

# FCL *Capital*

3T 2024

## **Dividendos e regras práticas: de Kahneman aos quants e à IA.**

Uma das dúvidas mais recorrentes entre nossos investidores, ao analisarem nossa estratégia de investimento, é: qual o peso que damos aos dividendos em nossas decisões? Em outras palavras, ao selecionar empresas para o fundo FCL Opportunities, até que ponto priorizamos aquelas que distribuem dividendos em vez das que optam por reinvestir os lucros? E como um investidor em ações deve lidar com a questão dos dividendos?

Na FCL Capital, nosso foco está nas ideias e empresas transformadoras de longo prazo. Muitas dessas empresas ainda não pagam dividendos. Ao mesmo tempo, nos consideramos investidores de valor na tradição de Benjamin Graham e Charlie Munger. Porém, como conciliar essas duas realidades?

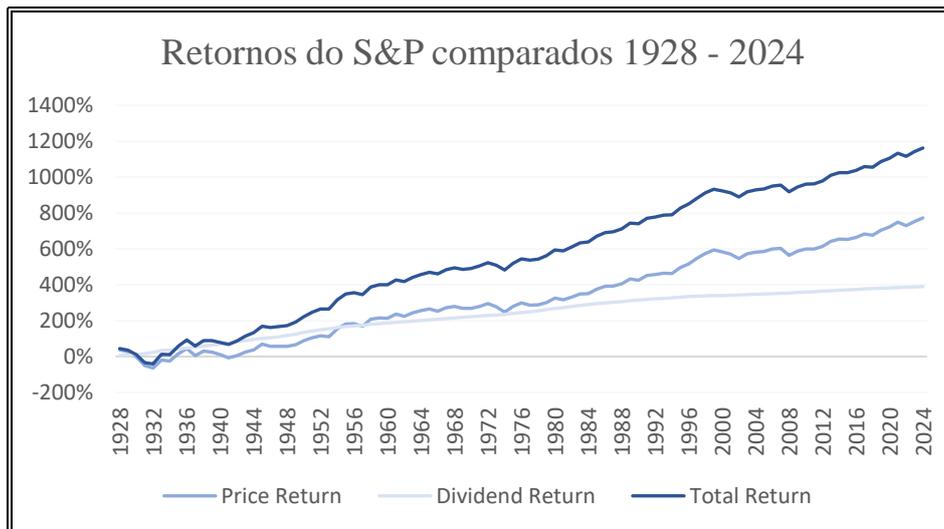
Em primeiro lugar, é importante notar que não há contradição entre crescimento e valor. Como o próprio Warren Buffett observou uma vez, o crescimento é "nada mais do que um componente do valor" — ele entra no cálculo. Foi Wall Street que criou esses dois "rótulos" para vender produtos de investimento, mas o investidor individual não precisa cair nessa narrativa e adotar um desses rótulos como se fosse algum tipo de clube.

Além disso, devemos lembrar que as empresas passam por diferentes ciclos: as mesmas pagadoras "confiáveis" de dividendos de hoje provavelmente foram startups de rápido crescimento em algum momento. É claro que o senso comum nos diz que uma startup nova tem um nível de risco mais alto e um potencial de retorno muito maior se tudo der certo, comparado a, por exemplo, Procter & Gamble ou Exxon. Ambas são mais seguras e oferecem um fluxo de caixa relativamente estável, mas, obviamente, quem realmente ficou imensamente rico com elas foram, e sempre serão, aqueles que investiram primeiro, quando ainda eram startups instáveis e incertas. Essa é a natureza dos investimentos. Como em tudo na vida, você nunca terá tudo...

Provavelmente, a maioria dos investidores deveria ter exposição a ambas as realidades: algumas apostas de maior risco e maior retorno, enquanto também mantém um fluxo de caixa confiável e previsível. Ofensiva e defensiva, em proporções diferentes para cada investidor, dependendo de seu nível de tolerância ao risco e do horizonte de tempo que têm para seus investimentos.

Dito isso, não há dúvida de que os dividendos desempenham um papel crucial em qualquer carteira de ações.

Vejamos os retornos compostos do índice S&P 500 nos últimos 100 anos, com e sem o reinvestimento dos dividendos.



Como costumamos dizer, investir em ações e mantê-las no longo prazo, enfrentando altos e baixos, crises e catástrofes, quedas de 50%, mas também as recuperações que ninguém consegue prever com precisão, tem sido um dos melhores negócios do último século, oferecendo retornos compostos anuais superiores a 10% em dólares. E não é por acaso. Investir em ações significa ter exposição ao melhor da humanidade - as melhores ideias e os empreendedores mais audaciosos.

Mas, dado que as diversas empresas dessa incrível corporação hipotética chamada “mercado” gerariam muito caixa, o que deve ser feito com ele?

A teoria financeira clássica afirma que, quando uma empresa tem bons e lucrativos destinos para aplicar esse caixa, como uma nova fábrica que gerará bons retornos e aumentará as vendas, ou uma startup que usará o capital para escalar, esse caixa deve ser reinvestido.

Ao mesmo tempo, quando reinvestir no próprio negócio resulta apenas em retornos medianos -pense em uma empresa de tabaco (cigarros) que já possui fábricas suficientes para atender à demanda atual e esperada- o caixa deve ser distribuído. Afinal, qual é o sentido de investir em um negócio que não precisa de novos investimentos e não terá usos produtivos para esse caixa?

Isso não é controverso: 1) O caixa deve ser distribuído na forma de dividendos ou recompra de ações<sup>1</sup> quando o negócio só gerar oportunidades de reinvestimento abaixo do esperado (abaixo do custo de capital, na linguagem da teoria financeira) e, para deixar claro: 2) Uma carteira onde um investidor reinveste o caixa gerado terá retornos superiores a uma carteira onde o caixa distribuído não é reinvestido e é retirado para consumo.

<sup>1</sup> Nesta carta, não iremos nos aprofundar demais na discussão sobre recompra de ações versus dividendos. Basta dizer que a teoria financeira afirma que, quando uma ação está subavaliada, as recompras (quando uma empresa compra suas próprias ações no mercado) são preferíveis aos dividendos, especialmente quando consideramos que, ao comprar uma ação, os investidores, por definição, a consideram um bom investimento. O ponto principal aqui é que tanto as recompras de ações quanto os dividendos são formas de retorno de capital aos acionistas, e, para os propósitos desta carta, dividendos e recompra podem ser entendidos quase indistintamente.

A confusão é mais comum no nível das ações. Muitos investidores acreditam que uma ação que paga dividendos é inerentemente um investimento superior ou capaz de produzir melhores retornos do que uma que não paga dividendos (ainda).

Não há dúvida de que, em média, uma ação que paga dividendos tem menor risco e retornos esperados mais baixos do que, por exemplo, uma ação de tecnologia de pequena capitalização e rápido crescimento que ainda não é lucrativa. Mas não é exatamente isso que algumas pessoas pensam. De alguma forma, elas pensam que os dividendos são um retorno adicional de "almoço grátis" que não afeta o retorno regular daquela ação negociada no mercado (e elas estão erradas sobre isso).

Muitos investidores também acreditam que escolher ações que pagam dividendos é uma maneira válida de gerar alfa. Sobre isso, as coisas ficam interessantes. Acreditamos que a resposta é mais complexa: os investidores podem ter uma intuição certa ao buscar ao selecionar ações pagadoras de dividendos, mas não pelos motivos que imaginam.

