

FCL *Capital*

4T 2024

Irregularidade

“There are decades where nothing happens; and there are weeks where decades happen” - Vladimir Ilyich Lenin.

A banda de rock Journey foi formada em São Francisco nos anos 1970 por ex-músicos de grupos californianos de sucesso, como Santana e The Steve Miller Band.

Alcançou sucesso crítico e comercial no final dos anos 1970 e início dos anos 1980, com uma série de sucessos, especialmente sua música mais famosa, "Don't Stop Believin'".

Como era (e ainda é) comum na indústria do rock, no entanto, tensões entre a banda e seu empresário, conflitos entre os integrantes e o estresse contínuo das viagens levaram à dissolução do grupo.

Como era de se esperar, a banda tentou se reunir e voltar ao sucesso comercial ao longo das décadas seguintes, com várias formações e diferentes vocalistas. No entanto, ficou evidente que era uma banda que já havia passado por seu auge, com membros e fãs envelhecendo, enfrentando dificuldades para continuar em turnê, e rapidamente se tornando apenas uma nota de rodapé na história.

Em um momento particularmente difícil, durante uma turnê europeia fracassada, surgiram relatos de que o então vocalista da banda nem sequer estava cantando, mas apenas dublando¹, devido a problemas crônicos de saúde e abuso de substâncias.

Esse poderia ser o fim da história, não fosse por um fato interessante e completamente desconexo: em 2007, mais de 30 anos após a formação do Journey e mais de 15 anos depois do auge do sucesso da banda, uma série de televisão de grande sucesso chamada The Sopranos estava prestes a exibir seu tão aguardado episódio final, após uma década de sucesso.

É difícil explicar o impacto que The Sopranos teve na televisão do século 21: a série é frequentemente creditada, ao lado de Game of Thrones - uma história de fantasia ambientada em um mundo fictício chamado Westeros - e Breaking Bad - a trajetória de um professor de química que, diante de uma doença terminal, decide vender metanfetamina para garantir a segurança financeira de sua família - como uma das melhores séries de todos os tempos.

O último episódio certamente faria a América inteira parar para assistir. E então as coisas ficaram interessantes: embora esta casa não queira dar muitos spoilers, na cena final do último episódio, Don't Stop Believin' é tocada na íntegra e de forma marcante, enquanto o protagonista da série, "o mafioso" (Tony Soprano), conversa com sua família, mantendo os olhos fixos na entrada principal para ver quem será afinal o seu assassino.

¹ [https://en.wikipedia.org/wiki/Journey_\(band\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Journey_(band))



De repente, e de uma vez, após 15 anos de relativo ostracismo, o mundo estava ansioso para assistir Journey ao vivo novamente.

Costumamos pensar no sucesso como algo linear e binário. O oposto do fracasso. Você tenta e ou é bem-sucedido, ou não. Mas essa não é a realidade da vida e, crucialmente, não é assim que as finanças funcionam.

Pensemos, por um momento, no mercado de ações. Conforme aponta a teoria financeira, o motivo crucial para os investidores terem exposição ao mercado de ações - a chamada “renda variável” - é o prêmio que ele paga em relação aos investimentos de renda fixa. Nos Estados Unidos, por exemplo, no período de 1900 a 2024, a renda fixa proporcionou retornos nominais de aproximadamente 6% ao ano, enquanto o mercado de ações (medido pelos principais índices) gerou cerca de 10% anuais. Os quatro pontos percentuais adicionais de retorno constituem exatamente o chamado “prêmio de risco

do mercado de ações”, já que a maior variabilidade implica maior incerteza, e o investidor médio não teria motivo para investir em ações se o mercado de ações oferecesse retornos similares aos da renda fixa.

Mas aqui vai um lembrete importante: esses quatro pontos percentuais adicionais de retorno não ocorrem todos os anos de maneira previsível. O retorno do mercado de ações pode ser de 50% em um ano (após o qual muitos investidores iniciantes correm atrás dos ganhos impressionantes) e de -25% no ano seguinte (quando juram que investir no mercado de ações é uma tolice). Esses quatro pontos adicionais são uma média, calculada ao longo de um período muito longo. Só podemos observá-los muito tempo depois.

