

Mutate in Melius

Em 1939, numa modesta garagem de Palo Alto, William Hewlett e David Packard, companheiros da universidade de Stanford, faziam diversos experimentos com dispositivos eletrônicos. Ali surgiria a Hewlett-Packard Co. Cinquenta anos depois, a entrada da mesma garagem foi celebrada recebendo uma placa onde se lê: “Maternidade do Vale do Silício”. Desde então, seguiu-se uma tradição. Microsoft, Amazon, Apple, Google, ícones do sucesso corporativo contemporâneo, cujas trajetórias guardam vários aspectos em comum, dentre os quais um desponta mais prosaico: o fato de também terem surgido em garagens.

São histórias conhecidas de jovens cheios de propósitos e desprovidos de recursos, reunidos em espaços improvisados, geralmente abrigados por algum familiar indulgente. Refúgios da introspecção, incubadoras de talentos criativos, estes estabelecimentos precários tornaram-se símbolos da mobilidade social e da transformação cultural do mundo tecnológico. Transpondo a materialidade do endereço físico, viraram um jeito de ser. “Mentalidade de garagem” constitui atributo essencial neste novo ambiente do empreendedorismo digital.

A empresa que vamos tratar nestas próximas duas Cartas também iniciou suas atividades em uma garagem. Não no Vale do Silício. Mais próximo, na vizinha Buenos Aires, no bairro de Saavedra. E tal qual o Aleph de Jorge Luis Borges, ali também descortinou-se um portal enigmático de onde se vislumbraram profícuas engrenagens: não da realidade cabal do universo, mas da dinâmica do comércio da América Latina¹.

1 O Aleph é uma das obras mais importantes do escritor argentino, gênio do realismo fantástico. No conto que leva o nome do livro, pelos idos de 1941, Borges encontra no porão de um casarão na rua Garay uma pequena esfera, denominada o Aleph, que lhe permite enxergar simultaneamente todos os acontecimentos do universo. O tempo se torna horizontal. Para muitos o Aleph é uma réplica miniaturizada de toda experiência visionária. A descrição do que o autor viu naquele instante é de uma rara estética. Aproveitando a licença literária, curiosamente o porão do Aleph deveria distar menos de 30 kms da garagem dos Galperin.

Era o ano de 1999 e o jovem Marcos Galperin recém retornado de Stanford (ela novamente) reunia um grupo próximo de companheiros de MBA para tirar do papel seu projeto de curso: criar o Mercado Libre, uma companhia de comércio eletrônico voltada para a América Latina. A ideia ousada encontrava lastro na trajetória recente do eBay, que acabava de chegar à Nasdaq no ano anterior, despontando como uma história de notável sucesso naquele ambiente efervescente das startups de internet. Desde então, nestes quase vinte anos, o Mercado Libre (daqui em diante, “Mercado Livre”, “Companhia” ou “Meli”) deixou de ser uma ideia numa garagem para se materializar no 7º maior site de comércio eletrônico do planeta, líder nas principais nações da América Latina (Brasil, México, Argentina, Chile e Colômbia), onde está presente em 19 países. Em 2017, foram 33,7 milhões de compradores únicos que se conectaram com 10,1 milhões de vendedores únicos para realizar 270,1 milhões de transações, gerando um valor bruto transacionado de U\$ 11,7 bilhões² com crescimento de quase 50% sobre o ano anterior. Maior companhia argentina avaliada em US\$15 bilhões, a Meli desafiou por muitos anos um refrão entre as empresas de e-commerce na América Latina, ao provar ser compatível a realidade de crescimento elevado com sólida estrutura de capital e rentabilidade.

Os números por si só são eloquentes. Refletem as virtudes do modelo de negócios sobre o qual falamos nas últimas Cartas: configurações empresariais dispostas em plataformas, com núcleos centrais e periferias articuladas, predomínio dos efeitos de rede, retornos crescentes, crescimento exponencial, resultados rico-fica-mais-rico e vencedor-leva-tudo. No caso do Meli, ao lado destes atributos vemos outros, presentes nas boas companhias longevas, já provadas pelo tempo: decisões orientadas para o longo prazo e tomadas com base em análises profundas, em “intuições bem fundamentadas”, extremo cuidado, disciplina e perseverança na execução, empresário visionário com raro talento de liderança, equipe coesa, experiente, resiliente, que sabe trabalhar de forma colegiada, com capacidade

2 Daqui em diante, GMV (gross merchandise volume).

de se adaptar e de tomar riscos quando necessário, além de uma cultura corporativa que estimula a inovação e ao mesmo tempo a simplicidade.

