





Em BRL*	1T2025	12 meses	24 meses	36 meses	2022-1T2025**
Nextep Global Equities Long Only	-7,00%	18,68%	51,90%	44,41%	22,76%
MSCI World	-9,71%	20,18%	46,14%	42,95%	14,95%
IBOV	8,29%	1,68%	27,85%	8,55%	24,27%

Em USD	1T2025	12 meses	24 meses	36 meses	2022-1T2025**
Nextep Global Equities Long Only	0,80%	4,11%	35,07%	20,07%	19,91%
MSCI World	-2,14%	5,58%	29,99%	18,85%	12,28%
IBOV	17,37%	-10,80%	13,69%	-9,75%	21,38%

\*Fundos não possuem hedge cambial

\*\*Data em que a atual gestão assumiu o fundo

O início de 2025 foi marcado por volatilidade e pela queda dos principais índices da bolsa americana, contrastando com a alta dos índices europeus. Os mercados globais se ajustam à nova administração americana, que tenta redesenhar aspectos da ordem global e cuja condução da política econômica tem gerado incertezas, afetando as bolsas de valores.

‘Um cenário macroeconômico incerto’ é quase um pleonismo. Em mais de 20 anos investindo globalmente, não lembramos de períodos de uma promessa de estabilidade duradoura que se estendesse além de algumas semanas. É exatamente esse tópico que queremos explorar neste relatório.

Como a conjuntura macroeconômica influencia o nosso trabalho enquanto investidores fundamentalistas de longo prazo? Repare que é uma pergunta inteiramente diferente de: como a conjuntura macroeconômica afeta as empresas nas quais investimos? Aqui, pretendemos mostrar como a nossa filosofia de investimentos encara as oscilações do ambiente externo e ilustrar como eventos macroeconômicos se traduzem em oportunidades.

No ano, registramos um alfa de 2,94% em dólares em relação ao nosso *benchmark*, o MSCI World, e de 5,07% em relação ao S&P 500 Total Return. De 2022 para cá, quando a gestão atual assumiu, o alfa acumulado em dólares de nossa estratégia long only<sup>1</sup> é de 12,36% em relação ao MSCI World e de 0,87% em relação ao S&P 500 Total Return. No trimestre, encerramos uma posição, que detalhamos a seguir, e iniciamos outra. Hoje, o portfólio é composto por 13 empresas.

<sup>1</sup> Estratégia Long Only da NEXTEP: O fundo Nextep Global Equities Long Only FIF Ações - IE RL incorporou o fundo Nextep Global Equities FIA-IE em 22-Maio-2024. Consideramos as cotas do fundo Nextep Global Equities Long Only FIF Ações - IE RL, com exceção do período entre Dez/2021-Maio/2024 em que as cotas do fundo Nextep Global Equities FIA-IE são consideradas. Neste período (Dez/2021-Dez/2023), o Fundo Nextep Global Equities Long Only FIF Ações - IE RL operou sob as restrições impostas aos fundos "BDR" (para investidores não qualificados).



## Uma nota sobre Nancy McKinstry

---

É provável que a maioria dos nossos leitores nunca tenha ouvido falar da companhia holandesa Wolters Kluwer, e menos ainda de sua extraordinária CEO Nancy McKinstry. Após 21 anos no comando da empresa, ela anunciou sua aposentadoria do cargo no mês passado, encerrando uma era de transformação excepcional.

Em 2003, a Wolters Kluwer era essencialmente uma editora de publicações para profissionais - pense em livros didáticos e *journals*. A americana de então 44 anos foi escolhida para comandar um *turnaround* e trouxe uma visão ousada para a época: apostar na digitalização e migrar o modelo de negócios para um ecossistema digital.

A executiva conseguiu transformar o portfólio da empresa, alavancando sua base de conteúdo didático para criar *softwares* de informação e *workflow*. O resultado foi uma reinvenção completa da companhia, que hoje tem mais de 85% de receita recorrente e uma sólida posição competitiva neste espaço.

Sob sua gestão, a capitalização de mercado da Wolters Kluwer se multiplicou por 10 vezes. Mais importante, McKinstry garantiu a sustentabilidade do negócio para as próximas décadas, elevando a lucratividade e o retorno sobre capital investido.

Essa transformação foi excepcionalmente rentável para os acionistas minoritários que apostaram no *turnaround*. De 2003 até o final de 2024, a ação entregou um retorno anualizado de 15,8% em dólares americanos, considerando dividendos reinvestidos - um número ainda mais impressionante quando comparado aos retornos do MSCI World e do S&P 500 Total Return, de respectivamente 5,7% e 9,4% no mesmo período.