Em nossa [Carta do 3º trimestre de 2021](#), intitulada “Searching for Supernovas”, falamos sobre The Killers, uma banda de rock diferente, e discutimos como o sucesso extraordinário em empresas como Uber ou Google - e em muitos aspectos da vida - ocorre quase da noite para o dia em muitos casos, além de como tentar identificá-lo

precocemente. Nesta carta, vamos explorar um fenômeno diferente: como o sucesso é, na maioria das vezes, incrivelmente não linear.

De fato, o Journey teve uma reunião e um final feliz. Após pesquisar diversos candidatos para assumir o posto de vocalista da banda e liderar a turnê de reunião que fãs de todo o mundo tanto desejavam, a banda encontrou seu novo vocalista no lugar mais improvável: o YouTube.

Um cantor filipino chamado Arnel Pineda havia publicado alguns vídeos cantando com uma banda local de tributo nas Filipinas. Por coincidência, o tom de voz de Pineda é quase idêntico ao do vocalista original do Journey. Além disso, as Filipinas, que abrigam uma importante base militar americana, são um país com alto domínio do inglês, o que certamente facilitou. Com Pineda como vocalista principal, a banda voltou a encontrar um sucesso incrível e realiza turnês regulares pelo mundo.

A teoria financeira tradicional afirma que as duas principais variáveis no investimento são risco e retorno. Mas essa não é a forma como a maioria dos investidores realmente se comporta. Eles podem dizer que se importam com esses dois fatores, mas há também um terceiro componente que, no fundo, eles desejam: previsibilidade.

Desde que fundamos nosso fundo, dedicado a investir em empresas e mercados negligenciados, com retornos descorrelacionados, um conselho bem-intencionado que sempre recebemos foi: neste negócio, você precisa ser consistente. Você precisa sobreviver. Mas eles não estavam falando de controle de risco. Nem estavam nos aconselhando a ser conservadores. O que realmente queriam dizer é que seria melhor para o nosso negócio apresentar resultados consistentes, mesmo que medianos, a cada ano, do que retornos compostos muito elevados no longo prazo, com alguns anos espetaculares e outros negativos.

E, sendo honestos, eles estavam certos: todo gestor da indústria sabe que os investidores amam previsibilidade.

Então surge uma pergunta: quanto dos seus retornos os investidores estão dispostos a abrir mão para ter retornos mais previsíveis e uniformes?

Matematicamente, um investidor que, após um período de três anos, entrega um retorno de 40%, com um primeiro ano negativo, um segundo ano com 50% de retorno positivo e um terceiro ano negativo, e um investidor que alcança os mesmos 40% após três anos, mas com um retorno ligeiramente superior a 10% a cada ano, chegam exatamente ao mesmo lugar. Mas todos no mercado financeiro sabem que o primeiro fundo teria dificuldades para permanecer em operação, enquanto o segundo estaria inundado de investidores implorando para entrar.

Isso não seria um problema para investidores individuais, apenas para gestores de fundos, se não fosse por um fato: estamos profundamente convencidos de que, em seu esforço para agradar investidores e entregar retornos previsíveis, a indústria financeira se tornou, de certa forma, limitada, repetitiva e, diríamos, enfadonha. Falta originalidade e uma certa dose de ousadia.

Se os investidores querem resultados financeiros perfeitamente simétricos, a indústria se esforçará para oferecê-los e, certamente, deixará muitas boas ideias de lado, preferindo fracassar de forma convencional a arriscar a sua "galinha dos ovos de ouro".

E não nos entenda mal: seremos os primeiros a concordar que a previsibilidade tem valor. É melhor alcançar 40% em três anos simétricos do que com um único ano espetacular seguido por dois anos de perdas. No primeiro caso, qualquer pessoa que tivesse entrado no fundo em qualquer momento teria lucrado. E a previsibilidade tem várias implicações e usos positivos.

Mas quanto valor ela realmente tem? Para um investidor de longo prazo, um único ano de retornos, seja positivo ou negativo, não deveria alterar tanto sua perspectiva. A previsibilidade certamente tem seu lugar e valor positivo; apenas acreditamos que ela é um pouco superestimada.

Dito de outra forma: como investidor, você pode optar por retornos perfeitamente lineares ou retornos extremamente elevados, mas certamente não pelos dois. Basta perguntar a Burry, Soros ou até mesmo Buffett, que, mesmo sendo o maior de todos, teve vários anos de retornos negativos. Retornos espetaculares ou super consistentes e perfeitamente simétricos. Escolha um. Você nunca terá ambos².

