





Em BRL*	3T2025	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início da gestão**
Nextep Global Equities Long Only	5,07%	9,02%	50,83%	72,36%	27,13%
MSCI World	4,88%	12,89%	59,65%	79,56%	27,27%
CPI + 2,5%	-0,62%	2,84%	17,21%	15,52%	21,71%
IBOV	5,32%	8,66%	25,46%	32,90%	39,51%

Em USD	3T2025	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início da gestão**
Nextep Global Equities Long Only	7,15%	11,70%	42,54%	73,76%	33,10%
MSCI World	6,96%	15,68%	50,94%	81,06%	33,26%
CPI + 2,5%	1,43%	5,31%	10,87%	17,56%	27,51%
IBOV	7,41%	13,66%	18,56%	33,98%	46,07%

*Fundos não possuem hedge cambial

**2022-ytd

Ao longo do trimestre, acrescentamos uma companhia à carteira e fizemos algumas mudanças de sizing. Hoje, o portfólio é composto por 13 empresas.

No decorrer deste ano, temos nos debruçado sobre a relação entre a ascensão de carros autônomos (AVs) e a indústria de seguros. Eventos marcantes, como o impressionante avanço da Waymo, o investimento reforçado da Tesla em seu elusivo Robotaxi e a parceria da Lyft com a Holon para lançar *shuttles* autônomos, têm, em conjunto, intensificado o debate sobre AVs e seus diversos impactos.

Um relatório da Goldman Sachs especulando o inevitável declínio do negócio de seguros - mais especificamente, prevendo que os custos do seguro diminuirão mais de 50% nos próximos 15 anos -, serviu para inflar o ceticismo em torno das ações das seguradoras. Temos algumas considerações para fazer nesse sentido. O foco deste relatório, portanto, é examinar a relação entre veículos autônomos e a indústria de seguros.

Como de costume, incentivamos nossos leitores(as) a entrar em contato caso queiram compartilhar opiniões, dúvidas, impressões ou caso tenham interesse em discutir mais a fundo.



Seguradoras e veículos autônomos: uma introdução

O progresso de AVs

Nascida em 2009 como o projeto de carro autônomo do Google, a Waymo hoje opera como uma empresa de tecnologia independente sob o controle da Alphabet, que detém a maior parte de seu capital. Seu objetivo central é ambicioso: criar o "motorista mais confiável do mundo", facilitando o transporte de pessoas e mercadorias enquanto reduz acidentes gerados por humanos.

O ritmo de crescimento recente demonstra que a Waymo está ganhando tração. O número de corridas pagas saltou de cerca de 13 mil em agosto de 2023 para mais de 708 mil em março de 2025. Hoje, a companhia oferece corridas em 5 cidades nos EUA, tem expandido a área coberta onde já está presente e está testando seus carros em 10 novas cidades americanas neste ano. O lançamento em Londres está previsto para 2026.

Há dois anos, a Waymo abandonou por completo o uso de carros a combustão e sua frota hoje é inteiramente elétrica. Para uma empresa com seu modelo de negócio, a escolha é lógica e vai além da economia energética: eles comandam uma frota própria, percorrem rotas unicamente urbanas e conseguem se organizar para que os carros passem um período do dia ou da noite parados recarregando. A própria companhia se responsabiliza pela infraestrutura de carregamento, sem depender de terceiros.

Esse ponto é importante para ponderar a expansão dos AVs, no futuro, para o público geral ao redor do mundo: esses veículos necessitam de uma robusta infraestrutura de carregamento para viabilizar o uso da tecnologia em diferentes regiões e para indivíduos que percorrem longas distâncias. Do início da década para cá, os tempos mudaram drasticamente em relação à priorização de soluções menos poluentes e há uma retração no apoio institucional e governamental que vinha sendo direcionado a essas alternativas. Nesse contexto, as montadoras vem reduzindo ou até encerrando suas iniciativas de veículos elétricos (EVs) e, portanto, enfraquecendo o movimento global que prometia difundir postos de carregamento e o resto da infraestrutura necessária para apoiar veículos elétricos em larga escala. Assim, até que ocorra uma reversão dessa tendência, cabe apenas à iniciativa privada financiar e executar a expansão desta infraestrutura - o que pode desacelerar o movimento.



Apesar disso, é crucial pontuar que a relação entre AVs e EVs não é simbiótica por natureza, isto é, veículos autônomos podem ser movidos a combustão, mas escolhem a bateria elétrica pelas razões supracitadas. A tecnologia em si é agnóstica em relação ao tipo de sistema de propulsão. Assim, ainda que o futuro de AVs e EVs pareça intimamente ligado, os desafios da eletrificação de frotas e o desenvolvimento da infraestrutura de carregamento não configuram, por si só, uma barreira fundamental à expansão dos AVs.

Nos últimos anos, a tecnologia autônoma evoluiu de um produto experimental para uma solução real de transporte em algumas cidades dos Estados Unidos. Contudo, a tecnologia ainda tem um longo caminho a percorrer para ter credibilidade com usuários, reguladores e legisladores. A velocidade da melhora tende a acelerar, mas a escalabilidade do modelo ainda é um ponto de interrogação.

No quesito segurança, os dados precisam de contexto. Até setembro de 2025, a Waymo registrou envolvimento em um total de 1.267 acidentes, de acordo com a NHTSA (*National Highway Traffic Safety Administration*), um deles fatal. Embora esses dados possam assustar, quando olhamos para eles em comparação com a frequência de acidentes em carros comuns, constatamos que os veículos da Waymo tem conseguido cumprir sua missão de ser uma alternativa mais segura ao motorista humano. Um estudo da Swiss Re, baseado em dados de mais de 500.000 sinistros e mais de 200 bilhões de milhas rodadas (322 bilhões de quilômetros), descobriu que o motorista Waymo demonstrou melhor desempenho de segurança em comparação com veículos dirigidos por humanos, com uma redução de 88% nas reivindicações de danos à propriedade e 92% nas reivindicações de lesões corporais. Para colocar em perspectiva: em 25,3 milhões de milhas (40,7 milhões de quilômetros), a Waymo esteve envolvida em apenas nove reivindicações de danos à propriedade e duas reivindicações de lesões corporais. Ambas as reivindicações de lesões corporais ainda estão em aberto. Para a mesma distância, seria esperado que motoristas humanos tivessem 78 reivindicações de danos à propriedade e 26 reivindicações de lesões corporais.