A história do sucesso do Meli explica-se pela incombinação destes dois conjuntos de ingredientes. De forma sintética: uma ideia vencedora, que encontrou circunstâncias de tempo e lugar adequadas para se materializar; um empresário e sua equipe com capacidade de abrir caminho pelo desconhecido, transformando um projeto improvável em realidade sólida. De fato, voltando no tempo, nada óbvio acreditar que os consumidores latino americanos, sabidamente mais conservadores, se prestariam ao comércio *online* abdicando de consumir a partir da tradicional experiência do contato físico. Isto sem falar na precariedade da infraestrutura digital – na época, o acesso à internet era privilégio de apenas 2% da população da região – além das especificidades geográficas e complicações logísticas, onde grande parte do poder aquisitivo concentra-se em espaços urbanos caóticos.

Outro elemento menos óbvio também se fez presente na receita exitosa: alguma pitada de sorte. Após o investimento-anjo em junho de 1999, a primeira rodada de captação entre investidores (US\$ 7,6 milhões) deu-se cinco meses depois e a segunda (US\$ 46,5 milhões) ocorreu logo a seguir em maio de 2000, pouco antes de o mercado fechar com o estouro da bolha de internet. A Companhia não apenas conseguiu atravessar o período de estiagem capitalizada como aprendeu cedo a lição de que os recursos podem se tornar escassos. Razão pela qual, os projetos internos devem observar uma cautelosa hierarquia a fim de serem meticulosamente despendidos ao longo do tempo.

A fase mais crítica da luta pela sobrevivência em ambientes de competição darwiniana costuma ocorrer nos começos da vida. Aqui não foi diferente. O fascínio da internet seduzia os melhores talentos para a jornada do empreendedorismo e as principais escolas de negócios americanas na época atraíam projetos promissores e investidores entusiasmados. Concorrentes sérios surgiram naquela altura, entre as quais o Lokau no Brasil e o DeRemate.com na Argentina. Este último reunindo um grupo de Harvard, Yale e Kellogg, que sabia perfeitamente que o futuro não reservaria espaço suficiente para acomodar dois projetos ambiciosos na região. A DeRemate conseguiu um cheque relevante de US\$ 45 milhões da gigante espanhola Telefonica, através de seu site Terra, e com uma estratégia de comunicação mais agressiva ganhava mercado rapidamente. Às portas de um IPO bilionário, o mercado fechou. Os executivos/fundadores da DeRemate não conseguiram reformatar a companhia nem adaptar suas expectativas para a nova realidade de liquidez exígua do ambiente de investimentos em companhias de

tecnologia. Por outro lado, como o Mercado Livre nasceu com um temperamento frugal, um gosto pela execução e um DNA de longevidade, com a bússola das decisões codificada para o longo prazo, a Companhia soube se ajustar e avançar neste período de restrições financeiras. A limitação de *fundraising* que verificou-se logo após estas duas captações privadas, ainda no início do percurso, obrigou o Meli a construir competências internas para desenvolver o negócio que não através do caminho mais fácil do desembolso de capital disponível em abundância. Além do que, a Companhia aproveitou habilmente a circunstância de maior dificuldade e indefinição dos concorrentes para consolidar o mercado. Tivesse a DeRemate chegado primeiro ao IPO naquela altura, a ladeira do Meli certamente se tornaria mais inclinada e sua trajetória talvez tivesse sido diferente. Seria a simples trama do fator sorte em campo novamente? Ou mais um exemplo da máxima do explorador Amundsen de que o que chamamos comumente de sorte, nada mais é do que preparo³.

Dois mil e um foi ano importante para o Mercado Livre. O eBay se destacava como o principal site de comércio eletrônico do mundo e passou a procurar um parceiro para suas ambições de expansão na América Latina. A disputa entre os participantes locais foi acirrada e o Mercado Livre saiu-se vencedor, mostrando qualidades mais aderentes às pretensões do eBay: a equipe mais capaz, o melhor posicionamento e a estratégia mais consistente para capturar o enorme potencial de crescimento futuro que a região viria oferecer. O eBay tornou-se o maior acionista da Companhia com uma participação de 19,5%. Deu-se início a uma importante parceria estratégica e o Meli incorporou o site iBazar, subsidiária integral do eBay no Brasil. Além da chancela de conseguir colocar a bordo o parceiro estratégico dos sonhos e de obter acesso à vanguarda do conhecimento e à maior disponibilidade de capital, o negócio trouxe densidade empresarial ao Meli posicionando-o num patamar superior à concorrência. Isso não era pouco, dado que estamos num segmento com características típicas de vencedor-leva-tudo.