Agora vamos analisar algumas das histórias mais extraordinárias das finanças e dos investidores mais excepcionais: todas elas também são histórias de irregularidade.

Michael Burry, cuja história foi imortalizada no filme A Grande Aposto (The Big Short)³, é um exemplo claro. Em 2005, ele se convenceu completamente de que o mercado imobiliário americano estava prestes a colapsar e decidiu praticamente apostar tudo nessa convicção. Como sabemos hoje, foi uma aposta incrivelmente visionária, possivelmente a mais extraordinária já feita na indústria financeira.

Agora, vejamos os retornos do seu fundo: a Scion Capital Management, como era chamado, fez essa aposta e foi considerada completamente louca pelos poucos que ouviram falar dela na época.

² O desejo por linearidade também é responsável por muitos dos piores erros comportamentais que as pessoas cometem: elas vendem cedo demais quando se assustam, seja com ações individuais ou com cotas de fundos mútuos.

³ [https://en.wikipedia.org/wiki/The_Big_Short_\(film\)](https://en.wikipedia.org/wiki/The_Big_Short_(film))

A aposta inicialmente deu errado: no primeiro ano após a decisão, a Scion registrou -23% de retorno, seguido por -32% em 2007. Praticamente todos os investidores do fundo decidiram resgatar seu dinheiro, e Burry acabou tendo que fechar a empresa. Mas então, basicamente quando ele estava gerindo apenas seu próprio capital, já que quase todos haviam saído, o colapso chegou, e a Scion registrou um retorno espetacular de 489,36% em 2008. Foi um desfecho extraordinário, para dizer o óbvio. Mas também um resultado altamente não linear.

A maioria das pessoas conhece Elon Musk como um dos maiores empreendedores do planeta e, possivelmente, o maior visionário da tecnologia.

Mas aqui vai uma pequena história de como Elon Musk quase se tornou apenas uma nota de rodapé na história:

Em 1995, Musk mudou-se para a Califórnia e, junto com seu irmão, fundou um site chamado x.com, uma versão inicial de um banco online.

Em 2000, a x.com se fundiu com uma empresa maior chamada Cofinity, dando origem ao PayPal.

Dois anos depois, o PayPal foi vendido por US\$ 1,5 bilhão, e Musk embolsou cerca de US\$ 180 milhões.

Um homem muito rico, por qualquer padrão.

Após isso, Musk embarcou em dois novos investimentos: uma empresa de foguetes chamada SpaceX e uma fabricante de carros elétricos chamada Tesla.

Logo em seguida, as coisas começaram a desandar. A SpaceX era uma ideia promissora, mas ainda estava muito longe de se tornar lucrativa, e Musk precisou injetar mais dinheiro várias vezes.

Enquanto isso, a Tesla estava perto de finalmente desenvolver um veículo elétrico, mas estava queimando muito dinheiro no processo.

Resumindo, Elon Musk estava tentando mudar o mundo. Mas o mundo tinha outros planos.

O tão esperado Model S estava quase pronto, mas a Tesla não tinha dinheiro para continuar. Em um ponto, como o próprio Musk admite, a Tesla esteve a cerca de um mês da falência⁴. Em 2008, dos US\$ 180 milhões de Musk, sobravam cerca de US\$ 40 milhões. Depois, US\$ 30 milhões. E, então, US\$ 20 milhões.

Num dado momento, quando Musk tinha apenas US\$ 10 milhões no banco, os engenheiros da Tesla ligaram informando que finalmente haviam acertado o conceito do Model S. Mas havia um problema: seriam necessários mais US\$ 10 milhões para colocá-lo em produção.