Essa performance reforça a identidade da Waymo, que não se vê como uma empresa de carros, mas sim, como se intitulam, “o primeiro serviço de transporte autônomo por aplicativo do mundo”. Essa fala de um ex-gerente da companhia, que também trabalhou na Zoox, é esclarecedora para entender as possibilidades de expansão desse modelo de negócios:



*Acho que o objetivo final é bastante amplo. Com o Google, eles sempre pensam em escala, visando o NBU ("next billion users"), que são os próximos bilhões de usuários. Eles não limitam seu escopo. Eles se concentram em ser o mais generalistas possível. Para a Waymo, isso se traduz em **focar inicialmente em serviços de transporte por aplicativo**. No entanto, o mercado endereçável total aqui inclui quase cada milha que é percorrida, como transporte por aplicativo, caminhões, entregas, agricultura e mineração. Há também um potencial enorme para licenciar essa tecnologia. Eles construíram uma pilha de autonomia verticalmente integrada, e há uma demanda enorme tanto pela camada inteira quanto por componentes individuais. As OEMs¹ automotivas podem querer apenas os componentes de hardware, software de bordo ou serviços na nuvem, como diagnósticos, gerenciamento de frota, algoritmos de roteamento ou dados. Há uma oportunidade massiva em licenciar partes da tecnologia. Além disso, serve como uma plataforma para serviços de nível superior, fluxos de receita, parcerias e interações regulatórias. O objetivo final é extremamente amplo, mas **o desafio fundamental é colocar a tecnologia em funcionamento**.*

Essa colocação parece mais animadora para acionistas da Alphabet do que para aqueles que preveem a imediata dominação de AVs dentre veículos de uso pessoal. A amplitude de fontes de receita e crescimento são impressionantes, mas a tradução de sua tecnologia para carros vendidos em massa a preços acessíveis ainda parece distante.

Aqui, é evidente o quanto esse modelo se contrapõe ao da Tesla, que adota uma estratégia de produto descentralizado, equipando os carros de seus consumidores com sistemas de assistência ao motorista (Autopilot/FSD). Sua estratégia se ancora na coleta massiva de dados provenientes de sua frota, com o intuito de desenvolver uma futura rede de robotáxis, em que os proprietários poderiam gerar renda com seus veículos ociosos. A palavra chave aqui é 'ideia', porque por enquanto trata-se apenas disso.

As diferenças se aprofundam na abordagem tecnológica. Enquanto a Waymo aposta em uma abordagem multissensorial (29 câmeras, cinco sensores LiDAR² e seis radares), a Tesla prefere uma abordagem puramente visual, com somente oito câmeras e aplicando inteligência artificial para interpretar o ambiente em volta. Isso, hoje, torna um carro da Waymo mais complexo, caro e seguro, ao passo que o da Tesla demonstra uma escalabilidade maior. Nesse ponto, ser

¹ Original Equipment Manufacturer, ou as fabricantes dos carros.

² Light Detection and Ranging



uma subsidiária da Alphabet se prova uma vantagem crucial, permitindo investir massivamente sem a pressão de gerar lucro no curto prazo.

Enquanto não nos caiba dar um parecer técnico sobre qual sistema é superior, os dados recentes mostram que a abordagem da Waymo é mais segura³, o que tem impacto direto sobre os custos de sinistro para as seguradoras. Aqui, surge um *trade-off* importante: a complexidade de sensores que torna um Waymo mais seguro também deve elevar significativamente seu custo de reparo em caso de acidente, em comparação com um Tesla.

A Bernstein estima que o custo por carro da Waymo está entre USD 150 mil e USD 175 mil. Embora os custos dos sensores, como o LiDAR, tenham diminuído drasticamente para cerca de USD 1 mil ou menos por unidade, o conjunto geral de hardware da Waymo permanece consideravelmente mais caro do que o da Tesla.

Impacto sobre as seguradoras

Hoje, os seguros são essencialmente baseados nos erros de motoristas e na frequência com que ocorrem. As seguradoras desenvolveram equações que incluem diversos fatores – como o histórico do motorista, idade, exposição às catástrofes naturais, etc. – para precificar o risco individual. A acurácia desses modelos varia de acordo com a seguradora e sua respectiva capacidade de processar e interpretar esses dados - o que, em última instância, é determinante para sua lucratividade.

É inegável que os AVs representam um desafio único à indústria de seguros. Com a adoção ainda limitada, é difícil saber como todas as variáveis vão interagir. No entanto, a tese central é clara: enquanto a frequência de acidentes tem o potencial de ser drasticamente reduzida quando a tecnologia se aperfeiçoar, a severidade - isto é, o custo médio de cada sinistro - tende a aumentar, dada a sofisticação maior dos veículos.

³ Um estudo de Miles Between Disengagements (Milhas Entre Desengajamentos) de 2023 mostra uma diferença significativa no desempenho. Um número maior nesta métrica indica um melhor desempenho, pois o carro dirige mais tempo sem precisar de intervenção humana: enquanto a Waymo percorreu 49.314 milhas entre desengajamentos, o Tesla (FSD 12.5.1) percorreu 863 milhas até um desengajamento crítico. Fonte: Source: California DMV (2023 report, except where specified), Tesla FSDBeta Community Tracker, Bernstein.



Essa hipótese tem sido usada para argumentar que o mercado endereçável das seguradoras vai, inevitavelmente, diminuir drasticamente conforme veículos autônomos aumentem sua penetração na frota, partindo da premissa de que o maior custo de reparo não compensará a drástica redução na frequência de acidentes.