A aposentadoria de McKinstry marca o fim de uma era na Wolters Kluwer, e também o encerramento do nosso investimento na companhia. Sua liderança sempre foi o pilar central de nossa tese, justificando o prêmio que pagávamos pela ação. Sua ausência, portanto, compromete a sustentação desta tese. Seguimos acompanhando a empresa e não descartamos voltar a investir no futuro. Por ora, saímos junto com a CEO.



## Macroeconomia e gestão fundamentalista de longo prazo

---

"Microeconomics is what we do and macroeconomics is what we put up with."

Charlie Munger

Comentar sobre a conjuntura macroeconômica nos parece o caminho mais rápido para cair em duas ciladas: fazer previsões sobre o futuro e falar sobre política. Como não vemos retorno em nenhuma dessas atividades, simplesmente não o fazemos.

Nossa recusa em escrever sobre política é uma questão de coerência com nossa filosofia. Nunca investimos ou deixamos de investir em uma companhia por causa de alguma política governamental, tampouco tentamos eleger setores 'vencedores' ou 'perdedores' de determinada administração ou de certos desenhos geopolíticos. Pessoalmente, é claro que temos opiniões políticas, mas entendemos que elas não têm lugar no nosso trabalho.

Trabalho esse que inclui, claro, saber o que se passa no ambiente econômico e político dos países onde nossas empresas operam, mas não inclui tomar qualquer tipo de posicionamento diante delas. Investimos em empresas sediadas nos Estados Unidos e na Europa porque acreditamos que são nesses mercados que há maior probabilidade de ocorrer, em janelas longas de tempo, uma convergência entre a performance do negócio e o desempenho da ação. É por lá também que encontramos padrões de governança mais robustos, maior transparência e *accountability*. Em outras palavras, nessas regiões estão empresas excepcionalmente competitivas, bem geridas e com capacidade de navegar todo tipo de cenário – e são essas características que, ao longo do tempo, recompensam os acionistas minoritários. Portanto, é uma escolha deliberada para que possamos investir para o longo prazo com foco exclusivo nas forças dos negócios e das pessoas e não na conjuntura econômica ou política.

O tipo de empresa que buscamos tem um modelo de negócio cuja lucratividade e durabilidade não dependem de uma política econômica específica, e sim de uma clara proposta de valor para seus clientes, fundamentada por vantagens competitivas duradouras. A idade média das companhias em nosso portfólio supera os 60 anos. A mais jovem tem 27 anos – ou seja, já passou por pelo menos duas crises globais, algumas guerras, e pelo menos 7 governos de diferentes inclinações ideológicas.

Além do perfil das empresas, o horizonte de tempo é outro fator importante para entender nossa relação com as variáveis macroeconômicas. Quando consideramos que o atual *holding*



*period* médio de ações pelo mercado é de apenas 10 meses, faz sentido que estes agentes estejam preocupados com os efeitos econômicos de curto prazo e que tomem decisões baseadas em previsões macroeconômicas. Esse tipo de aposta não nos interessa, tampouco serve como argumento para nossas discussões sobre potenciais investimentos. Nosso compromisso é investir em empresas que acreditamos serem capazes de gerar retornos acima da média ao longo de períodos superiores a três anos, por méritos próprios e não por favorecimentos conjunturais que, por definição, são passageiros.

Tentar antecipar quais setores podem se beneficiar de cenários hipotéticos não nos parece uma estratégia de investimento sustentável no longo prazo – pelo menos não para nós. Nos parece mais plausível que consigamos consistentemente escolher empresas capazes de gerar valor em janelas longas de tempo, com base na solidez de seu modelo de negócio e na qualidade de sua gestão.

Nada do que foi dito acima pretende sugerir que nossas empresas não sofrem impactos de políticas econômicas ou outros eventos de natureza exógena – seja no preço das ações ou nas operações. É claro que sofrem. Nosso trabalho é entender o quanto esses impactos podem ser estruturais e como elas estão equipadas para lidar com eles. Essa avaliação é fundamental para entender se as reações do mercado são justificadas ou exageradas, e o quanto de (ir)racionalidade elas carregam.

Sabemos, por experiência, que períodos de estresse tendem a levar a reações exageradas – às vezes, são apenas compatíveis com o horizonte de curto prazo preferido pela maior parte dos agentes de mercado, que é diferente do nosso. São nesses momentos que conseguimos comprar excelentes empresas a um preço descontado ou reduzir posições que estejam apresentando *valuations* exorbitantes, mitigando risco e maximizando nosso retorno potencial. Gostamos de pensar nessa prática como uma arbitragem de tempo.