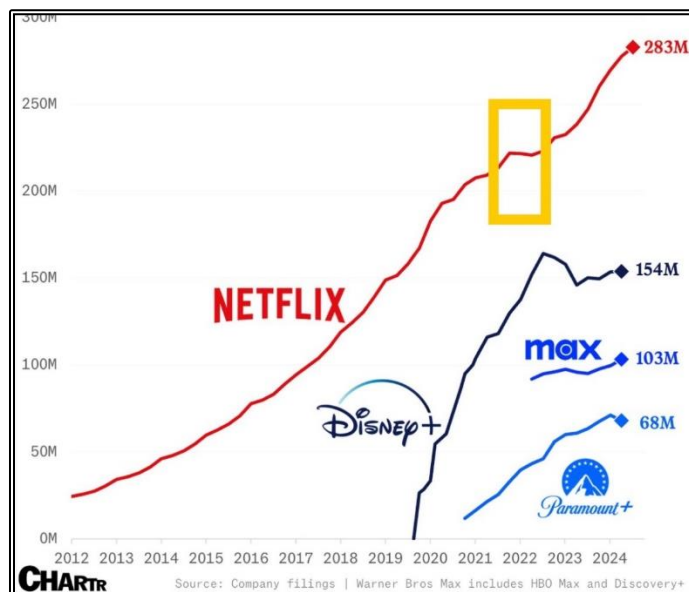
⁴ <https://www.cnn.com/2020/11/03/musk-tesla-was-about-a-month-from-bankruptcy-during-model-3-ramp.html>

O que você faria, caro leitor? Desistiria e abandonaria seus sonhos, mas sairia rico para o resto da vida? Ou arriscaria seus últimos US\$ 10 milhões em sua visão, por mais arriscado que fosse?

Agora todos sabemos o que Musk fez. Ele colocou seus últimos US\$ 10 milhões na Tesla, e a empresa finalmente entregou o Model S. Musk disse que refletiu e concluiu que, para ele, não faria tanta diferença não ser rico. Sua ex-esposa resumiu melhor ao afirmar: "A verdade é que Elon tem nervos de aço".

Hoje, a Tesla vale mais de US\$ 1 trilhão, e a SpaceX, mais de US\$ 250 bilhões. Elon Musk pode muito bem ser a figura mais importante deste primeiro quarto de século, ao lado de Steve Jobs. Mas ele esteve muito perto de ser uma nota de rodapé esquecida na história, mencionada apenas brevemente em discussões sobre o PayPal.

Um desfecho espetacular. Certamente, um resultado altamente não linear. Retornos espetaculares ou super consistentes e perfeitamente simétricos. Escolha um. Você nunca terá ambos



As ações da Netflix caíram 75% por causa dos poucos trimestres representados no quadrinho onde o número de assinantes ficou estagnado. Investir é lidar com a irregularidade e saber tirar proveito disso.

Em nossa [Carta do 1º trimestre de 2023](#), intitulada “The Magic Box”, afirmamos que, se um investidor em ações perder apenas os 10 melhores dias do mercado em uma década, seus retornos compostos serão drasticamente menores. E, como é essencialmente impossível prever o mercado, a melhor estratégia para praticamente qualquer investidor é permanecer sempre investido no mercado de ações.

Ainda acreditamos nisso, com uma ressalva importante: a maioria dos períodos para um investidor será mediana, com alguns poucos espetaculares. Essa é a única maneira de superar o mercado. Além disso, nenhum período deve ser catastrófico, pois

um colapso completo da carteira o tira do jogo para sempre. Portanto, mediocridade com um toque de magia é o segredo do sucesso.

Resiliência

“Warren Buffett should say, ‘I’m sorry’. How did he miss the silicon, wireless, DSL, cable, and biotech revolutions?” - Harry Newton, publisher (Technology Investor Magazine em meados de 2000)⁵.

“I felt that I had let the previous generation of entrepreneurs down - that I had dropped the baton as it was being passed to me. I met with David Packard and Bob Noyce and tried to apologize for screwing up so badly. I was a very public failure, and I even thought about running away from the valley.” - Steve Jobs, em seu discurso de formatura na Universidade de Stanford em 2005, sobre ter sido demitido da Apple em 1985.

Como mencionado anteriormente, investir é difícil. A única maneira de superar o mercado, uma tarefa incrivelmente desafiadora, é desviar-se da multidão. Isso fará com que você se sinta não apenas sozinho, mas também, muitas vezes, estúpido, porque, quase por definição, ao desviar-se do mercado, você não experimenta apenas períodos de desempenho superior, mas também de desempenho inferior.