Nós contestamos essa visão, ao menos no médio prazo. Primeiro, por entendermos que a velocidade de adoção deste tipo de veículo tende a ser mais lenta do que a narrativa corrente sugere, um ponto que detalharemos adiante. Segundo, porque entendemos que as seguradoras têm a capacidade, alcance e tempo para desenvolver a *expertise* para oferecer soluções de seguro para AVs.

O modelo tradicional de seguro de automóvel provavelmente precisará ser ajustado para responsabilizar fabricantes ou desenvolvedores de software por colisões causadas por veículos autônomos. A indústria também precisará desenvolver cobertura para novos riscos, como aqueles relacionados a falhas de cibersegurança e sistemas de localização defeituosos.

Em nosso processo de investimento, por vezes é mais importante entender o que deve permanecer do que tentar acertar o que, o quanto e quando as coisas vão mudar. A necessidade de segurar um bem valioso - nesse caso, um veículo - deve perdurar, preservando a razão de existência das seguradoras, independente de quem seja a responsabilidade pelo dano. Entender os avanços de AVs, então, é imprescindível para avaliar a capacidade de adaptação delas a um cenário em que seu mercado corre o risco de ser drasticamente reduzido.

Além do risco de contração do setor, a questão da responsabilização é central, pois afeta diretamente a subscrição e venda de apólices. Em outras palavras, no caso de veículos sem motorista: quem é responsável no evento de um acidente? O dono do carro, o fabricante ou o dono do *software* que guia o veículo? Chega a ser filosófico.

Parece claro que o modelo atual de contratação de seguros não é adequado para veículos autônomos, muito menos se ou quando viermos a ter um futuro no qual a maior parte da frota seja autônoma.



Quando perguntado sobre o assunto, Ajit Jain, vice-presidente de operações de seguro da Berkshire Hathaway, apontou as profundas mudanças que AVs devem causar no setor e acrescentou: *"(O seguro de carro tradicional) será substituído pela responsabilidade pelo produto, então nós da Geico e em outros lugares estamos certamente tentando nos preparar para essa mudança, onde passaremos de fornecer seguro para erros do operador e estaremos mais prontos para fornecer proteção para erros e omissões do produto na construção desses automóveis"*.

Essa questão está no centro da discussão atual de como a subscrição de apólices de seguros mudará com a difusão de veículos autônomos. Nos parece que essa mudança também vai depender do tipo de modelo de AV que se tornar mais dominante no mercado, como abordamos anteriormente.

Outro obstáculo, talvez menos debatido, é a dimensão jurídica e regulatória. A inexistência de um motorista cria um vácuo nas doutrinas tradicionais do direito e demanda uma reformulação jurídica que possa enxergar além do paradigma atual focado em negligência, imprudência ou dolo de um condutor humano. O direito penal é, em sua essência, antropocêntrico e exige um elemento subjetivo, uma "mente culpada" (*mens rea*) — dolo, conhecimento ou negligência criminosa — por parte de um agente humano.

Se seguirmos a mesma lógica de Jain, a forma mais direta seria tratar todo e qualquer acidente como um problema do produto - seja do *software* ou do veículo, mas também complicada pelos diferentes níveis de automação do carro. Como se daria a aplicação das leis penais nesse caso? Um programador pode ser responsabilizado criminalmente por um acidente causado pelo seu código? A ausência de um regime de responsabilidade claro cria incerteza jurídica e financeira substancial para desenvolvedores e fabricantes de AVs, mas também configura um enorme desafio para as seguradoras, legisladores e consumidores. Nos EUA, o cenário é ainda mais complexo, pois as leis são estaduais e levará décadas para se adaptarem a um carro sem volante.

Outra ameaça em debate é a possibilidade das próprias OEMs passarem a oferecer seguros. Esse movimento ganhou força quando a Tesla passou a vender apólices aos seus clientes. Fontes da indústria com quem conversamos defendem que as OEMs provavelmente não devem se tornar seguradoras completas devido às baixas margens e altos custos associados às operações de marketing e sinistros. Em vez disso, prevêem um futuro em que as OEMs



passem a adotar uma estrutura de corretagem MGA (*Managing General Agent*), oferecendo aos clientes uma escolha de algumas seguradoras parceiras no momento da compra do veículo.

É válido notar que a oferta de seguros por parte da Tesla foi inovadora: com custo zero de *marketing* e apólices mensais baseadas nos dados reais de direção, obteve uma taxa de aceitação de 50% no momento da compra. Por outro lado, segundo as mesmas fontes, o foco da Tesla em ser "*lean and mean*" resultou em um sistema de sinistros deficiente e falta de integração com serviços auxiliares e pessoal insuficiente levaram a um mau atendimento ao cliente.

Hoje, a Waymo tem seguro. De acordo com Tilia Gode, chefe de risco e seguros da companhia, o seguro para veículos autônomos não é tão diferente do tradicional. Ela compara a apólice que a Waymo tem para seus veículos de Nível 4 ao seguro de frota de uma empresa de táxi. Em entrevista para o *Market Watch*, Gode esclarece como a dinâmica funciona hoje:

Assim como qualquer entidade comercial, temos cobertura de seguro que cobre o motorista Waymo durante a tarefa de condução. Essencialmente, há uma mudança de motoristas humanos para o sistema autônomo como o motorista – a Waymo é o motorista.

Por ora, a Waymo usa a Trov para seus seguros e também tem uma parceria com a resseguradora Swiss Re. No acordo, passageiros são automaticamente segurados contra danos à propriedade, itens perdidos e outras despesas médicas relacionadas à viagem, com a cobertura embutida no custo da corrida e subscrita pela Munich Re, que investiu USD 45 milhões na Trov no início de 2017.

Contudo, a precificação dessas apólices enfrenta desafios: (i) a base de dados histórica ainda é limitada, o que torna muito difícil obter uma medida precisa do sistema quando seu período de teste no mundo real tem sido relativamente curto; (ii) a Waymo atualmente opera apenas em cidades, que respondem pela maior parte dos acidentes nos EUA, enquanto as áreas rurais respondem por um número muito maior⁴ de acidentes, especialmente os fatais, em proporção à sua população. O estudo, aliás, afirma que ter dados não-urbanos incluídos nas métricas de linha de base na verdade diminui os verdadeiros números de segurança da Waymo.