Uma pergunta que costuma seguir essa afirmação é: como vocês sabem que essa ação não pode cair ainda mais? Não sabemos. E, mais importante, não tentamos acertar o fundo. Quando modelamos uma empresa, adotamos premissas conservadoras que servem para nos indicar quando existe uma margem de segurança ampla o suficiente para tomarmos uma posição grande. Nos ajuda, quando pensamos em *sizing*, saber o tamanho máximo de posição que teríamos naquela empresa e tentar dosar a progressão do aumento na medida em que a



margem de segurança se amplia - como podem notar, não é uma ciência exata e requer uma mistura de arte com disciplina.

Chegar a uma referência do valor justo das companhias que estudamos já envolve, necessariamente, estimar fluxos de caixa futuros. Acrescentar a isso os possíveis impactos de políticas econômicas, na nossa visão, torna o exercício ainda mais complexo sem resultar em maior precisão. Nesse ponto, preferimos estar aproximadamente certos do que precisamente errados e preferimos alocar nosso tempo de forma mais produtiva - afinal, o dia só tem 24 horas. O conservadorismo de nossos modelos é um pilar fundamental da nossa mitigação de risco e é crucial para sabermos aproveitar as grandes distorções entre preço e valor.

Queremos, agora, trazer alguns exemplos de como as variáveis exógenas participam de nosso processo de investimento. A desaceleração econômica da China é um bom ponto de partida. O fenômeno vem se desenrolando há anos e tem sido um fator importante na avaliação de empresas expostas a esse mercado. Não pretendemos adivinhar a velocidade ou dimensão dessa desaceleração nos próximos anos, então aplicamos o conservadorismo que nos é característico quando estimamos essa linha do resultado. Essencialmente, tentamos entender até que ponto esse fator compromete a perspectiva de geração de valor no longo prazo desta empresa. Nos nossos modelos, a pergunta central é: se a desaceleração na região for igual ou pior do que os executivos esperam, a ação da companhia ainda estaria barata? Em alguns casos, a resposta foi positiva - e essas companhias hoje integram nossa carteira.

Outro bom exemplo é o mercado de *housing*, que vem sofrendo com a alta de juros nos últimos anos. Hipotecas mais caras prendem os proprietários a seus imóveis atuais, reduzindo a oferta e o dinamismo do setor. Esse quadro tem efeito direto não apenas nas ações de empresas que operam diretamente no setor, como construtoras, mas também naquelas que estão no entorno dele, como *home improvement* e varejo de móveis e artigos de casa. Tivemos bastante sucesso ao ignorar previsões do *timing* de melhora do setor e aproveitamos os múltiplos comprimidos de empresas como Williams Sonoma e Lowe's. Ambas, por mérito próprio, souberam navegar esse ambiente turbulento, expandiram suas margens e ganharam fatia de mercado.

No que diz respeito a variáveis como inflação e juros, temos poucas preocupações, uma vez que investimos em empresas pouco alavancadas ou *net cash*, e que são capazes de absorver



ou repassar preços para seus consumidores. Previsões sobre a magnitude de cortes de juros ou, por outro lado, a necessidade de um aperto monetário, não nos cabe. São distrações periféricas à nossa atividade central de estudo de modelos de negócios lucrativos e resilientes. De novo, escolhemos empresas excepcionais justamente para que esses fatores não passem de ruídos transitórios.

Esperamos que esse relatório tenha ilustrado bem como convivemos com a macroeconomia enquanto gestora fundamentalista de longo prazo. Pontuamos que os momentos de incerteza e mudanças de cenário tendem a reiterar as forças dos modelos de negócio nos quais investimos, e corrobora ainda mais o valor da arbitragem de tempo que praticamos. A melhor forma que conhecemos de preservar capital e garantir uma boa relação de risco-retorno é seguir, de forma disciplinada, nossa filosofia de investimento. A volatilidade não nos assusta nem é vista como uma medida de risco na Nextep. Pelo contrário, seguimos comprometidos em usá-la a nosso favor para continuar explorando distorções entre preço e valor.