A parceria veio num momento importante quando se enfrentavam aqueles inúmeros desafios que mencionamos na Carta anterior, inerentes ao desenvolvimento de modelos de negócios baseados em arquitetura de plataforma: ganhar escala, atingir massa crítica e estabelecer efeitos

3 As operações da DeRemate acabaram sendo adquiridas pelo Meli. Chile e Argentina em 2005 e as demais em 2008. Estas, por ironia ou não, com os recursos obtidos com o IPO no ano anterior. Para os interessados neste fascinante dilema sorte x competência, recomendamos a (re)leitura das Cartas Dynamo 75 e 76, onde percorremos as vicissitudes dos caminhos dos Afortunados (75) e dos Competentes (76).

de rede, resolver o problema de coordenação construindo uma proposição de valor equilibrada para os dois lados (compradores e vendedores), conseguir monetizar receitas sem destruir o valor percebido pelos usuários e melhorar de forma contínua a experiência do participante da plataforma. Alguns obstáculos específicos também foram pautados. Por exemplo, resolver um problema de credibilidade/reputação. O posicionamento do Meli desde o início foi o de viabilizar um fórum aberto onde quaisquer compradores e vendedores pudessem se encontrar e estabelecer diretamente as bases de suas respectivas negociações. Isto trazia profundidade de sortimento e velocidade de crescimento numa fase em que a prioridade era que o site adquirisse relevância, a fim de cedo vencer o sarrafo crítico para além do qual atinge-se a virtuosa região dos retornos crescentes. Naturalmente, como em qualquer plataforma aberta, participantes não desejados poderiam se infiltrar.

A atividade de comércio se baseia essencialmente na confiança. No passado, das feiras de rua às grandes cidades-entrepósitos, os mercados prosperavam em função do instituto da reputação construída a partir da comunicação boca a boca. Da mesma forma, desenvolver mecanismos que estabeleçam confiança e atraiam a participação de compradores e vendedores frequentes torna-se fundamental para o sucesso do comércio eletrônico. Ocorre, no entanto, uma diferença importante. Nas redes tradicionais do passado, a qualidade da comunicação tendia a piorar à medida em que o mercado se expandia. A vantagem das redes de internet é que elas possuem capacidade ilimitada de armazenamento de informação e rastreamento de condutas a baixíssimo custo, aumentando a efetividade do controle social com a escala do *marketplace*. De fato, o surgimento de diversos mecanismos de *feedback* no comércio *online* – comentários sobre o perfil dos participantes, avaliações das transações, opiniões sobre a experiência de compra e venda, etc. – estabeleceu uma base de informações críveis a partir da qual os participantes foram superando suas desconfianças iniciais. Resultado coerente com *insights* da teoria dos jogos, são os vendedores frequentes (jogadores de longo prazo) que mais se beneficiam com o comportamento cooperativo e com o estabelecimento de condutas baseadas em boa reputação, pois conseguem aumentar seus *payoffs* nos jogos repetidos ao longo do tempo.

Daí que com apenas seis meses de existência o eBay lançou o *Feedback Forum*, um mecanismo de avaliações que permitia aos compradores e vendedores classificarem suas transações como positivas, negativas e neutras, além de estimular um breve comentário sobre suas experiências. O dispositivo foi recebendo sucessivos aperfeiçoamentos para incentivar e melhorar a qualidade da informação revelada, evitando os vieses na atribuição das notas. Hoje, não há dúvidas de que o sucesso dos *marketplaces* se deveu ao

instituto dos *feedbacks*. E o Meli incorporou a lição cedo, fomentando o *rating* logo no início do site.

Frente à ameaça potencial dos participantes não qualificados, a Companhia logo reagiu instituindo mecanismos meritocráticos de avaliações e classificações que premiavam comportamentos adequados e puniam os indesejados. Foi criado o *MercadoLíder* - onde os vendedores passaram a ser classificados de acordo com o nível de serviço prestado, medido através de um “termômetro de reputação”, composto por diversos critérios como quantidade de vendas, qualificações positivas, limites de reclamações e devoluções, entre outros.

Estabelecido o *marketplace*, a rede de encontros entre os usuários da plataforma, seria preciso vencer outros entraves que derivam da natureza não presencial da transação. São as chamadas “fricções”, elementos que dificultam a atratividade do comércio *online* em geral e na região em particular. Dividem-se basicamente em dois principais grupos: pagamento e logística. O primeiro diz respeito à aceitação e liquidação financeira das transações de forma simples e segura. O segundo concerne à entrega intacta da mercadoria nos menores custos e prazos possíveis. Parte relevante do esforço da administração do Meli ao longo do tempo se concentrou em oferecer soluções que contornassem tais empecilhos. Com isso, a Companhia não apenas promovia uma melhor experiência para os usuários, mas também passava a controlar internamente variáveis importantes do negócio da plataforma.