⁴ [Link](#).



Os detalhes desse acordo entre a Waymo e a Trov são opacos. À medida que a companhia ganhar escala, é provável que use seus dados operacionais para pressionar por prêmios significativamente mais baixos ou para criar novos produtos de seguro em parceria com outras empresas. Existe, também, a possibilidade de que a comercialização para indivíduos mude completamente o cenário na medida em que transfere a responsabilidade da companhia para o dono do veículo. A adoção individual tende a criar um ambiente de risco fragmentado, se contrapondo ao perfil mais estável do risco corporativo. Assim, a natureza do risco deve ser ditada pelo modelo de negócios que se provar mais dominante. A coexistência entre os dois cria um desafio para as seguradoras.

Ainda é cedo para saber como a subscrição e precificação de apólices de veículos autônomos se consolidará em larga escala, tanto de um ponto de vista técnico quanto do jurídico e regulatório, dependendo da forma de expansão dos AVs. O arranjo que está desenhado hoje tende a se modificar com esta evolução.

Sobre a velocidade de adoção

Nossa hipótese é de que, ao longo dos próximos 5 anos - nosso horizonte mínimo de investimento - a frota de carros dos EUA não terá migrado para AVs o suficiente para acarretar uma redução drástica do mercado endereçável das seguradoras.

A idade média de um carro nos EUA é de 12 anos e está aumentando. Um ex-executivo veterano da GEICO estima que leva de 30 a 40 anos para que uma nova tecnologia atinja 80% da frota. Sem engajar em futurologia, mas, olhando para as condições tecnológicas, regulatórias e jurídicas atuais, não nos parece provável que em cinco anos a proposta de valor das seguradoras bem geridas vá ser corroída a ponto de comprometer seus resultados. Três fatores principais sustentam essa visão.

O primeiro fator que, para nós, sugere que a adoção em massa dos AVs tende a ser mais lenta do que vem sendo especulado é o tecnológico. Existem inúmeros aspectos técnicos que precisam ser melhorados para viabilizar o ganho de escala desse tipo de veículo. Um que destacamos permeia o treinamento dos modelos de IA que orientam o sistema de navegação. A questão é: os modelos de IA são treinados com base em conjuntos de dados massivos que,



por sua natureza, são compostos predominantemente por situações de condução comuns. Os "edge cases" - cenários raros e imprevisíveis - são, por definição, sub-representados nestes dados, o que leva a falhas no processamento e na tomada de decisão do veículo quando confrontado com situações imprevisíveis no mundo real. O número de cenários potenciais que um carro pode encontrar é virtualmente infinito, portanto, é impraticável testar cada possibilidade através de ensaios físicos.

Assim, entende-se que essa limitação força a necessidade de criar ambientes de simulação avançados. Esses ambientes devem ser capazes de gerar, artificialmente, situações perigosas que possam expor falhas no sistema — essa é uma área de pesquisa complexa e em constante desenvolvimento. Pode-se argumentar que a aceitação pública dos AVs está altamente relacionada à sua capacidade de navegar nestas circunstâncias imprevistas, tornando o estudo de *edge cases* um elemento chave.

O segundo aspecto é o preço dos AVs. Atualmente, os veículos Waymo não estão à venda. Sabe-se que todos os modelos atuais são elétricos, incluindo Jaguars, Hyundais e Zeekrs. O Robotáxi da Tesla, que ainda não tem preço definido, supostamente iniciará sua produção no próximo ano. É claro que a acessibilidade por si só não constitui um entrave para o avanço desses veículos, mas apresenta uma barreira relevante à adoção em massa. É natural que a tecnologia barateie com o passar do tempo, porém, achamos difícil que isso aconteça na janela de cinco anos - ainda mais quando consideramos as supracitadas adversidades.

Veículos que já oferecem automação de nível 3, o mais avançado legalmente permitido em algumas regiões, têm preços muito altos. O Mercedes-Benz EQS com o pacote *Drive Pilot*, por exemplo, é comercializado no Brasil a partir de BRL 1,3 milhão. O Hyundai Genesis G90, disponível em outros mercados, tem valor aproximado de BRL 800 mil. Nos EUA, o pacote "Full Self-Driving" da Tesla - que deve-se frisar, não é nível 4 - custa um adicional de USD 10 mil (BRL 54 mil), sobre o preço já elevado do veículo.

O terceiro aspecto é a ausência de um *framework* claro nos âmbitos jurídicos e regulatórios, como abordamos acima. Pelo que se desenha até agora, é provável que a Waymo seja a empresa mais capaz de abrir caminhos nesta frente - dado o avanço superior da sua tecnologia mas também considerando que é mais equipada financeiramente para fazer *lobby*. Contudo, ao fazê-lo, ela pode criar um cenário mais claro e receptivo para a concorrência, o que,



paradoxalmente, poderia acelerar a entrada de outros *players* e aumentar a pressão competitiva sobre ela mesma.