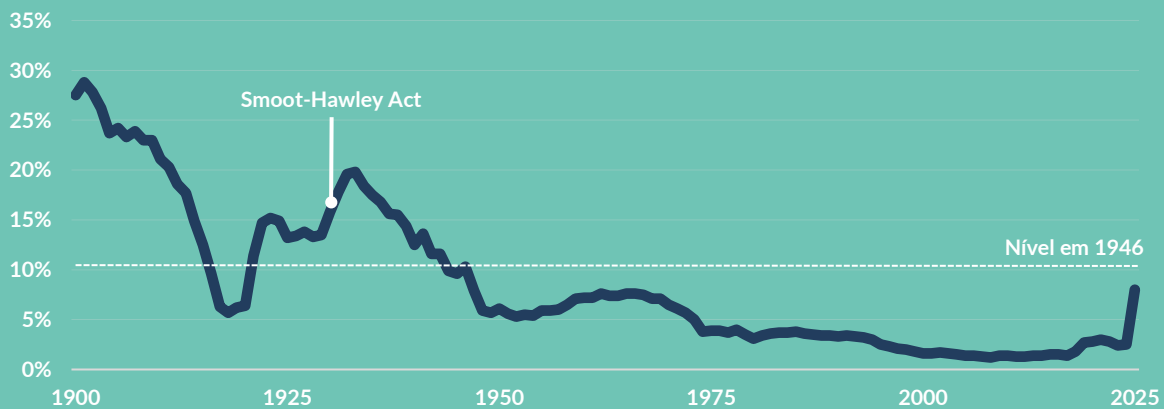


De 2009 a 2019, apenas 6% de 5.000 empresas de capital aberto tiveram um crescimento orgânico de 10% ao ano (e apenas uma fração mínima dessas cresceu mais de 20%).

Fonte: McKinsey

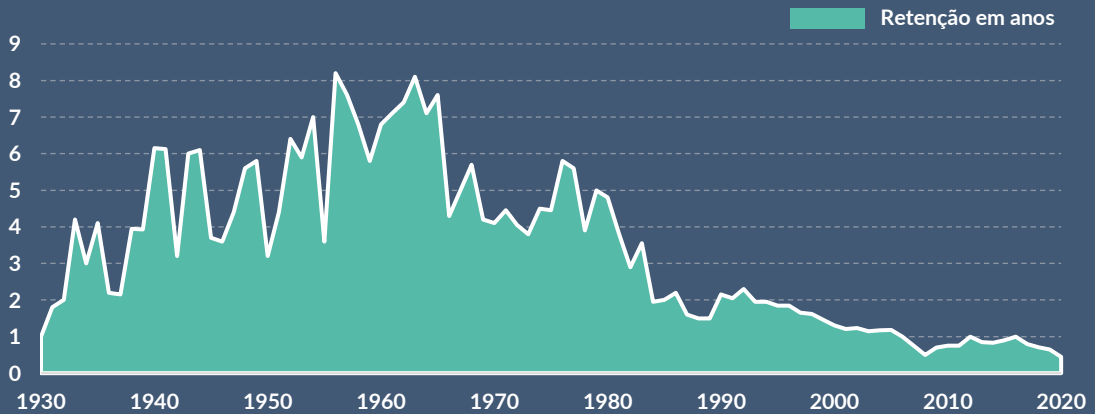
## O presidente Trump elevou a tarifa média dos EUA ao seu nível mais alto em décadas

Tarifa média nos EUA (%)



Fonte: Statista

## O declínio do investimento de longo prazo: o período médio de retenção de ações na NYSE segue em queda vertiginosa



Fonte: Visual Capitalist



Das 500 empresas que compunham o S&P 500 em sua criação, em 1957, apenas 53 ainda permanecem no índice. Naquela época, uma empresa podia esperar permanecer no índice por 61 anos, enquanto em 1980 a média caiu para 36 anos. Hoje, esse período é de menos de 20 anos.

Fonte: A Wealth of Common Sense





*"I don't let people do projections for me because I don't like throwing up on the desk."*  
— **Charlie Munger**

*"I continue to believe that short-term market forecasts are poison and should be kept locked up in a safe place, away from children and also from grown-ups who behave in the market like children."*  
— **Warren Buffett**

*"Investing is a negative art which means identifying what not to do is often as important as knowing what to do."*  
— **John Huber**

*"The past wasn't as good as you remember. The present isn't as bad as you think. The future will be better than you anticipate."*  
— **Morgan Housel**

*"Macro events and the ups and downs of companies' near-term fortunes are unpredictable and not necessarily indicative of - or relevant to - companies' long-term prospects. So little attention should be paid to them."*  
— **Howard Marks**

*"Forecasts tell you a great deal about the forecaster; they tell you nothing about the future."*  
— **Warren Buffett**

*"It is remarkable how much long-term advantage people like us have gotten by trying to be consistently not stupid, instead of trying to be very intelligent."*  
— **Charlie Munger**





[faleconosco@nextepinvestimentos.com.br](mailto:faleconosco@nextepinvestimentos.com.br)

[www.nextepinvestimentos.com.br](http://www.nextepinvestimentos.com.br)