---

Em primeiro lugar, a teoria financeira é clara ao afirmar que os componentes do retorno do investimento não alteram o retorno em si. Pense em um negócio que vale \$1000, considerando seu potencial de fluxo de caixa livre, caixa disponível, imóveis e equipamentos, entre outros ativos. Esse mesmo negócio tem \$200 em caixa no banco. Se a empresa paga \$100 em dividendos, imediatamente passará a valer \$900, pois agora tem \$100 a menos em caixa do que no dia anterior. O mesmo, claro, seria verdade para uma empresa não listada: se um proprietário paga um dividendo a si mesmo, no dia seguinte seu negócio terá menos dinheiro no banco. "Óbvio".

E como era de se esperar, o mercado de ações é bastante eficiente em ajustar os preços no chamado "ex-date" — o dia em que as ações começam a ser negociadas sem direito ao dividendo. Logo após as empresas pagarem dividendos, os preços das ações se ajustam para baixo de forma imediata, refletindo o fato de estarem "sem" o dividendo.

Portanto, não, o fato de uma ação pagar dividendos não significa, por si só, que ela seja um bom investimento.

E você não precisa acreditar apenas em nós: existem inúmeras carteiras, ETFs e fundos mútuos dedicados exclusivamente a ações pagadoras de dividendos, e seus retornos, desde o surgimento dos mercados, não têm sido, em média, diferentes dos retornos do mercado como um todo. Em outras palavras, as ações que pagam dividendos, no conjunto, não superam o benchmark.

Quanto ao argumento de que a "renda" dos dividendos pode ser usada enquanto a ação permanece sem ser vendida, para esta casa, esse é o mais absurdo de todos: se você utiliza a renda dos dividendos para outros fins que não o reinvestimento, isso significa que não irá aproveitar os retornos totais do mercado, apenas os retornos da valorização das ações, deixando de lado os fluxos de caixa totais que a empresa é capaz de gerar.

E se, por outro lado, o que você precisa ou deseja é uma renda, seria a mesma coisa que vender parte da sua carteira, mesmo que ela não pague dividendos, para gerar "renda", assim como uma carteira que paga dividendos, mas de uma maneira sintética.

Lembre-se: tanto dividendos quanto a venda de ações são tributados da mesma forma na maioria dos países. Então, o que realmente importa no fim das contas é o desempenho da sua carteira, composta pela valorização das ações e pela distribuição de dividendos. Quem se importa se eu tenho uma ação de \$100 cujo preço se mantém estável e recebo \$10 em dividendos, ou se tenho uma ação de \$100 cujo preço sobe para \$110 e, no fim do período, vendo \$10 dessa posição por que preciso do dinheiro? Os resultados são claramente idênticos.

Poderíamos encerrar nossa carta aqui e seria apenas mais uma discussão comum, mas não vamos. Porque muitos investidores acreditam ter uma chance de superar o mercado ao selecionar ações pagadoras de dividendos. Por que isso acontece?

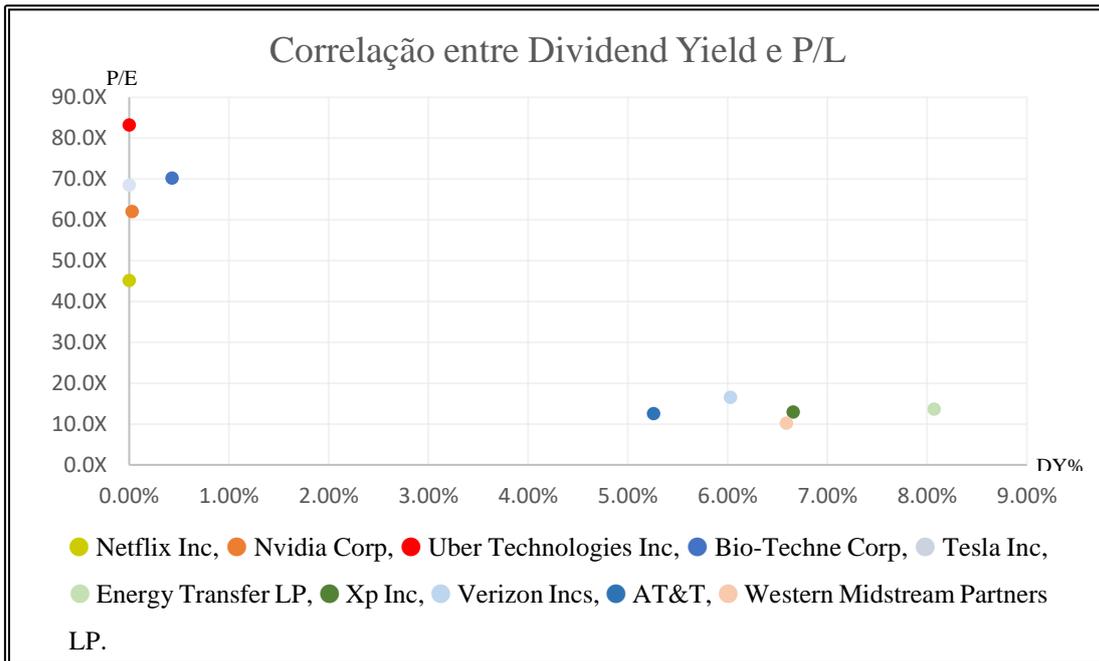
Sim, estamos convencidos de que, para muitos investidores, embora eles não saibam exatamente o porquê, focar em ações que pagam dividendos pode ajudá-los a superar o mercado. Ou, pelo menos, oferecer uma estratégia razoavelmente decente. E este será o verdadeiro foco desta carta.

Por que selecionar ações pagadoras de dividendos pode ajudar você a superar o mercado? A teoria financeira afirma que isso não deveria acontecer. Mas por que tantos têm sucesso com essa estratégia simples?

---

O primeiro fator que vem à mente é simplesmente o preço baixo - o bom e velho investimento em valor no estilo de Ben Graham.

Ao selecionar cegamente as ações com os maiores dividend yields, os investidores podem, sem querer, estar escolhendo as ações mais baratas do mercado. Afinal, há uma enorme correlação entre ser uma ação barata (com um baixo P/L, baixo preço sobre valor contábil, alto yield de fluxo de caixa livre, etc.) e ter um dos maiores dividend yields do mercado. As ações com os maiores dividend yields geralmente são compostas por ações baratas. Há uma grande interseção entre esses dois grupos.



E, embora tenhamos mencionado que selecionar ações pagadoras de dividendos não garante sucesso nos investimentos, inúmeros estudos empíricos mostraram que, ao longo de períodos mais longos, até mesmo estratégias de valor relativamente simples, como escolher as ações com os menores índices P/L, superaram uma cesta aleatória de ações<sup>2</sup>.