Esse trecho de um *keynote* que a CEO da Progressive, Tricia Griffith, deu em março de 2018 serve para dar alguma perspectiva temporal:

A frequência de acidentes tem diminuído nos últimos 50 anos, sendo um pouco compensada pela severidade – seja pelo custo de saúde ou pelo reparo de veículos. Se você lê o Wall Street Journal todos os dias, pensaria que carros autônomos estarão aqui amanhã. Eu não acredito nisso, mas qualquer CEO de uma seguradora que não esteja pensando nisso não está fazendo seu trabalho. Então, para mim, penso nisso em termos de querer que a maior parte da empresa esteja pensando em executar nosso plano atual e continuar a capturar mais participação de mercado. E então, a próxima parte é expandir as adjacências, coisas em que somos bons: nossa marca, nossa análise, nossos serviços. Então, quais são as coisas que podemos desenvolver aqui que são um pouco diferentes? Como seguro direto para pequenas empresas? E então o terceiro horizonte, eu penso como 'explorar'. O que estamos fazendo agora para investir em um portfólio de itens que substituirão essa receita, sabendo que – mesmo que em vinte anos nem todos os carros dirijam sozinhos, haverá substancialmente menos acidentes, o que é ótimo para a sociedade. Então, para eu ter um negócio duradouro daqui a 80 anos, ou para quando eu tiver 80 anos, o que estou fazendo para esse portfólio? Então, nossa equipe de estratégia e eu estamos trabalhando nesses investimentos – e sabemos que alguns deles não funcionarão – para reproduzir essa receita. A suposição que tive com a equipe era: imagine que existem carros autônomos e há muitos poucos acidentes, o que venderíamos? O que faríamos? Como poderíamos alavancar nossas habilidades e nossa experiência? Então, acho que você tem que estar trabalhando em tudo, não quero perder as oportunidades. Você viu o crescimento que tivemos nos últimos anos, quero continuar com isso, mas você precisa estar pensando nos planos A, B, C. E é meu papel preparar a empresa para o próximo CEO e entregá-la a eles, como Glenn fez comigo, com muitas oportunidades. Se eu tivesse que apostar, e isso sou apenas eu pessoalmente, acontecerá mais rapidamente com TNCs (Uber, Lyft) e com o setor comercial. Virá, não sou ingênua quanto a isso, você tem que ser planejador, mas não quero perder as oportunidades bem na minha frente.

Entre 2018 e hoje, a companhia cresceu receitas em 217%, ganhou *market share* a ponto de se tornar a segunda maior seguradora do país, reduziu seu *combined ratio* de 93,4% para 89,6%. Demonstrando, portanto, que, apesar da aparência de urgência da temática de AVs, o



negócio da seguradora teve um excelente desempenho sem nenhum impacto vindo desta ascensão.

Enquanto a extraordinária gestão de Griffith é assunto para um outro relatório dedicado inteiramente a isso, devemos reiterar que a ascensão de AVs não é novidade e que as boas companhias estão ativamente se preparando para o seu eventual impacto. Concordamos com a colocação da executiva de que a transformação é uma questão de tempo, mas não aderimos ao senso de urgência absoluta que tem sido pregado pela narrativa atual do mercado.

Vale notar, ainda, que outros fatores influenciam o *derating* de ações como da Progressive. O ciclo de aumento expressivo do preço das apólices, que marcou os últimos anos, parece ter chegado ao fim. Enquanto para a maioria das seguradoras este foi um período penoso de busca por estabilidade, para a Progressive significou uma era de ouro: lucros recordes, expansão agressiva de *market share* e a comprovação absoluta de sua superioridade operacional. Agora, no entanto, o cenário está mudando e já há registro de *rates* em declínio nos principais mercados dos EUA⁵.

Próximos passos

Conforme mencionado no início deste relatório, o tema está longe de ser esgotado. Os avanços tecnológicos cada vez mais velozes certamente criarão um incentivo para retomarmos o assunto no futuro.

Acompanharemos com interesse os próximos desenvolvimentos do setor, em especial da evolução dos AVs, um trabalho que pressupõe a formulação e análise de diversas hipóteses incertas, tais como:

⁵ Um *soft market*, i.e., um ambiente de *rates* em queda, gera diferentes repercussões no setor, todas elas indicando, em algum grau, uma possível desaceleração do crescimento e redução do lucro da Progressive. Primeiramente, o ambiente competitivo se acirra; com os custos de sinistros sob controle, as seguradoras retomam a busca por *market share*, o que alimenta uma guerra de preços. Em segundo lugar, a lucratividade fica sob pressão, pois a queda dos prêmios nem sempre é acompanhada por uma redução proporcional nos custos. Em terceiro lugar, a retenção de clientes se torna um desafio maior, já que o cenário de preços baixos incentiva o consumidor a buscar ativamente novas cotações. Essa dinâmica cria um quarto desafio, de ordem financeira: se as oportunidades de crescimento forem mais escassas, o acúmulo de capital em caso de incapacidade de reinvestimento no negócio pode afetar o ROE da Progressive, que é historicamente elevado justamente porque a empresa opera com uma alta alavancagem de subscrição (*“underwriting leverage”*).



- Evolução de custo e viabilidade econômica: o ritmo da redução de custos de tecnologias essenciais, como sensores LiDAR e poder computacional, é um fator-chave a ser monitorado. Ele poderá ditar a viabilidade econômica e, consequentemente, a velocidade de adoção dos AVs em massa.
- Risco de trânsito misto: ainda que a indústria de transporte venha a se tornar 100% autônoma (o que é, por si só, uma hipótese ousada), haverá um longo período de transição, em que algoritmos previsíveis e motoristas humanos imprevisíveis irão coexistir, e cuja interação será um desafio de modelagem. Paradoxalmente, essa complexidade pode levar a um aumento temporário na frequência de acidentes, decorrentes de falhas de interpretação mútua.
- Modelo de adoção (frota comerciais vs propriedade individual): o modelo dominante — frota comerciais ou venda direta ao consumidor — tende a definir a natureza do risco. Enquanto frota representam um risco corporativo mais homogêneo e previsível, a adoção individual pode criar um ambiente de risco híbrido e fragmentado por muitos anos.
- Complexidade na apuração de responsabilidade: a investigação de sinistros pode vir a se tornar exponencialmente mais complexa e cara. A análise deixará de focar apenas no motorista para buscar a causa raiz do acidente: foi uma falha de *software*? Um mau funcionamento de um sensor em condições adversas? Ou uma decisão controversa do algoritmo?
- Risco de cibersegurança: a possibilidade de um ataque hacker coordenado a uma frota representa uma nova classe de risco. Isso levanta questões complexas sobre responsabilidade e sinaliza a provável necessidade de novas apólices, focadas especificamente em cobrir falhas de *software* e ataques maliciosos.
- Propriedade dos dados: o acesso aos dados de uso do veículo, essenciais para a precificação de risco de seguro, será um campo de disputa. A definição de quem — proprietário do veículo, fabricante ou desenvolvedor de *software* — controla esses dados e como eles serão compartilhados com as seguradoras é uma questão fundamental para o futuro da subscrição de seguros.
- Falha sistêmica em cascata: a concentração de mercado em poucos sistemas operacionais cria um risco de cauda difícil de modelar. Um único *bug* pode afetar



milhões de veículos simultaneamente, gerando perdas massivas e correlacionadas que desafiam os modelos tradicionais de capital e resseguro.