O primeiro obstáculo a ser atacado foi a questão do pagamento. No início dos *marketplaces*, compradores e vendedores estabeleciam contato direto para combinarem entre si a forma de pagamento/recebimento da mercadoria. O índice de reclamações era muito elevado: compradores faziam pagamentos sem receber o produto adequado, vendedores entregavam o produto sem receber o valor combinado. No final de 2003, o Meli lançou o *Mercado Pago*, uma solução de pagamentos que facilitou enormemente a vida dos usuários. O comprador passou a depositar o valor da transação em uma conta-garantia da Companhia que só libera o recurso para o vendedor após a confirmação de recebimento do produto pelo comprador. A solução liberta os vendedores da obrigação de dialogar com as diversas instâncias do sistema de pagamentos (bandeiras, emissores, adquirentes), além de permitir que recebam os recursos das vendas em prazos antecipados. Já os compradores também não precisam atravessar os enfadonhos processos de preenchimento de cadastro, nem se preocupar em verificar exaustivamente especificações e procedências das mercadorias, pois a plataforma executa o controle de risco. Ao facilitar a experiência da transação, as taxas de

conversão aumentam significativamente melhorando de forma sensível o *economics* do negócio⁴.

De fato, com uma solução de pagamentos eficiente e segura, o volume transacionado na plataforma apresentou expressivo crescimento. O *Mercado Pago* já constava do projeto de Galperin em Stanford. De maneira prudente e estrategicamente precisa, a Companhia soube esperar o momento certo para endereçar a questão: só lançou a solução de pagamentos após estabelecida a relevância em seu *marketplace*. O *Pago* foi liderado desde o início pelo competente Osvaldo Giménez, sócio-executivo da primeira hora, e transformou-se em um pilar firme a partir do qual se edificaram outras importantes vertentes de expansão do Meli, como veremos mais à frente.

Ano a ano, a realidade da Companhia parecia validar seu plano de negócios. Em 2006, com um GMV de US\$ 1 bilhão, o Meli já tinha atingido o *break even*. Galperin e sua equipe tinham razões para acreditar que estavam no caminho certo e alimentavam pretensões de crescimento ainda mais auspiciosas. Mesmo contando com a proximidade de um sócio estratégico que poderia ser visto como um comprador natural, a Companhia tomou outro caminho. Fazendo um movimento pouco óbvio para um “site de internet na América Latina”, em agosto de 2007 suas ações passavam a ser negociadas na Nasdaq. Além de cortar o cordão umbilical com o eBay, a listagem trouxe os benefícios clássicos: institucional, patrimonial (cerca de US\$ 49,6 milhões em recursos primários líquidos), maior visibilidade, profissionalização e capacidade de retenção de talentos.

Foi neste contexto do IPO que nos aproximamos do Meli. A interação foi bastante fecunda, ficamos muito bem impressionados com aquele grupo de jovens executivos fundadores que nos despertou o interesse pela compreensão mais profunda do negócio de *ecommerce* e do universo de *marketplaces*. Mesmo com o tempo mais exíguo de análise que caracteriza este período *pré-deal*, tendo como lastro a interação profícua com o *management* e a dimensão da oportunidade, decidimos participar.

A transação foi um sucesso absoluto, e poucos dias após a listagem as ações dobraram de preço. Neste momento, esbarramos com a nossa falta de experiência em analisar um negócio cujas características não tínhamos muita familiaridade: uma dinâmica de crescimento acelerado, onde os investimentos são contabilizados como despesas e não deixam rastro nas rubricas do balanço

patrimonial. Naquela altura, não conseguimos enxergar que a Companhia já estava estabelecendo as bases para o seu sucesso futuro, constituídas pelo ativo intangível menos perceptível do engajamento dos clientes no *marketplace*. Sem este *insight* fundamental, o *valuation* tornava-se pouco óbvio. Com a rápida escalada do preço das ações, decidimos vender nossa participação, que resultara pequena dentro do nosso portfólio. Seguimos, contudo, acompanhando o caso, investindo tempo e esforço para construir competência mesmo que não víssemos uma oportunidade clara a curto prazo, sempre atraídos pela qualidade diferenciada da equipe de gestão.

Desde então, o Meli seguiu sua trajetória consistente de crescimento, ratificando ano após ano a visão inicial de que o comércio eletrônico na região ofereceria inúmeras oportunidades para quem estivesse preparado para capturá-las. Logo reconhecemos um aspecto virtuoso deste modelo de negócios dotado de motor próprio de crescimento que não depende fundamentalmente dos ventos externos que definem a situação macroeconômica e o próprio *doing business* de cada país. Na verdade, ao contrário, *marketplaces* são configurações resilientes com características defensivas, já que em momentos de crise mais aguda os indivíduos atribuem valor ainda maior a uma oferta mais profunda e preços mais competitivos, além de buscarem suplemento de renda⁵.

Tornou-se claro também o posicionamento diferenciado da Companhia no mercado com uma oferta combinada de *marketplace*, serviços de pagamento e de crédito, além de uma rede de soluções logísticas integrada. As empresas que se dispunham capturar o aumento promissor da penetração do *ecommerce* no país ou se identificavam com verticais específicos, basicamente eletrônicos, ou eram companhias tradicionais do varejo/consumo buscando desenvolver o canal de vendas online para seus próprios produtos (modelo 1P). O Meli era o único *marketplace* (modelo 3P) que conseguiu de fato oferecer uma seleção mais profunda de mercadorias em quase todos os mercados a preços competitivos. Dada a natureza deste negócio, sabíamos que sob esta proposição de valor a vantagem competitiva de adquirir escala antes do que os demais *players* não era desprezível.