As vacas sagradas

Por fim, a disposição para se desviar do consenso significa, por definição, a disposição de ser um contrarian, assumindo posições não convencionais. Um dos princípios fundamentais desta casa é que qualquer coisa que ainda não tenha sido completamente compreendida tem uma maior probabilidade de carregar potencial de geração de alfa.

Para permanecer em dois exemplos atuais de questionamento da sabedoria convencional:

⁵ A bolha da tecnologia estourou logo em seguida, e a revista faliu, enquanto a Berkshire Hathaway agora vale mais de US\$ 1 trilhão.



Agora é fato que o mercado dos EUA superou o desempenho enquanto o mercado chinês ficou para trás. O desempenho de ambos os índices claramente sustenta essa realidade, com o S&P500 tendo uma década espetacular enquanto o CSI300 teve um desempenho inferior.



Nossos investidores e leitores sabem que a FCL Capital tem algumas reservas quanto à tese exagerada do chamado "excepcionalismo americano" no que diz respeito aos mercados globais de ações.

Se, por um lado, os EUA permanecem como a economia mais dinâmica do planeta para o resto do século, por outro, acreditamos que oportunidades incríveis serão ainda mais abundantes em outras partes do mundo.

Um exemplo é a comparação entre EUA e China. Nos últimos 10 anos, desde 1º de janeiro de 2014, o índice americano S&P500 valorizou-se em 226%, enquanto o CSI300 chinês registrou um ganho de apenas 71%.

Fim da discussão então?

Na verdade, não. Se compararmos não o desempenho das ações, mas a evolução do valor total de mercado das empresas listadas no mesmo período, a China superou incrivelmente os EUA, com as empresas listadas em suas bolsas vendo seu valor de mercado aumentar 212%, contra 186% nos EUA.

Por que então o desempenho fantástico dos americanos? Grande parte disso ocorreu devido ao movimento contínuo de recompra de ações, que fez com que o número de empresas listadas caísse gradualmente, tornando as ações remanescentes mais caras devido à escassez.

Por outro lado, a China, sendo um país em crescimento, teve muitos IPOs e poucas recompras, o que fez com que o valor total de mercado aumentasse, mas o desempenho individual das ações ficasse aquém.

O paradoxo da renda fixa brasileira

No Brasil, é amplamente discutido que investir em ações é "uma perda de tempo" e que tudo o que os investidores brasileiros deveriam fazer é permanecer aplicados em renda fixa doméstica.

O que muitos investidores brasileiros não percebem é que essa percepção ocorre devido a uma miragem financeira. Sim, a renda fixa teve um desempenho forte quando medida em moeda local. Mas e se começarmos a pensar no restante do mundo e compararmos esse instrumento com a renda fixa global e as ações globais?

Aqueles que investiram em títulos atrelados à Selic em 1º de janeiro de 2014, há mais de uma década, hoje possuem, em dólares, basicamente o mesmo montante de uma década atrás. Isso ocorre apesar da ilusão monetária causada pela inflação e pela desvalorização do real, que faz os investidores locais acreditarem que obtiveram ganhos expressivos durante o período.

A conclusão, em nossa visão, é inescapável: a diversificação internacional de portfólio é essencial não apenas para investidores institucionais, mas também para investidores individuais.

Resumindo, é necessário ter disposição para se arriscar e ir contra as "vacas sagradas" do mundo dos investimentos. Paciência e resiliência para desviar-se da multidão e tolerar tanto períodos bons quanto ruins. Não é fácil, porque, como Charlie Munger disse de forma brilhante: "se você acha que é fácil, então você é estúpido".

Concluindo esta seção e tentando responder à pergunta original: embora seja óbvio que a regularidade merece um prêmio e tem valor, também é um fato que, como investidor, você precisará necessariamente escolher: retornos espetaculares ou retornos regulares. Qual é o montante de desempenho que você está disposto a abrir mão para obter regularidade? Essa questão pode parecer semelhante à de encontrar o nível ideal de risco que alguém está disposto a tolerar, mas não é exatamente a mesma coisa, já que volatilidade (como uma medida de risco) e retornos anuais regulares não são a mesma coisa.

Portanto, qual é o "prêmio de regularidade" correto que alguém deve pagar? Obviamente, a resposta varia para cada investidor, dependendo de suas preferências, tolerância e capacidade. Mas ter esse número em mente é útil para conhecer a si mesmo como investidor. Então, qual é o seu número?