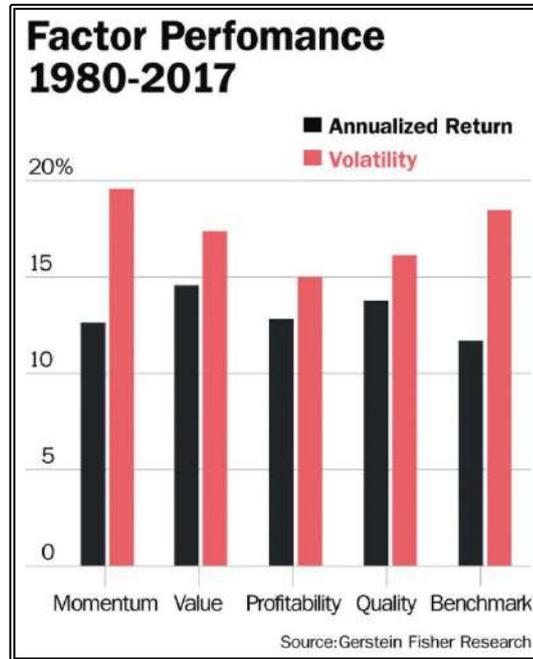
Além do fator "valor", há um segundo motivo pelo qual uma carteira de ações pagadoras de dividendos pode superar o mercado: qualidade.

Como os investidores sabem, o santo graal do investimento em ações é o fluxo de caixa livre descontado. E o segredo é selecionar empresas que tenham vantagens competitivas duradouras, onde seus fluxos de caixa perdurem no futuro. Em outras palavras, o truque é encontrar qualidade. As boas empresas.

E o que são as boas empresas? Como podemos encontrá-las? Claro, há argumentos intermináveis, filosofias de investimento, e esta casa periodicamente apresenta suas próprias teses para dissecar e delinear seus investimentos, assim como muitas outras fazem.

<sup>2</sup> <https://www.pwmnet.com/the-enduring-benefits-of-value-stocks-in-a-growth-focused-market#:~:text=Numerous%20studies%20have%20shown%20that,market%20downturns%20or%20economic%20uncertainty.>

Uma boa simplificação é: boas empresas geram fluxo de caixa livre. E, para pagar dividendos de forma consistente, uma empresa precisa gerar fluxo de caixa livre. Em outras palavras, ao selecionar ações pagadoras de dividendos, os investidores podem, inadvertidamente, estar escolhendo algumas das empresas de maior qualidade e, assim, superando o mercado no processo<sup>3</sup>.



Portanto, quando os investidores escolhem as ações com os maiores dividend yields, eles podem estar selecionando algumas das empresas mais baratas e, ao mesmo tempo, de maior qualidade, sem perceber, e superando o mercado no processo. Mas há uma última razão pela qual os investidores que seguem essa regra simples podem estar superando o mercado, e é a que esta casa acha mais fascinante de todas: psicologia e viés de investimento.

É amplamente aceito que investidores, tanto amadores quanto gestores profissionais, sofrem de um problema de excesso de confiança: eles acreditam que podem não apenas superar o mercado, mas também analisar, processar e reagir a informações de investimento melhor do que a média. Outros podem se deixar levar pelas emoções e agir sem pensar direito, claro, mas não eles!

Pode parecer surpreendente, mas amplos estudos acadêmicos sobre os retornos de investimento alcançados por milhares e milhares de investidores mostram que, para a maioria deles, especialmente os menos sofisticados, seguir regras simples - até mesmo simplistas - pode ajudá-los a superar não só o mercado, mas também os retornos que obteriam sem essas regras. Um processo, embora simples, ajuda a superar suas dúvidas e a agir com a razão, não com as emoções.

<sup>3</sup> O lendário "alfa de Buffett", segundo pelo menos uma firma quant de destaque, deve-se ao fato de que ele escolheu o fator de qualidade, o que lhe permitiu superar o mercado de forma expressiva: <https://www.aqr.com/Insights/Research/Journal-Article/Buffetts-Alpha>.

E os investidores não estão sozinhos nesse problema: o excesso de confiança é uma característica humana. Como Daniel Kahneman demonstrou em seu magistral livro "Rápido e Devagar: Duas Formas de Pensar" (Thinking, Fast and Slow)<sup>4</sup>, ter listas e diretrizes simples previne erros e melhora o desempenho, ajudando as pessoas a evitarem falhas fatais que talvez não admitam que cometeriam — desde pilotos que erram etapas básicas durante decolagens de aviões, até médicos que esquecem instrumentos cirúrgicos ou operam a perna errada, passando por investidores que compram no topo e vendem no fundo do mercado.

Esses vários tipos de erros humanos podem ocorrer devido à negligência ("Eu não preciso verificar isso de novo, eu já sei"), excesso de confiança ("Todo mundo é ruim nisso, mas eu sou acima da média!") ou reações emocionais exageradas ("Todo mundo está vendendo, isso vai a zero, é melhor vender também!"). A dura realidade é que, no momento de pânico, todos acreditam que podem agir racionalmente, mas as pessoas geralmente têm medo de sair do consenso, e não é de se estranhar, já que seres humanos não foram feitos para se desviar da manada em situações de estresse.

---

Muitos investidores alcançaram sucesso surpreendente com fórmulas incrivelmente simples, como "investir apenas em ações com dividend yield acima de 5% ao ano" ou "investir apenas em ações com múltiplos P/L abaixo de 20", às vezes sem nem conhecer as empresas nas quais estavam colocando seu dinheiro.

Embora profissionais possam rir de quão simplistas essas regras parecem, e, claro, nenhuma regra livrará os investidores de cometer erros ou enfrentar períodos de desempenho abaixo do mercado, o simples fato de seguir uma diretriz pré-definida faz com que o investidor automaticamente invista mais quando o mercado está mais barato (já que mais ações cairão abaixo do múltiplo estabelecido ou acima do yield desejado). Isso o ajuda a superar suas emoções (já que ele pode "culpar" seu método e não precisa pensar demais) e facilita encontrar onde está o valor no mercado (pois suas regras o guiarão).

As pessoas podem ficar emocionais ou eufóricas, mas regras são regras: normalmente os dividend yields ultrapassam o limite de 5% exatamente quando o pânico toma conta e as ações estão baratas. Ou seja, em outras palavras, e de uma maneira que talvez Kahneman aceitaria, frameworks simples e regras práticas para nos guiar podem nos libertar um pouco de nossa humanidade.

Claro, ao longo do tempo, a escola mais radical na indústria de investimentos, que coloca regras acima das decisões humanas, são os *quants*. No extremo mais rigoroso, os humanos que gerenciam essas gestoras não têm nenhuma discricionariedade ao selecionar e gerenciar investimentos. No outro extremo, os *stocks pickers* clássicos, que acreditam que podem superar uns aos outros, não usam métodos definidos e, em alguns casos, nem utilizam softwares ou fórmulas. E, obviamente, existem muitas estratégias intermediárias.