Atuar na América Latina traz vantagens interessantes. Com uma mistura de simplicidade e realismo, o Meli procurou ao longo do tempo observar as tendências vencedoras na fronteira dos principais mercados no mundo para incorporá-las localmente, fazendo as adaptações necessárias. Como lembrou um dos sócios fundadores, o Google

4 Com ajuda da tecnologia, a Companhia foi se sofisticando e com o tempo passou a utilizar ferramentas de inteligência artificial como redes neurais para identificar fraudes, onde cerca de quatro mil variáveis são consideradas em milissegundos.

5 Só como ilustração, no biênio 2015/2016 quando PIB do Brasil encolhia 7,5%, a receita líquida do Meli no país crescia 140%.

não inventou o mecanismo de busca nem o Facebook as redes sociais. O que eles fizeram de extraordinário foi uma melhor execução. Assim, ao longo da trajetória da Companhia decisões importantes foram tomadas seguindo a trilha dos seus pares externos. Do eBay, podemos lembrar, por exemplo, o próprio conceito pioneiro de *marketplace*, além dos mecanismos de *ratings* e opinião; da Amazon, o valor fundamental da gestão logística e da oferta de serviços como o *fulfillment* e o frete grátis; do Google, a abertura de alguns códigos aos desenvolvedores; do Paypal, as soluções de pagamentos; do Alibaba, o crédito e o *wallet*⁶. A grande virtude do Meli durante todos estes anos foi a de identificar as tendências relevantes cedo, adaptá-las às vicissitudes locais e, principalmente, implementá-las no tempo certo com precisão, agilidade e competência.

Neste ambiente de transformação acelerada da tecnologia, onde a informação trafega livre e os grandes *insights* caem rapidamente em domínio público, muitas vezes mais vale a assertividade da execução do que a originalidade do conceito. Ainda assim, decisões importantes foram tomadas sem que a Companhia dispusesse naquela altura de pistas óbvias sobre o melhor caminho a seguir e/ou em circunstâncias onde não cabiam os experimentos localizados dos testes-pilotos. Foram momentos críticos e um dos quais vale ser lembrado.

A tecnologia é o coração do *marketplace*. É ela que viabiliza crescimento, escala e segurança assegurando agilidade e qualidade na experiência dos participantes. No início, a fim de perseguir esses objetivos a arquitetura da tecnologia do Meli se apoiou nos sistemas estado-da-arte disponíveis: banco de dados da Oracle, servidores da SunMicrosystem, sistemas operacionais Unix e servidor Exodus. A decisão mostrou-se acertada e a Companhia conseguiu crescer com confiabilidade. No entanto, Galperin sabia que construir uma tecnologia proprietária em algum momento se revelaria uma vantagem competitiva importante e manteve desde o início um foco interno com este propósito estabelecendo centros próprios de desenvolvimento de softwares. Em 2009, a decisão definitiva foi tomada e a Companhia lançou-se de cabeça numa empreitada nada trivial de redesenhar por completo sua arquitetura tecnológica. Nessa altura, o Meli já havia identificado a tendência de migração dos computadores *desktop* para os aparelhos celulares como definitiva. O projeto “Novo Mundo” visou reconstruir os sistemas do chão a fim de prover uma infraestrutura robusta que pudesse suportar a velocidade das transformações requeridas, a integração de terceiros e a realidade nascente dos aplicativos de celular. Para tanto, era preciso equipar a Companhia com capacidade de inovação rápida, flexibilidade e customização. Nada trivial abandonar um modelo seguro que

vinha funcionando de forma adequada. Mas prevaleceu a leitura de que continuar dependendo exclusivamente das grandes provedoras de sistemas para promover os *upgrades* necessários dali em diante seria fatal.

Substituindo-se uma estrutura monolítica com um único banco de dados, um pacote extenso de código e uma equipe grande e hierarquizada, por uma arquitetura descentralizada com times menores dispostos em unidades celulares, cada qual com capacidade de operar com autonomia e funcionando como pequenas empresas com seus próprios códigos fontes, dados, processos e infraestruturas. As mudanças resultaram não apenas em maior agilidade e flexibilidade, tão desejadas no espaço da tecnologia, mas trouxeram vantagens adicionais ao impactar a própria cultura corporativa onde certa mentalidade de *compliance*, mais passiva/defensiva, deu lugar a um ambiente que privilegia a iniciativa e a realização.

