de Racionalidade Limitada: Oito Estudos de Caso*, 2006, Dissertação (Doutorado, Economia) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo;

JEFFREY, D., (2012), *Morgan Stanley, Goldman Sachs Sued Over Facebook IPO*, Bloomberg. Disponível em: < <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-23/morgan-stanley-goldman-sachs-sued-over-facebook-ipo.html>>. Acessado em 26/08/2012.

JEWELL, M., (2011), *Generation Y Asks 'Why Should I Invest in Stocks?'*, Associated Press. Disponível em: <<http://www.mainstreet.com/article/moneyinvesting/stocks-funds/generation-y-asks-why-should-i-invest-stocks?page=2>>. Acessado em 19/12/2011.

KAHIL, G., (2012), *Obsessão, euforia e manadas explicam o fracasso do Facebook na bolsa*, EXAME. Disponível em: <[http://exame.abril.com.br/mercados/ipos/noticias/obsessao-euforia-e-manadas-explicam-o-fracasso-do-facebook-na-bolsa?page=2&slug\\_name=obsessao-euforia-e-manadas-explicam-o-fracasso-do-facebook-na-bolsa](http://exame.abril.com.br/mercados/ipos/noticias/obsessao-euforia-e-manadas-explicam-o-fracasso-do-facebook-na-bolsa?page=2&slug_name=obsessao-euforia-e-manadas-explicam-o-fracasso-do-facebook-na-bolsa)>. Acessado em 04/06/2012.

MATTHEWS, C., (2012), *As the Fiscal Cliff Nears, Will Anyone Swerve?*, TIME. Disponível em: <<http://business.time.com/2012/08/23/as-the-fiscal-cliff-nears-will-anyone-swerve>>. Acessado em 26/08/2012.

NETTO, ANDREI, (2012), *Dilma compara injeção de liquidez à barreira tarifária*, EXAME. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/dilma-compara-injecao-de-liquidez-a-barreira-tarifaria>>. Acessado em 22/04/2012.

ORESKOVIC, A. & VLASTELICA R., (2012), *Ações caem 50%, e valor do Facebook recua US\$ 40 bi em três meses*, UOL Economia. Disponível em: < <http://economia.uol.com.br/cotacoes/ultimas-noticias/2012/08/16/acoes-caem-50-e-valor-do-facebook-recua-us-40-bi-em-tres-meses.jhtm>>. Acessado em 26/08/2012.

PALMER, Maija, (2011), *Skype price raises fears of new tech bubble*. Financial Times. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/2e142854-7b2a-11e0-9b06-00144feabdc0.html#axzz1qELwS6df>>. Acessado em 26/03/2012.

QUALMAN, E., (2009), *Socialnomics: How Social Media Transforms the Way We Live and Do Business*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

RODRIGUES, Lorena, (2012), *Indústria estaria quebrada sem medidas cambiais, diz Mantega*, Folha de São Paulo. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/poder/1061128-industria-estaria-quebrada-sem-medidas-cambiais-diz-mantega.shtml>>. Acessado em 26/03/2012.

SAHADI, J., (2010), *Obama's budget: Impact on your taxes*, New York, CNNMoney. Disponível em: <[http://money.cnn.com/2010/02/01/pf/taxes/obama\\_budget\\_tax\\_changes/index.htm](http://money.cnn.com/2010/02/01/pf/taxes/obama_budget_tax_changes/index.htm)>. Acessado em 18/12/2011.

SHILLER, Robert, *Irrational Exuberance*, 2nd ed., New Jersey, 2000, Princeton University Press

SJOQVIST, Maria & STEPANOVYCH, Tanya, (2008), *A review of the business valuation process – in theoretical and practical proceeding*, Thesis (Bachelor, Business Administration) - Gothenburg University, Sweden. Disponível em: <[http://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/10459/1/gupea\\_2077\\_10459\\_1.pdf](http://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/10459/1/gupea_2077_10459_1.pdf)>.

SOFFER, L.; SOFFER, R., (2003), *Financial statement analysis – a valuation approach*, New Jersey, Pearson Education

SOUTE, D.; SCHVIRCK, E.; MARTINS, E.; MACHADO, M., *Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento*, Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p.1-17, jan./dez. 2008, Universidade de Brasília – Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais.

SPEARS, LEE, (2012), *Facebook Fiasco Coupled With European Crunch Freezes IPOs*, Bloomberg. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2012-05-31/facebook-fiasco-coupled-with-european-crunch-freezes-ipo-plans.html>>. Acessado em 04/06/2012.

TETLOCK, P. C., (2007), *Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market*, The Journal Of Finance, Volume LXII, No. 3. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x/pdf>>

WOIRHAYE, N., (2011), *LinkedIn against its European competitors (A comparative study of LinkedIn vs Viadeo vs Xing)*, IKO System. Disponível em: <<http://www.iko-system.com/wp-content/uploads/2011/06/LinkedIn-vs-competitors.pdf>>

YANPING, L., (2011), *IMF's Lagarde Warns of Risk of 'Lost Decade'*, Bloomberg. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-11-09/lagarde-sees-lost-decade-for-world-economy-unless-nations-act-together.html>>. Acessado em 31/03/2012.

ZHAN, JAMES, (2011), *World Investment Report 2011: Non-Equity Modes of International Production and Development*, Press Statement, UNCTAD.

Disponível

em:

<[http://www.unctad.org/Sections/dite\\_dir/docs/wir2011\\_press\\_statement\\_en.pdf](http://www.unctad.org/Sections/dite_dir/docs/wir2011_press_statement_en.pdf)>.