<sup>4</sup>[https://www.amazon.com/s?k=amazon+thinking+fast+and+slow&hvadid=511443271123&hvdev=c&hvlo\\_cphy=1026339&hvnetw=g&hvqmt=e&hvrand=4539035889024480867&hvtargid=kwd-861650096046&hydadcr=7464\\_9611828&tag=googhydr-20&ref=pd\\_sl\\_1tvpv88ot\\_e](https://www.amazon.com/s?k=amazon+thinking+fast+and+slow&hvadid=511443271123&hvdev=c&hvlo_cphy=1026339&hvnetw=g&hvqmt=e&hvrand=4539035889024480867&hvtargid=kwd-861650096046&hydadcr=7464_9611828&tag=googhydr-20&ref=pd_sl_1tvpv88ot_e)

Aqui nesta casa, nos posicionamos no meio desse debate, armados (como tantos outros) com nossos screeners, fórmulas proprietárias e terminais, mas também deixando espaço para o instinto humano e discricionariedade

Nisso, nos inspiramos no xadrez de alto nível: embora seja verdade que, desde 1997, quando o Deep Blue da IBM venceu o então campeão mundial Garry Kasparov no xadrez, as máquinas se tornaram melhores do que os humanos (e jogadores atuais como Magnus Carlsen treinam e melhoram aprendendo com as máquinas), até hoje o melhor jogador do mundo real não é o melhor computador de xadrez, o sucessor do Deep Blue. E, claro, também não é um humano. É um centauro — uma estranha combinação dos dois. Se deixarmos um grande mestre de xadrez usar um supercomputador de xadrez (e isso não constituísse trapaça), esse "jogador" venceria qualquer outro jogador do mundo, seja humano ou máquina.

Acreditamos que esse conceito pode ser transportado para o mundo dos investimentos. Neste momento em que vemos a ascensão da IA, com ferramentas como o ChatGPT e as promessas incríveis dessa tecnologia em diversas áreas, a humanidade está se perguntando onde residirá sua vantagem competitiva.

Acreditamos que nossa vantagem estará não apenas em cuidar uns dos outros, mas também em usar essas ferramentas e recombiná-las de maneiras novas e promissoras. Um centauro, onde seguimos as regras, mas sem abrir mão de nossa "humanidade", pelo menos ainda não.

A jornada de aprendizado e descoberta nos investimentos, acreditamos, não está no fim, mas apenas começando. Certamente, novas ferramentas continuarão a surgir, e os participantes precisarão se adaptar ou perecer. Mas o jogo, suspeitamos, ficará ainda mais interessante.

---

## Recapitulação do Portfólio: Os Contratempos

Normalmente, neste espaço, esta casa dedica uma seção de suas cartas trimestrais para discutir uma tese específica em nosso portfólio: um investimento dentro de nossos fundos e nossas razões e estrutura para investir nele.

Embora continuemos com esse modus operandi, também decidimos que vale a pena, de tempos em tempos, dar uma atualização sobre nossos investimentos anteriores que foram destacados neste espaço, como eles estão se saindo e se ainda vemos razões para manter nossas teses.

Portanto, decidimos usar esta carta trimestral para atualizar nossos investidores sobre três das posições mais cruciais no portfólio do FCL Opportunities: Uber, Pinduoduo (PDD) e Match Group. Todos eles já foram discutidos anteriormente neste espaço.

Por que esses três? Porque não são apenas investimentos importantes, mas também os três estão atualmente sob intensa análise da comunidade financeira. Certamente, não são investimentos consensuais (se os investidores deveriam buscar

investimentos consensuais é algo que deixaremos para outra ocasião, mas nossa aposta é que nossos leitores de longa data já conhecem a resposta).

A verdade é que, em todos os três casos, notícias financeiras interessantes levaram a uma queda no preço das ações, que acreditamos serem temporárias, mas que afetaram nosso desempenho. Portanto, eles podem ser vistos como oportunidades, assim como como interrogações. Em outras palavras, nosso sucesso neste ano e no próximo terá muito a ver se essas três posições seguirão nosso plano ou não. Então, vamos nos aprofundar em uma recapitulação delas:

## Uber

A Uber foi, até este passado mês de maio, a melhor posição em nosso portfólio ao longo do último ano. Gradualmente, nossa tese de que a Uber estava em um ponto de inflexão, que seus dias de queima de caixa haviam acabado e que estava se tornando gradualmente uma utilidade na vida moderna (como as chamadas ações do "mag 7") e que a comunidade de analistas financeiros estava subestimando seu potencial de geração de caixa para o futuro se provou correta.

De fato, a Uber está a caminho de gerar cerca de \$8 bilhões de dólares em fluxo de caixa livre no próximo ano, segundo o agora revisado consenso do mercado.

Então, o que deu errado?

Antes de começarmos a responder, vamos falar sobre outro de nossos investimentos, que também tem vento a seu favor: a BYD da China.

Para resumir, nossa tese na BYD é que a empresa será capaz de tomar a coroa da Tesla como líder em veículos elétricos, porque enquanto os primeiros compradores de veículos elétricos eram entusiastas ecológicos afluentes do Ocidente, no futuro as pessoas se importarão mais com preço e conveniência do que com novidade ideológica ao comprar seus carros.

A Tesla se destaca por ser um culto e por ter em Elon Musk um empresário visionário. Mas para ser número um, uma empresa precisará ter modelos acessíveis que possam ser usados pelas massas, especialmente em mercados emergentes (e o veículo mais barato da Tesla está no mesmo nível de preço que os modelos premium da BYD) e adaptados a diferentes circunstâncias e gostos (enquanto a Tesla tem apenas quatro modelos comerciais diferentes). Isso sem nem começarmos a discutir as empresas chinesas e, em particular, a excelência de engenharia inigualável da BYD e seu fundador também visionário.



Uber	
in million USD	Current/LTM
<b>Revenues</b>	40,059.00
<i>YoY growth</i>	14.44%
<b>Gross profit</b>	12,968.00
<i>Gross margin</i>	32.37%
<b>EBITDA</b>	2,797.00
<i>EBITDA margin</i>	6.98%
<b>Net income</b>	2,011.00
<i>Net income margin</i>	5.02%
Price/Earnings	77.9X
<b>Market cap.</b>	156,708.90
<b>Enterprise value</b>	159,999.90
<b>Free cash flow</b>	4,753.00
<i>Free cash flow yield</i>	11.86%

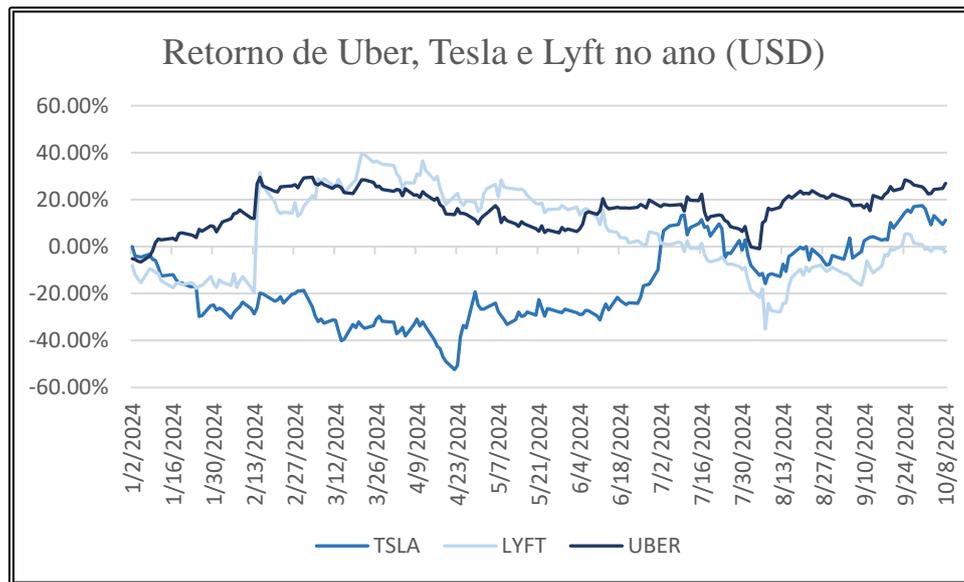
Não é de se admirar que Musk tenha admitido recentemente que, se deixada livre para competir, a indústria de carros elétricos chinesa destruirá sua concorrência europeia e americana<sup>5</sup>.