O projeto, habilmente liderado pelo CTO Daniel Rabinovich, consumiu grande esforço coletivo da Companhia. Absorvendo capital e mobilizando equipe dedicada tornou-se foco primário de atenção dos executivos. Foi um caminho sem volta. Como desdobramento, em outubro de 2012, o Meli anunciou num evento em São Paulo que estaria abrindo sua plataforma à comunidade de desenvolvedores. Novamente, uma decisão pouco trivial, marcando um pioneirismo entre as empresas de *ecommerce* na América Latina. E a iniciativa uma vez mais provou-se acertada. A Companhia incentivou a adoção dividindo receitas com os prestadores de serviços, o ritmo de inovação ganhou tração, os novos aplicativos facilitaram a vida dos vendedores e melhoraram a experiência dos compradores. A plataforma passou a ser acessível pelos aplicativos

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até julho de 2018

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	95,6%	65,8%	65,8%
36 meses	47,6%	50,4%	52,3%
24 meses	21,3%	38,2%	38,9%
12 meses	11,1%	19,8%	21,0%
No ano (2018)	-0,2%	2,4%	2,8%

Valor da cota em 20/07/2018 = R\$ 779,848325600

⁶ Veremos com mais detalhes cada uma destas iniciativas.

através de aparelhos celulares, Webtv e tablets, assim como através de browsers com o novo padrão HTML5, tudo isso desenvolvido por terceiros. Como resultante, a Companhia experimentou uma dinâmica muito virtuosa no crescimento do volume de transações, do valor geral das mercadorias e das receitas.

Continuando o enfrentamento das “fricções”, o Meli passou a atacar o segundo bloco de desafios que diz respeito à complexidade logística. Em 2013 lançou no Brasil o *MercadoEnvios*. Tratava-se de uma parceria com os Correios, a partir da qual a Companhia começou a controlar o fluxo dos produtos dando mais um passo fundamental para deixar de ser um site de oferta de itens para se transformar em uma plataforma de negócios.

Até então, compradores e vendedores combinavam diretamente entre si através de um chat a gestão das entregas. Naturalmente, os Correios, pela sua reputação, base de ativos instalada, escala e capilaridade, sem dúvida ofereciam a melhor solução logística. Principalmente o complicado acesso ao chamado *first mile* no país, através de uma rede de quase doze mil agências. Aqui vale um parêntese rápido. De forma sucinta, a logística em um *marketplace* pode ser subdividida em três etapas: a primeira, o *first mile*, consiste no transporte da mercadoria do vendedor até o operador logístico. A segunda compreende o conjunto de operações executadas pelo operador logístico, como controle do estoque, sortimento, armazenagem, movimentação e, em alguns casos, empacotamento e etiquetagem. A terceira, conhecida como *last mile*, diz respeito à entrega propriamente dita: o transporte do *carrier* logístico até o destino final - no caso do *marketplace* geralmente o domicílio do consumidor.

Com o acordo, o Meli passou a emitir no ato da transação uma etiqueta dos Correios em favor do vendedor e este deixava a mercadoria identificada em uma agência dos Correios. A Companhia superava assim um obstáculo importante na equação logística que consistia na captura do *first mile*. O Meli também repassou os benefícios comerciais do acordo para seus vendedores ao mesmo tempo em que desenvolveu sistemas que permitiram aos compradores um acesso bem mais acurado ao serviço de rastreamento dos pedidos. Capturava assim as vantagens de uma melhor previsibilidade nas entregas. Ou seja, o acordo com os Correios reduziu o custo logístico do vendedor, viabilizou a solução de pendências de maneira muito mais eficiente através do rastreamento das mercadorias e reduziu o esforço dedicado pelo vendedor com as questões administrativas, liberando-o para concentrar tempo e recursos na venda dos produtos.

Com a experiência do *MercadoPago* cada vez mais consolidada na plataforma e o *MercadoEnvios* crescendo penetração rapidamente, a Companhia passou a acelerar a velocidade de inovações e o desenvolvimento de novos

produtos. Foi nesta circunstância de grande dinamismo interno que nós voltamos a nos aproximar do Meli em meados de 2016. Logo identificamos o momento virtuoso da Companhia e o enorme potencial de oportunidades que o comércio eletrônico ainda em sua primeira infância na região oferecia àquele grupo de executivos qualificados.

A trajetória da Companhia até então já tornava evidente a capacidade do *management* de implementar com sucesso uma sequência de projetos internos. Naquele período prolífico, iniciativas anteriores estavam amadurecendo e outras novas estavam sendo lançadas, tais como: i) a importante alteração na estrutura de fees, quando a Companhia deixara de cobrar por listagens, cobrando apenas por vendas; ii) criação de uma opção de listagem de produtos usados sem cobrança de fee; iii) possibilidade de parcelamento sem juros nas compras com cartão de crédito; iv) facilitação das compras no site com a introdução da tecla “one-click”; v) inclusão do carrinho de compras, dispositivo que possibilita a compra simultânea de mais de um item.