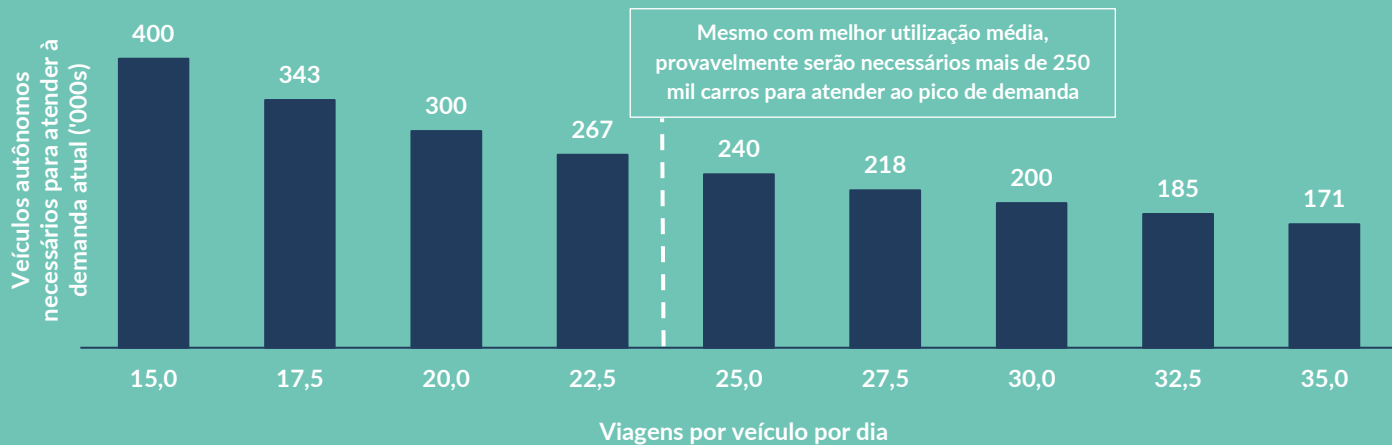
Nossa análise sugere que a percepção atual do mercado sobre a velocidade de adoção de veículos autônomos está superestimada, impactando desproporcionalmente os preços das ações de seguradoras e criando oportunidades. Os avanços tecnológicos, o custo elevado dos AVs e a ausência de um arcabouço jurídico e regulatório claro indicam uma transição mais lenta do que a narrativa predominante sugere. Isso não significa, de forma alguma, que negamos o progresso da tecnologia ou que enxergamos um futuro no qual AVs são irrelevantes - muito pelo contrário. Nossa visão é de que a narrativa atual está mais alarmante do que os fatos sugerem e que as seguradoras devem continuar sendo negócios seguros e lucrativos pelos próximos anos. Continuaremos monitorando a evolução do setor e suas complexidades. Reiteramos que, como sempre, estamos abertos a comentários, críticas, sugestões e debates.



Os americanos acreditam cada vez mais que o consumo de álcool faz mal à saúde, de acordo com uma pesquisa da Gallup. Em 2024, 45% dos americanos disseram que beber uma ou duas bebidas alcoólicas por dia faz mal à saúde, um novo recorde.

Fonte: The New Sobriety: Loud, Bold and Stigma-Free

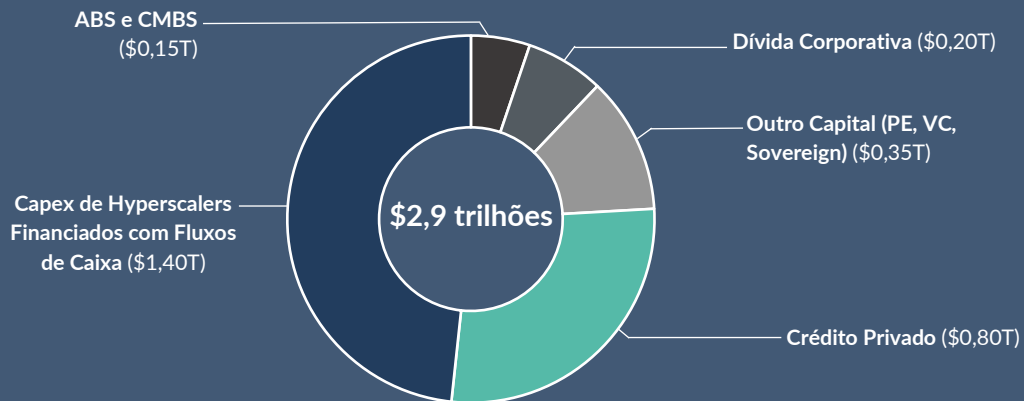
Com as atuais taxas de utilização implícitas de 18,4 viagens por dia da Waymo, seriam necessários 300 a 350 mil carros para atender à demanda atual de transporte



Fonte: Press reports, Bernstein analysis

O Bolo de Financiamento da IA

Como o Morgan Stanley projeta que a indústria pagará pelos data centers até 2028



Fonte: The Information



Os compradores internacionais agora detêm cerca de USD 18 trilhões em ações dos EUA, cerca de 30% do mercado de quase USD 60 trilhões, de acordo com dados do Fed citados pelo Bank of America.

Fonte: Federal Reserve System



“It’s easy, and it’s seductive, to assume that data is really knowledge. Or that information is, indeed, wisdom. Or that knowledge can exist without data. And how easy, and how effortlessly, one can parade and disguise itself as another. And how quickly we can forget that wisdom without knowledge, wisdom without any data, is just a hunch.”