Mas se há uma coisa em que Elon Musk realmente se destaca, ainda mais do que ser um empresário indiscutivelmente visionário, é ser um vendedor. Assim que percebeu que não pode vencer a BYD, ele mudou de estratégia. Em maio, ele twittou que a Tesla não era realmente uma empresa de carros, afinal (!), mas uma empresa de IA e automação<sup>6</sup>. Ele proclamou que a Tesla resolveria a autonomia e, presumivelmente, destruiria as empresas de mobilidade atuais, como Uber, Lyft e Didi, no processo.

<sup>5</sup> <https://www.cnn.com/2024/01/25/elon-musk-says-chinese-ev-makers-will-demolish-other-companies.html#:~:text=Tech-Elon%20Musk%20says%20Chinese%20EV%20makers%20will%20'pretty%20much%20demolish,most%20competitors%20without%20trade%20barriers&text=Elon%20Musk%20said%20Chinese%20electric,competition%20from%20these%20same%20companies.>

<sup>6</sup> Um setor que, por coincidência, está no meio de uma onda intensa de hype.

A reação foi instantânea, como você pode imaginar.



Dentro da comunidade financeira, justamente quando o debate estava se estabelecendo sobre a lucratividade financeira do Uber e a incrível liderança de Dara Khosrowshahi, os investidores entraram em um estado de ansiedade, temendo que o modelo de negócios do Uber pudesse ser destruído por um futuro sem motoristas humanos.

À primeira vista, essa ideia faz sentido: a força do Uber reside em seus efeitos de rede. Os passageiros o escolhem porque ele tem o maior número de motoristas, e os motoristas o preferem porque tem o maior número de usuários. Romper essa vantagem, semelhante à de outras plataformas online como Meta e Match, é difícil, a menos que algo novo, como os "robotáxis", surja.

Então, quais foram os nossos pensamentos?

Uma das nossas percepções mais fortes foi que, por mais surpreendente que pareça, estar baseado no Brasil muitas vezes é útil ao investir em empresas globais a longo prazo. Pareceu-nos claro que Wall Street carece de certa "esperteza" e tem a crença de que as pessoas ao redor do mundo vivem em condições semelhantes às dos consumidores americanos.

Vamos aos fatos: até agora, a Waymo, a líder americana em direção automatizada, e que, por sinal, usa o Uber para alcançar mais usuários, opera em apenas quatro cidades dos EUA: São Francisco, Austin, Los Angeles e Atlanta. Mesmo nessas cidades, seus serviços estão limitados a determinados perímetros, e está muito longe de substituir o Uber como líder, mesmo nas áreas limitadas em que atua.

Além disso, a própria Waymo admitiu que, até o momento, seus serviços são subsidiados e a empresa não é lucrativa<sup>7</sup>. Isso pode ser sustentável em escala limitada, mas obviamente não será uma solução competitiva para todo o mercado dos EUA, muito menos para o mundo.

E essa é a Waymo. A única coisa que temos da Tesla é o anúncio de que no dia 10 de outubro ela mostrará a última versão de seu produto de direção autônoma, e a empresa nem afirma que será capaz de operar os carros sem motoristas<sup>8</sup>.

A Waymo opera em circunstâncias limitadas por uma boa razão: essas quatro cidades-piloto dos EUA têm clima relativamente quente e não enfrentam neve ou outras condições meteorológicas instáveis.

Mesmo as ruas da cidade de Nova York seriam impossíveis para veículos autônomos lidarem com a tecnologia atual: a neve torna as condições imprevisíveis demais para a inteligência artificial existente, e a tecnologia ainda não encontrou uma solução para operar lá. E isso é Nova York, a cidade mais importante do planeta no país tecnologicamente mais avançado do mundo. Boa sorte para a IA conduzir passageiros com segurança na Índia, no Brasil, na Indonésia e em tantos outros lugares, onde as placas e direções de trânsito mudam diariamente sem aviso formal, onde há comportamentos imprevisíveis de motoristas e pedestres e péssimas condições de estrada, desde buracos até chuvas torrenciais e furtos. Nem o Google Maps ou o Waze funcionam bem em alguns desses lugares, boa sorte para os veículos autônomos.

Nosso palpite é que levará mais uns 20 anos até que os veículos autônomos tenham uma participação de mercado significativa fora dos EUA, Europa ou China. E isso sem contar que, mesmo então, as forças do Uber podem muito bem torná-lo o agregador óbvio: em momentos de alta demanda, as pessoas precisam de um coordenador para saber onde está o veículo mais próximo e de um formador de mercado que defina os preços. Isso é simplesmente mais eficiente do que um mercado fragmentado. Além disso, o negócio está repleto de complexidades - por semana, dois milhões de itens são perdidos em “Ubers” no planeta. Há manutenção, reabastecimento, seguros. Simplesmente não vemos o Uber sendo substituído, ao contrário do que Wall Street pensa. O tempo dirá quem está certo, e nossos investidores devem saber que ainda mantemos essa posição importante.

## **PDD**

Esta casa dedicou um espaço especial para discutir a PDD e seu intrigante presidente e empresa nesta publicação e na anterior, como nossos leitores já sabem. Não entraremos em muitos detalhes, já que a maior parte de nossa tese pode ser lida nas cartas do 1ºT2023, 4ºT2023, 1ºT2024 e 2ºT2024.

<sup>7</sup> A Waymo é uma subsidiária da Alphabet, então certamente conta com uma base financeira sólida por trás dela.

<sup>8</sup> Nem entraremos em muitos detalhes sobre a alegação de Musk de que os compradores da Tesla também usariam seus carros para ganhar dinheiro quando não estivessem utilizando-os, porque já há tantas falhas expostas nesse pensamento que nem levamos isso a sério mais.

Mas a notícia interessante sobre a PDD ocorreu no último dia 27 de agosto, quando a PDD divulgou seus resultados financeiros do segundo trimestre de 2024. Conforme esperado, os resultados foram impressionantes, com o lucro líquido e as vendas mais do que dobrando em relação ao ano anterior.

A parte intrigante foi o tom da gestão em seu relatório financeiro: "os investidores devem estar cientes de que a atual trajetória de crescimento e lucratividade da empresa não deve ser tomada como base para o futuro"<sup>9</sup>.

Isso é intrigante porque, embora seja comum que empresas e suas administrações falem sobre dificuldades específicas, como alertar sobre uma queda nas margens ou no crescimento das vendas no próximo trimestre ou até no próximo ano, adotar um tom sombrio sem discutir abertamente as razões soa assustador e confuso.

Mas havia mais: ao notar o incrível saldo de caixa da empresa, muito acima das necessidades de investimento realistas da companhia, um analista levantou a possibilidade de dividendos ou recompra de ações. A administração disse categoricamente na chamada com analistas, na qual também participamos, que a PDD não tinha intenção de fazer nada disso nos próximos anos, já que ainda era uma empresa em crescimento<sup>10</sup>.