A combinação do comprovado *track record* de execuções com este novo portfólio de iniciativas auspiciosas levou-nos a concluir que estávamos diante de uma oportunidade única para voltarmos à base de acionistas da Companhia. Com uma mistura de algum remorso pelo tempo afastado e satisfação pelo reencontro promissor, voltamos a investir no Meli em agosto de 2016 quando as ações negociavam em torno de US\$ 166. Desde então, aumentamos liquidamente nossa exposição até que a partir de meados de 2017 a Companhia passou a figurar entre as maiores posições do nosso portfólio.

Nosso aumento de participação deu-se em paralelo à percepção de que presenciávamos um momento de particular importância na Companhia onde dois projetos, lançados mais recentemente, poderiam transportá-la para um novo patamar de crescimento. Trata-se das iniciativas de aprofundamento do *MercadoEnvios* e do lançamento do *MercadoCrédito*.

Como vimos, num primeiro momento, o acordo com os Correios foi bastante interessante para a plataforma e para seus usuários, pois endereçava a questão fundamental do acesso capilar ao *first mile*. Mas ainda restavam aperfeiçoamentos a serem superados como o tempo de entrega e a dependência de um único operador logístico com suas próprias idiosincrasias. Foi assim que a Companhia, seguindo os passos da Amazon, avançou dois outros degraus na gestão logística. Primeiro, através do *MercadoEnvios Coleta* quando o Meli passou a buscar a mercadoria no vendedor transportando-a até seu próprio centro de distribuição (CD), a partir do qual são feitas as entregas até o consumidor final. Trata-se de um avanço considerável já que a Companhia deixa de depender da iniciativa do vendedor de ir até a agência dos Correios depositar o produto, além

de viabilizar a utilização de outros operadores logísticos. Em seguida, veio a solução de *fulfillment* onde a mercadoria chega no CD do Meli antes mesmo de a transação ocorrer. O Mercado Livre se encarrega de gerir todo o processo logístico desde o armazenamento, empacotamento, até efetivar a entrega. Neste caso, o *first mile* deixa de existir e a entrega no dia seguinte ou até no mesmo dia passa a ser viável. Ao mesmo tempo, o *last mile* deixa de depender de um único fornecedor já que estando a mercadoria no CD do Meli a entrega pode ser feita por qualquer transportador. A experiência comparada de outros mercados já indicava que o aprofundamento da solução logística com o *fulfillment* e com o estabelecimento de uma coleta específica para vendedores que não aderissem ao *fulfillment* poderia gerar uma onda virtuosa de engajamento na plataforma.

A segunda iniciativa consistia em usar tecnologia para prover acesso a serviços financeiros para os vendedores, a partir da percepção de que a escassez de linhas de financiamento a custo competitivo representava um importante limitador do crescimento potencial da plataforma. Trata-se do *Mercado Crédito*, que deriva da relação simbiótica entre o Meli e seus vendedores e ao mesmo tempo a aprofunda. Como a plataforma possui o histórico de comportamento e uma vasta quantidade de dados dos vendedores, a possibilidade de oferta seletiva de crédito decorre quase que naturalmente deste relacionamento próximo. Quanto maior a atividade do vendedor, maior sua necessidade de capital de giro. Ao retirar o vendedor do cheque especial, o Meli gera um grande potencial de reciprocidade, inibindo o interesse do vendedor em listar seus produtos fora da plataforma. De fato, evidências mostram que a oferta de crédito aumenta o volume vendido, diminui o *churn* de vendedores e provoca uma elevação nos índices de satisfação. Já em 2016, a Companhia registrava uma taxa de conversão do crédito oferecido de 25%, um interesse em renovação da linha por 70% da base, além de um crescimento de 85% nas vendas dos vendedores beneficiados.

Interessante é que a solução de crédito não representa um enfrentamento competitivo ao *establishment* das instituições financeiras tradicionais. Ao contrário. O *MercadoCrédito* chega onde os bancos preferem não ir: no pequeno comerciante, neste caso, os milhares de vendedores ativos da plataforma. Alguns deles jamais receberam proposta de crédito, ou nem mesmo chegaram a solicitar. Outros só conseguem tomar crédito na pessoa física (muitas vezes caindo no cheque especial) e não na pessoa jurídica. A América Latina é uma geografia onde parte importante da população ainda encontra-se à margem do sistema financeiro oficial. Diversos países da região apresentam índices de empréstimos/PIB muito baixos, alinhados com as nações africanas. Com um conhecimento diferenciado do *behaviour* deste grupo, destilado com a ajuda de

ferramentas que consideram cerca de quatrocentas variáveis medindo a performance e o engajamento dos vendedores na plataforma, o Meli consegue oferecer crédito adequado a um custo mais em conta para o tomador e ainda assim rentável para a Companhia.