— **Toni Morrison**

“Ultimately, with a really hot new thing, investors can adopt what I call “a lottery ticket mentality”. If a successful startup in a hot field can return 200x, it’s mathematically worth investing in even if it’s only 1% likely to succeed. And what doesn’t have a 1% likelihood of success? When investors think this way, there are few limits on what they’ll support or the prices they’ll pay.”

— **Howard Marks**

“You start with a company that builds a box and they probably dress it up to look like a life-changing world-altering protocol that’s gonna replace all the big banks in 38 days or whatever. Maybe for now actually ignore what it does or pretend it does literally nothing. It’s just a box.”

— **Sam Bankman-Fried on cryptocurrencies**

“No amount of sophistication is going to allay the fact that all your knowledge is about the past and all your decisions are about the future”

— **Ian H. Wilson (former GE executive)**

“The only way to become good at something is to practice the ordinary basics for an uncommon length of time. Most people get bored. They want excitement. They want something to talk about and no one talks about the boring basics (...) Boredom encourages you to stop doing what you know works and do something that might work.”

— **Farnam Street**

NEXTEP GLOBAL EQUITIES LONG ONLY FIF AÇÕES - IE RL

Setembro 2025



O Fundo	Objetivo e Estratégia	Público-alvo
Nextep Global Equities Long Only Fundo de Investimento Financeiro (FIF) em Ações - Investimento no Exterior (IE) Responsabilidade Limitada (RL) é um fundo de ações que investe seus recursos primordialmente em empresas globais com horizonte de investimento de longo prazo. O fundo deverá aplicar parte significativa do seu capital em empresas negociadas no exterior.	O fundo tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas globais que apresentem combinações atraentes de atributos, tais como: (i) equipe de gestão competente e ética, (ii) interesses alinhados entre gestores, controladores e acionistas minoritários, (iii) excelentes modelos de negócios e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam ganhos absolutos substanciais em um horizonte de investimento superior a 5 anos.	Destinado a Investidor Qualificado. O Fundo é recomendado para investidores que busquem retornos absolutos substanciais em um horizonte superior a 5 anos e que estejam, portanto, dispostos a aceitar oscilações de curto e médio prazos.

Desempenho histórico

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Anual	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2025 YTD	1,61%	0,47%	-8,90%	0,18%	4,56%	-5,91%	1,95%	0,84%	2,20%	-	-	-	-3,69%	-0,03%	21,58%	-9,92%	10,37%
2024	2,14%	9,50%	5,94%	-2,79%	4,43%	5,60%	2,32%	2,83%	-0,06%	0,96%	8,60%	3,25%	51,20%	48,94%	-10,36%	33,97%	10,88%
2023	3,29%	-0,80%	2,59%	0,17%	1,81%	-2,46%	2,24%	3,44%	-0,87%	-2,05%	5,60%	0,13%	13,55%	11,57%	22,28%	-2,75%	13,05%
2022	-6,63%	-1,78%	-7,31%	-6,12%	-3,75%	0,51%	6,71%	-4,27%	-6,49%	1,27%	5,95%	-2,84%	-23,12%	-23,39%	4,69%	3,66%	12,43%
2021	2,85%	8,23%	2,53%	-1,10%	0,72%	-6,06%	4,70%	1,29%	0,00%	9,69%	-4,68%	0,71%	19,26%	29,17%	-11,93%	17,66%	4,38%
2020	8,86%	-2,03%	6,30%	8,87%	-0,02%	0,51%	-0,52%	9,92%	1,39%	3,04%	2,42%	1,59%	47,42%	47,12%	2,92%	33,99%	2,76%
2019	2,33%	4,52%	4,74%	1,91%	-3,41%	3,34%	-1,38%	6,56%	0,99%	0,80%	8,69%	-3,93%	27,29%	30,23%	31,58%	9,06%	5,96%
2018	0,54%	-1,47%	1,33%	3,53%	7,06%	3,31%	-1,73%	7,66%	-1,84%	-9,66%	-0,22%	-2,96%	4,41%	4,88%	15,03%	22,16%	6,42%
2017	0,58%	1,01%	0,47%	2,68%	3,51%	1,49%	-3,04%	-0,25%	-0,79%	6,64%	1,41%	0,81%	15,18%	22,28%	26,86%	6,55%	9,93%
2016	-0,23%	0,13%	-4,70%	-2,92%	5,56%	-10,80%	4,12%	0,97%	-0,52%	-3,91%	2,47%	-2,75%	-12,84%	-13,65%	38,93%	-14,34%	14,00%
2015	0,59%	11,14%	10,44%	-4,22%	5,67%	-3,55%	11,19%	3,11%	7,24%	2,43%	-0,04%	0,11%	51,90%	45,03%	-13,31%	53,94%	13,24%
2014	0,31%	-0,87%	-1,23%	-0,48%	1,10%	-0,22%	1,53%	0,60%	5,85%	0,57%	8,42%	2,44%	19,06%	15,97%	-2,91%	16,38%	10,81%
2013¹	-	-	-	-	1,65%	2,35%	4,59%	3,44%	-6,05%	1,77%	4,21%	2,43%	14,87%	26,15%	-8,08%	15,67%	5,16%
Desde o início													519,47%	640,03%	160,97%	383,30%	211,07%

	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2025 YTD	-3,69%	-0,03%	21,58%	-9,92%	10,37%
Últimos 12 meses	9,02%	12,89%	8,66%	2,84%	13,33%
Últimos 24 meses (anualizado)	22,81%	26,35%	12,01%	8,26%	12,18%
Últimos 36 meses (anualizado)	19,90%	21,55%	9,94%	4,93%	12,62%
Últimos 48 meses (anualizado)	7,56%	8,87%	7,14%	6,26%	12,19%
Últimos 60 meses (anualizado)	10,20%	11,60%	9,10%	5,97%	10,29%
Desde o início (anualizado)²	15,34%	16,95%	7,79%	13,12%	9,29%