Novamente, embora seja comum que a administração justifique o fato de que não haverá retornos para os acionistas e os acionistas aceitem isso de bom grado, é muito incomum que uma equipe de gestão declare que "não haverá retornos de capital nos próximos anos" e, mesmo em empresas onde isso certamente será o caso, há pouca necessidade de afirmar isso de forma abrupta. Sempre é melhor deixar as opções em aberto.

O que realmente nos pareceu foi que a administração estava simplesmente, acredite ou não, desesperadamente tentando fazer o preço das ações da empresa cair, uma tarefa na qual teve sucesso.

Mas por quê?

Para os observadores experientes da China, existem algumas possíveis respostas.

A PDD teve um sucesso incrível nos últimos dois anos, tornando-se o novo campeão do e-commerce chinês. É uma das empresas grandes de mais rápido crescimento no mundo. Seu aplicativo Temu conquistou os EUA e a Europa.

A China de hoje é um lugar menos otimista e aberto do que era há alguns anos. O empresário mais famoso do país, Jack Ma, ficou desaparecido por um tempo em 2022 e, em seguida, desapareceu da vista pública depois que sua empresa passou por um doloroso "processo de reparação". Uma das razões provavelmente foi que Jack Ma estava brilhando demais. Talvez até ofuscando o Partido Comunista.

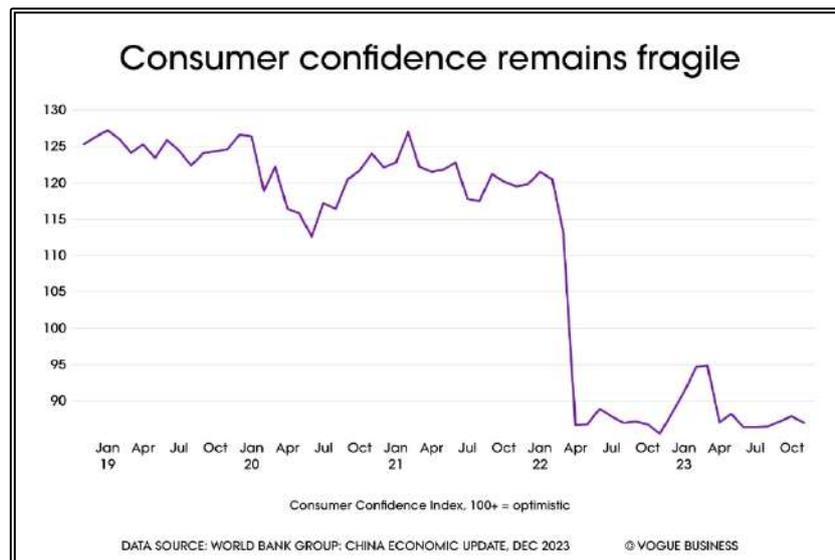
<sup>9</sup> [PDD 2Q2024 Financial Results](#).

<sup>10</sup> [PDD Earnings Conference Call](#).

Colin Huang se tornou brevemente, após a meteórica ascensão da PDD este ano, o homem mais rico da China, assim como Jack Ma foi em 2021, quando a repressão ao Alibaba começou e o Partido Comunista lançou sua campanha de "prosperidade comum" para, entre outros objetivos, combater a "renda excessiva", seja lá o que isso signifique. Não parece loucura que Colin Huang quisesse fazer o preço das ações da PDD cair e "ceder" o título de homem mais rico da China nesse contexto.

No seu cerne, o problema atual da China é a falta de confiança de seus consumidores e investidores. Desde os drásticos lockdowns de Xangai em 2022 e a campanha de prosperidade comum, a confiança anterior no sistema de governança chinês e na competência de seu governo foi destruída. O país claramente adotou uma postura mais ideológica. Alguns "excessos" de extravagância e consumo conspícuo foram perseguidos.

A famosa frase de Deng Xiaoping, afirmando que "não importa a cor do gato, o que importa é se ele pega os ratos", foi usada para justificar a abertura econômica do país na década de 1980. O resultado foi o processo mais extraordinário de desenvolvimento humano e econômico nas quatro décadas seguintes que o mundo já viu. De repente, no entanto, os consumidores chineses começaram a se preocupar se seu governo é realmente competente, se suas residências continuarão a valorizar e se seus filhos terão uma vida melhor do que a deles. Enquanto isso, os investidores começaram a se preocupar se a cor do gato passou a importar.





Além disso, o sucesso da PDD também estava atraindo escrutínio em outros lugares: o Ocidente está atualmente revisando suas regras de "de minimis", que permitem que pacotes de pequeno valor entrem nos EUA ou na Europa e que foram utilizados pela empresa para enviar seus itens de pequeno valor. Alguns fornecedores também se queixaram da influência da empresa e de suas condições onerosas, o que, sem dúvida, poderia ser material para o Partido Comunista Chinês usar em uma possível campanha contra a PDD ou seu fundador.

Ainda não acreditamos que nada fundamental tenha mudado: a PDD é uma das empresas mais ambiciosas e fantásticas do planeta, liderada por um fundador visionário. A concorrência realmente aumentará na indústria, em parte porque os concorrentes, incluindo a Amazon, estão seguindo o exemplo da PDD<sup>11</sup>, e seu enorme caixa líquido provavelmente terá usos interessantes antes que a empresa decida retornar parte dele aos seus proprietários. Permanecemos investidos e aguardamos ansiosamente as próximas conferências de resultados e reuniões com a administração para esclarecer as declarações feitas em 27 de agosto.

Enquanto isso, o governo da China começou a perceber seus próprios excessos e, na veia pragmática que costuma adotar, na data em que estávamos produzindo este relatório (final de setembro de 2024), criou um pacote com várias medidas de estímulo<sup>12</sup>, como a redução do custo dos empréstimos hipotecários para ajudar seu setor imobiliário. Uma das ações mais interessantes, em nossa opinião, foi a criação de um fundo estatal para promover recompras de ações. O dogma marxista acredita em investir e produzir, não em retornar capital aos consumidores e investidores. Mas até mesmo o governo chinês começou a se sentir incomodado com os preços e múltiplos muito deprimidos do mercado de ações da China. E o pacote foi um sinal verde do governo de que retornos aos acionistas nesse ambiente na forma de recompra e dividendos não só são tolerados, mas incentivados.

<sup>11</sup> <https://sherwood.news/business/amazon-temu-clone-discount-section-impacts/>.

<sup>12</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-24/china-frees-banks-to-lend-more-cuts-key-interest-rate>.

## Match

Por fim, a Match é, como diria Tolstói, uma ação que também tem sofrido à sua maneira e por suas razões específicas, apesar de seus fundamentos permanecerem intactos: é a líder clara (e graças ao Hinge, que é o aplicativo de namoro de crescimento mais rápido da Match), com sua participação de mercado até aumentando nos EUA e na Europa, em uma indústria em rápido crescimento e promissora. Ela gerará mais de um bilhão de dólares em fluxo de caixa livre este ano.

Match	
in million USD	Current/LTM
<b>Revenues</b>	3,471.50
<i>YoY growth</i>	8.07%
<b>Gross profit</b>	2,508.50
<i>Gross margin</i>	72.26%
<b>EBITDA</b>	1,017.00
<i>EBITDA margin</i>	29.30%
<b>Net income</b>	649.90
<i>Net income margin</i>	18.72%
Price/Earnings	14.9X
<b>Market cap.</b>	9,678.80
<b>Enterprise value</b>	12,777.90
<b>Free cash flow</b>	920.10
<i>Free cash flow yield</i>	26.50%

O problema aqui afeta muitas das empresas que viram suas vendas dispararem durante a pandemia: uma certa ressaca<sup>13</sup>. Em outras palavras, os investidores podem estar compensando demais devido à sua euforia em relação a essas empresas durante a pandemia.