Também já estavam em andamento iniciativas para ampliar o negócio de pagamentos e de crédito para além das fronteiras de seu *marketplace*. A inspiração vinha das companhias chinesas, em particular do Alibaba que havia criado o Ant Financial, da Tencent com o WeChat, além do Paypal na época ainda pertencente ao eBay. Vimos com bons olhos tais iniciativas porque naquela altura também já acreditávamos num caminho de plataformas alternativas ao canal de distribuição de produtos financeiros do varejo bancário tradicional. Como vimos, os milhões de participantes assíduos na plataforma conferiam ao Meli uma compreensão diferenciada sobre uma base de ativos única. Capilaridade e conhecimento, além da expertise em tecnologia, credenciavam a Companhia como um candidato forte e natural para participar deste mercado promissor. Aqui também o Meli tratou de avançar sobre um segmento do mercado não assistido pelos bancos. Assim, a primeira iniciativa relevante foi a de oferecer a maquininha de aquisição (MPOS) em estabelecimentos comerciais de menor porte, que habitualmente são descartados na triagem de score de crédito dos bancos⁷. A seguir, o Meli lançou uma solução de pagamento via QR code na Argentina⁸. Trata-se de uma inovação tecnológica que aproveita a comodidade e mobilidade do aparelho celular para proporcionar um ato de compra fácil, simples e seguro. Aqui, o Meli avança para oferecer um ecossistema completo da transação, tendo sob seu controle o pagamento, a compensação, bem como sua liquidação financeira.

Outro conjunto importante de resoluções que estava sendo levado adiante buscava robustecer o controle da origem e da qualidade das mercadorias listadas e transacionadas no *marketplace*. E aqui se destacavam duas diligências: i) o programa de parcerias com as marcas, onde estas podiam derrubar vendedores com produtos falsificados e ii) principalmente, o projeto das *Lojas Oficiais*, uma tentativa de trazer para a plataforma o canal *online* de

7 Na Carta Dynamo 77, quando narramos nosso investimento em Cielo e Redecard, descrevemos com algum detalhe o modelo de negócio das companhias ditas adquirentes, assim como a mecânica de funcionamento do fluxo das transações capturadas pelas maquininhas (POS, point of sales, em inglês).

8 QR code ou código de resposta rápida é um código de barras bidimensional em formato de figuras, associado a um produto ou serviço, que ao ser escaneado pelo aplicativo do MercadoPago no aparelho celular efetua automaticamente a compra e sua liquidação financeira.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%

2018	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	8,6%	8,6%	16,3%	16,3%
FEV	-3,1%	5,2%	-2,0%	13,9%
MAR	-4,5%	0,4%	-2,4%	11,2%
ABR	-5,2%	-4,8%	-3,7%	7,1%
MAI	-12,7%	-16,9%	-17,0%	-11,1%
JUN	-6,3%	-22,1%	-8,1%	-18,3%
JUL***	12,1%	-12,7%	10,2%	-10,0%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 3.201.884.976

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver.
 (**) Ibovespa Fechamento. (***) Rentabilidade acumulada até 20 de julho.

marcas reconhecidas. A solução das Lojas Oficiais gerou volume e tráfego de qualidade, reforçou a credibilidade da plataforma e criou uma alternativa para os compradores que não se sentiam confortáveis em adquirir mercadorias de pequenos vendedores. E assim, marcas renomadas como O Boticário, Johnson & Johnson, New Balance, L'Oréal, Sony, Lego, entre outras, aderiram e passaram a oferecer seus produtos no marketplace do Meli.

Em paralelo, a partir da experiência bem sucedida no Brasil, germinavam oportunidades interessantes de crescimento nos demais países da América Latina, onde as penetrações do MercadoPago e do MercadoEnvios ainda eram baixas.

Cada uma destas iniciativas se justificava por si só. Tomadas em conjunto conferiam à plataforma um enorme dinamismo e um mosaico de oportunidades sem precedentes. A Companhia parecia estar sempre em movimento, mudando para melhor (*mutatis in melius*). Por outro lado, sabíamos que começávamos a avançar por uma região onde apareceriam *trade offs* entre crescimento e desempenho dos demonstrativos financeiros. A construção do valor estratégico futuro da plataforma dependia deste portfólio de iniciativas que visavam uma maior fidelização dos vendedores e um maior engajamento dos compradores. Ao serem contabilizadas como despesas, tais investimentos pioravam margens e resultados operacionais, transformando as métricas do *valuation* tradicional em desafios difíceis de serem superados por investidores não familiarizados com esta dinâmica.

Interrompemos aqui esta primeira parte do texto como disciplina e respeito ao tempo dos nossos leitores. Retomaremos este aspecto da apropriação de resultados na Carta seguinte onde aprofundamos a descrição do modelo de negócios do Mercado Livre, discorreremos sobre os desafios do *valuation* da Companhia e analisamos os principais riscos que visualizamos neste investimento.

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2018.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720