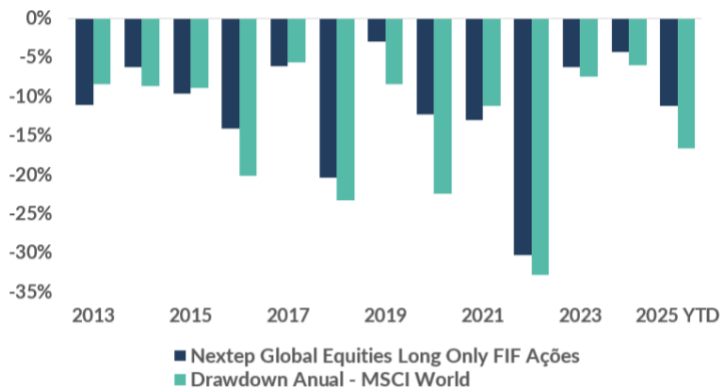
Observações

- (1) Fundo estabelecido em 28 de Maio de 2013.
- (2) MSCI World considera a variação do dólar frente a moeda brasileira
- (3) CPI + 2,5% considera a variação do dólar frente a moeda brasileira
- (4) Dados utilizados para o CPI se referem a variação do mês anterior
- (5) Os índices MSCI World, CDI, Ibovespa e CPI + 2,5% são de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo

Métricas de risco

	Últimos 36 meses			Últimos 60 meses		
	Nextep	MSCI World	Ibovespa	Nextep	MSCI World	Ibovespa
Meses positivos	27	24	21	41	37	34
Meses negativos	9	12	15	19	23	26
Maior queda mensal	-8,90%	-7,77%	-7,49%	-8,90%	-9,86%	-11,50%
Maior alta mensal	9,50%	8,68%	12,54%	9,69%	9,35%	15,90%
# Meses > MSCI World	18	-	-	29	-	-
# Meses < MSCI World	18	-	-	31	-	-
Volatilidade Anualizada	15,94%	15,98%	16,39%	17,07%	17,13%	18,13%
Correlação	-	0,9	-0,2	-	0,8	-0,1
Drawdown	-17,07%	-17,80%	-18,35%	-32,65%	-32,74%	-26,50%

Rentabilidade do fundo em períodos de queda máxima do MSCI World



	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
set/25	2,20%	1,15%	3,40%	-1,49%	1,22%
ago/25	0,84%	-0,70%	6,28%	-2,85%	1,16%
jul/25	1,95%	4,41%	-4,17%	3,85%	1,28%
jun/25	-5,91%	-0,97%	1,33%	-4,71%	1,09%
mai/25	4,56%	6,59%	1,45%	1,08%	1,14%
abr/25	0,18%	0,02%	3,69%	-0,06%	1,06%
mar/25	-8,90%	-7,77%	6,08%	-2,64%	0,96%
fev/25	0,47%	0,14%	-2,64%	1,34%	0,99%
jan/25	1,61%	-2,24%	4,86%	-4,57%	1,01%
dez/24	3,25%	0,13%	-4,28%	3,65%	0,93%
nov/24	8,60%	8,68%	-3,12%	3,36%	0,79%
out/24	0,96%	3,78%	-3,62%	6,57%	0,93%
Últimos 12 meses	9,02%	12,89%	8,66%	2,84%	13,33%

Composição setorial / Concentração da carteira

Sector			Exposição
Consumo Discricionário	33,4%	Segmento de Luxo	19,2%
		Varejo - Vestuário	8,4%
		Varejo Especializado	5,9%
		Serviços de Viagens	3,2%
Tecnologia	24,1%	Software—Infraestrutura	12,5%
		Internet e Serviços de Informaçã	11,6%
Serviços Financeiros	20,0%	Seguros	17,1%
		Serviços de Crédito	2,9%
Imobiliário	4,7%	Construção Civil	4,7%
Industriais	5,5%	Máquinas Industriais Especiais	5,5%
Total			90,9%
Caixa e Equivalentes de Caixa			9,1%
5 maiores posições			48,6%
Demais posições			42,3%
Total			90,9%
Caixa e Equivalentes de Caixa			9,1%

Patrimônio Líquido (R\$ mil)

PL atual do fundo	47.547
PL médio do fundo nos últimos 12 meses	40.214
AUM atual da gestora	420.064
AUM médio nos últimos 12	382.435

Aplicação mínima inicial

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Valor mínimo para movimentação

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Saldo Mínimo de Permanência

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Horário limite para movimentação

14:30h

Conversão de cotas na aplicação

D + 1 da disponibilidade dos recursos

Resgate

- Solicitação do resgate: diária
- Pagamento do resgate: 3 dias úteis após a conversão de cotas
- Conversão de cotas no resgate: 10 dias úteis contados da data do pedido do resgate, ou o primeiro dia útil subsequente, caso a referida data não seja dia útil

Taxa de administração

- 1,6% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo
- Provisionada diariamente e paga mensal-mente

Taxa de performance

- 15% sobre o ganho que exceder o MSCI World em reais
- Provisionada diariamente e paga semestral-mente

Tributação

- IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate

Categoria ANBIMA

Ações Investimentos no Exterior

Conta do fundo (para TED)

Banco BNY Mellon – 17
Ag. 0001 – cc 1123-1
Nextep Global Equities Long Only FIF Ações – IE RL
CNPJ 17.703.320/0001-00

Gestor

NEXTEP Investimentos Ltda.
Tel: 21 2540.8210
www.nextepinvestimentos.com.br
faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

Administrador

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. República do Chile, 330–Torre Oeste–14º andar, Rio de Janeiro, RJ – CEP 20031-170
Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):
Tel: 21 3974.4600
www.bnymellon.com.br/sf
Ouvidoria:
Tel: 0800 725.3219

Custodiante

Banco BNY Mellon S.A.

Auditor

KPMG





faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

www.nextepinvestimentos.com.br