No que diz respeito à Match, especificamente, a imprensa ocidental está inundada de artigos e relatórios que afirmam que os jovens estão, de repente, desistindo de aplicativos de namoro e tentando encontrar o amor de maneiras convencionais.

Na verdade, não há muitos dados para apoiar essa opinião anedótica que se tornou mainstream. O número de usuários do Tinder, de acordo com todas as medições independentes, tanto da empresa quanto de provedores independentes, estabilizou, mas não diminuiu significativamente. E mesmo a pequena diminuição que sofreu pode ser explicada pelo fato de que os preços para os usuários acessarem seus recursos premium aumentaram<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Curiosamente, esse problema também afeta outra das nossas empresas investidas: a Hellofresh, que também continua moldando uma indústria promissora. Infelizmente, devido às limitações de espaço, não conseguimos discutir esse investimento nesta carta.

<sup>14</sup> [Match 2Q2024 Release report](#).

A Match também teve um papel importante em muitas das cartas de investimentos anteriores desta casa, começando com nossa tese principal em maio de 2016<sup>15</sup>.

No geral, seu segredo para o sucesso permanece um mistério para muitos. O Tinder nunca foi a maneira mais eficiente de encontrar amor online: permite pouca personalização e velocidade. Em vez disso, embora a empresa nunca admita, a verdadeira razão para seu sucesso é a gamificação: os usuários realmente estão jogando um jogo quando deslizam para a direita ou para a esquerda em tantos perfis de potenciais parceiros da maneira que se tornou mainstream. Não é eficiente; ajuda a passar o tempo. Em outras palavras, sua própria ineficiência fez do Tinder a sensação global que ainda é.

Fomos investidores na Match desde antes de seu IPO, em 2015. Depois de ver nosso investimento crescer mais de sete vezes em um dos investimentos mais importantes e lucrativos desta casa, saímos da posição em 2021.

Após apenas dois anos, graças à “ressaca” mencionada anteriormente, nosso fundo voltou a investir na empresa, um investimento que agora, um pouco mais de um ano depois, é novamente um dos mais importantes do nosso fundo FCL Opportunities.

Na avaliação atual, a Match vale cerca de 10 bilhões de dólares e deve gerar 1 bilhão de dólares em fluxo de caixa livre este ano e cerca de 600 milhões de dólares em lucro líquido, enquanto ainda cresce suas vendas e alcança um ponto de inflexão no número de usuários.

Apenas três anos atrás, por volta da época em que saímos da posição, a Match valia cerca de 40 bilhões de dólares, mas era menos lucrativa do que é agora, o que diz algo sobre o “maníaco depressivo” chamado Sr. Mercado, na eterna história contada por Benjamin Graham.

Existem, é claro, preocupações válidas sobre a Match. Durante a pandemia, a tão cobiçada demografia feminina jovem, que tem sido evasiva para os aplicativos de namoro desde os primeiros dias da indústria, finalmente entrou em massa como novas usuárias. Elas permanecerão? Além disso, muitos observadores acreditam que a indústria está pronta para uma reformulação. Será o modelo atual sustentável?

O ponto principal desta casa é que a Match já reinventou sua própria indústria várias vezes, desde a era do desktop até a era móvel com o Tinder e agora, com a IA, terá a chance de redefinir as expectativas mais uma vez. Poucas empresas conseguiram permanecer na liderança através de tantas mudanças tecnológicas, mas acreditamos que a Match, com sua base de propriedade intelectual, sua equipe de gestão e histórico, está mais bem posicionada que todas as outras para continuar liderando o setor.

<sup>15</sup> [Carta FCL Capital Maio 2016.](#)

## Performance

FCL Opportunities	
Returns	
Year To Date (BRL)	9.98%
Year To Date (USD)	-2.08%
12 Months (BRL)	10.29%
12 Months (USD)	4.19%
Since Inception (BRL)	118.14%
Since Inception (USD)	23.84%
Annualized Rate of return (BRL)	10.12%
Annualized Rate of return (USD)	2.38%

FCL Opportunities	
Geographic Distribution	% AUM
China	37.91%
EUA	24.53%
Europa	15.38%
India	9.06%
Brazil	5.84%
World	5.33%
Turkey	0.16%

FCL Opportunities	
Top 5 Concentration	% AUM
Anta Sports	14.06%
Pinduoduo	13.51%
Uber	13.40%
BYD	10.16%
Match	9.27%

FCL Opportunities	
Sector Distribution	% AUM
Consumer Discretionary	36.94%
Technology	13.40%
Communication Services	11.13%
Financials	11.05%
Industrials	10.16%
ETFS:	5.50%
Staple	4.56%
Healthcare	3.85%
Commercial Services	0.93%
Consumer Durables	0.70%

FCL Opportunities	
Exchange Exposure	% AUM
RMB	36.94%
USD	25.34%
EUR	15.38%
INR	9.06%
BRL	6.82%
Others	5.49%

FCL Opportunities	
Portfolio Concentration	% AUM
Top 5	60.41%
Top 10	91.01%
Top 15	98.21%

As cotas do FCL Opportunities subiram 9,98% no ano de 2024 até agora. Nos últimos 12 meses até 30 de setembro de 2024, o desempenho do fundo foi de 12,26%. Em dólares norte americanos, os mesmos resultados foram de -1,94% e +3,33%, respectivamente.

Certamente, a semana mais improvável e importante do trimestre foi a última.

Nesta seção de desempenho, iremos delinear a série de eventos que ocorreram naquela semana e, em nossa próxima carta trimestral, dedicaremos nossa seção inicial ao tema de retornos não normalmente distribuídos, ou, como esta casa prefere chamá-los, retornos irregulares. Foi, sem dúvida, uma semana movimentada sobre a qual achamos que deveríamos fazer uma análise mais aprofundada:

### 24 de setembro:

A decepção com o desempenho econômico da China estava se tornando recorrente, e começava a se tornar um consenso que o país não alcançaria a meta de crescimento econômico anual de 5% neste ano. Nos últimos anos, por várias razões, que variam de limites de tolerância ao risco a ideológicos, vários investidores importantes declararam que a China, como país, e os mercados chineses estavam "ininvestíveis".

O governador do Banco Central da China, Pang Gongsheng, convidou jornalistas para uma conferência sobre novas políticas econômicas. Isso foi incomum, pois observadores experientes da China sabem que setembro não é geralmente um mês de novas medidas econômicas, que normalmente são reservadas para a primeira metade do ano, frequentemente durante o mês de março.

A escala e profundidade das medidas chocaram o mercado e o tiraram de sua desilusão: o Banco Central anunciou que os requisitos de reserva seriam reduzidos em 0,5%, injetando 1 trilhão de yuans no sistema financeiro. Além disso, revelou a redução das taxas de juros sobre hipotecas existentes, beneficiando 50 milhões de famílias. Como é bem sabido, o setor imobiliário - especialmente os preços das habitações - é crucial para a riqueza e o bem-estar econômico dos consumidores chineses, representando a maior parte da riqueza do país.

Naquele momento, as palavras de Gongsheng eram apenas promessas, mas foram suficientes para agitar os mercados e fazer os índices chineses dispararem. Nossa empresa obteve a informação instantaneamente, sintonizando ao vivo a coletiva de imprensa. Vimos isso como um sinal positivo, mas não nos deixamos levar.

## **25 de setembro:**

Apenas um dia após o anúncio do que agora é chamado de "blitz de estímulo", o mercado estava se movendo de forma lateral, aguardando a confirmação das medidas do Banco Central. Rumores começaram a circular nas principais mídias, dando mais peso às promessas de Gongsheng, e os mercados reagiram novamente, subindo. No entanto, ainda não havia certezas.

A expectativa se acumulava, e investidores estavam cautelosos, já que a implementação real dessas políticas poderia demorar ou até enfrentar obstáculos imprevistos. O sentimento no mercado estava misturado, com uma mistura de otimismo cauteloso e desconfiança em relação à capacidade do governo de revitalizar a economia de maneira eficaz.

## **26 de setembro:**

As novas medidas de relaxamento imobiliário, desta vez em Xangai e outras cidades, permitiram que muitos proprietários de imóveis de segunda casa e outros investidores não fossem mais proibidos de possuir múltiplas residências. Essa medida sozinha fez com que os preços das ações de mineradoras globais disparassem, já que a China consome a maior parte do minério de ferro transnacional do mundo.

Então, o que consideramos a medida mais inesperada de todas: o anúncio de um "mecanismo de estabilidade", que é, na essência, uma espécie de fundo de investimento que concederia crédito às empresas para recomprarem suas próprias ações a valorizações deprimidas nos dias atuais.

É importante lembrar que, desde o início da desaceleração econômica da China após a Covid, muitos economistas apontaram<sup>16</sup> que o baixo consumo, que é em parte resultado de baixas expectativas dos consumidores, é o principal culpado pela atual situação econômica. Contudo, favorecer o consumo em vez da produção vai contra a ideologia marxista que sempre priorizou produção de bens em detrimento da riqueza econômica em si.

Os retornos para acionistas são uma forma ainda mais extrema do capitalismo anglo-saxão que favorece os consumidores em vez dos produtores, algo que a maioria dos observadores da China jamais ousaria sonhar.

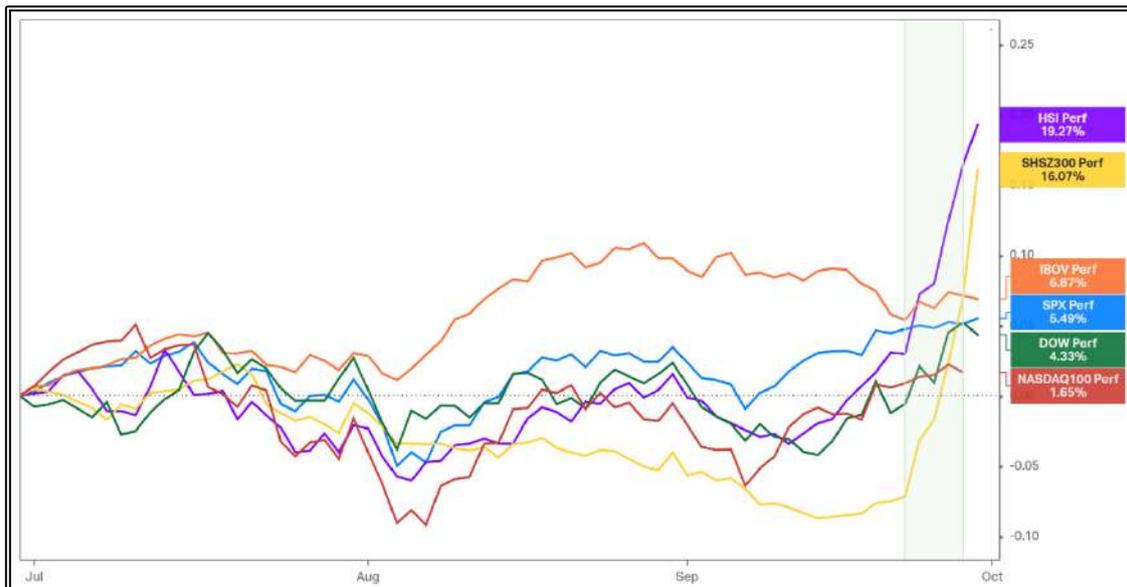
Bem, o fundo de recompra estatal é tão interessante porque mostra que, mesmo para o Partido Comunista Chinês, os preços e múltiplos extremamente baixos das ações estavam prejudicando o sentimento e a moral, tornando-se um problema. Com isso, as ações deveriam subir!

## **27 de setembro: O grande dia.**

O Banco Central cumpriu sua promessa, cortando a exigência de reserva em 0,5%, com o objetivo de injetar 1 trilhão de yuan para estabilizar o sistema bancário. Como prometido, a taxa de juros de referência caiu 0,2%, para 1,5%, para facilitar os custos de hipoteca. Além disso, o governo comunista da China anunciou que 1 trilhão de yuan seria arrecadado por meio de títulos especiais, usados para aumentar os subsídios de um programa de substituição de bens de consumo e fornecer uma ajuda mensal de cerca de 800 yuan por criança para todas as famílias com dois ou mais filhos, excluindo o primogênito.

Essas medidas visam não apenas impulsionar a confiança do consumidor, mas também incentivar um aumento no consumo e reverter a desaceleração econômica que o país enfrenta. A combinação de incentivos financeiros e apoio às famílias é uma estratégia significativa para tentar reanimar a economia e restaurar a fé na estabilidade do mercado.

<sup>16</sup> <https://carnegieendowment.org/posts/2024/07/why-is-it-so-hard-for-china-to-boost-domestic-demand?lang=en>.



A meio mundo de distância, o impacto da "blitz de estímulo" da China era palpável, reverberando através de vários setores globais. A alta nos preços das ações chinesas beneficiou uma ampla gama de empresas, desde mineradoras brasileiras até marcas de luxo europeias, destacando a interconexão da economia global com a China.

Uma posição antiga e relevante da casa, Moncler, um tema recorrente em nossas cartas anteriores, já estava experimentando um impulso positivo quando anunciou um acordo com o conglomerado francês de luxo LVMH<sup>17</sup>. Essa parceria não apenas envolveu a LVMH se tornar um acionista minoritário, mas também a posicionou como um potencial candidata para adquirir a Moncler, caso o CEO Remo Ruffini opte por um dia vender seu controle na empresa.

No geral, foi uma semana movimentada que impulsionou nosso fundo FCL Opportunities para o grupo dos fundos de ações de melhor desempenho no mercado brasileiro este ano. Como sempre, lembramos nossos investidores de que nossa métrica interna de sucesso se concentra no desempenho a longo prazo, idealmente medido em retornos anuais compostos em dólares americanos ao longo do tempo.

<sup>17</sup> <https://www.lvmh.com/publications/remo-ruffini-partners-with-lvmh>.



Como sempre, não poderíamos encerrar esta carta sem agradecer aos nossos investidores pela confiança de longo prazo em nós e pela visão e entusiasmo compartilhados. Hoje e sempre, muito obrigado,

Equipe FCL.