New York Times

Antes de nos aprofundarmos em nosso recente investimento no New York Times, é importante fazermos uma rápida recapitulação do setor de jornais no último século.

Durante a maior parte do século XX, a indústria de mídia tradicional em geral, e os jornais em particular, foram um dos negócios mais espetaculares que existiam, não apenas em termos de sua capacidade de gerar dinheiro, mas também pelo prestígio e poder que conferiam a seus proprietários.

Não é necessário muito esforço para concordar com essa visão, algo que pode ser facilmente percebido na cultura popular. Desde Cidadão Kane, considerado por muitos o maior filme já produzido em Hollywood, que retrata a história de um repórter investigando as últimas palavras do magnata dos jornais Charles Kane (magistralmente interpretado por Orson Welles), até Succession, a aclamada série da HBO que conta a história da família Roy, inspirada, sem muitas sutilezas, na vida real da família Murdoch, envolvida em negócios de jornais e mídia global.

De fato, muitos dos primeiros investimentos de Warren Buffett focaram em adquirir negócios de jornais, e ele, curiosamente, tinha uma fascinação particular por jornais de cidades pequenas e médias, onde, em muitos casos, o negócio era o único jornal em circulação na cidade.

As razões para isso são fáceis de entender: Buffett sempre preferiu negócios com vantagens competitivas duráveis, de preferência sem substitutos claros. Tradicionalmente, se um jornal era o único na cidade, especialmente em uma cidade de médio porte, ele tinha um grande domínio na consciência dessa comunidade e podia cobrar preços altos por seus classificados. Era, literalmente, uma licença para imprimir dinheiro ou, como Buffett dizia, "uma ponte de pedágio", algo sem substitutos.

Com o advento da internet, no entanto, à medida que os consumidores começaram a obter suas notícias online, o negócio dos jornais começou a declinar materialmente.

Muitas publicações disponibilizaram suas notícias gratuitamente na internet, mas não apenas o número de leitores continuou diminuindo, como também a seção de classificados, que por muito tempo foi uma das maiores fontes de receita da indústria (ao lado das assinaturas), entrou em colapso.

Então, com o surgimento das redes sociais, parecia que nenhum jornal sobreviveria. Muitas figuras proeminentes no Twitter, como Elon Musk, afirmam que a mídia tradicional não é confiável e eventualmente desaparecerá completamente.

Embora vejamos alguma verdade nessa perspectiva, também é interessante notar que algumas poucas publicações de elite, geralmente voltadas para um público global e com jornalismo de alta qualidade, não apenas conseguiram implementar *paywalls*, mas também viram sua audiência online crescer novamente. Alguns exemplos desse clube seletivo incluem The Economist, Financial Times, The Guardian no Reino Unido e, no centro desta tese, o New York Times.

Por que isso acontece? Por que algumas poucas publicações conseguem prosperar nesse ambiente aparentemente hostil, enquanto tantas outras, algumas com uma longa história e outras sendo o único jornal em suas regiões, estão fechando para sempre?

Para começar a responder a essa pergunta, uma anedota interessante pode ser observada em uma empresa muito mais recente: a Netflix.

Como é bem documentado⁶, a Netflix reinventou sua indústria pelo menos três vezes. Primeiro, inventou o modelo de entrega de DVDs pelo correio, levando à falência a Blockbuster, uma empresa outrora poderosa e líder do setor. Em seguida, a Netflix percebeu que o futuro era o streaming e abandonou as entregas físicas, apostando totalmente no streaming.

Por fim, a Netflix percebeu que isso não seria suficiente. Transmitir filmes pela internet era uma commodity que poderia ser facilmente replicada por outras empresas. Com o tempo, certamente enfrentariam concorrência. Foi então que, primeiro com a série *House of Cards*, estrelada por Kevin Spacey e dirigida pelo renomado David Fincher, a Netflix entendeu que o verdadeiro valor estava no conteúdo.

Hoje, a Netflix investe bilhões por ano em suas próprias produções, desde *Squid Game* até *Chef's Table*, passando por novelas coreanas e conteúdos originais em português, entre muitos outros.

E é exatamente isso que diferencia o negócio e o transformou, praticamente, em uma utilidade essencial nesta era. O conteúdo não pode ser substituído. O conteúdo não é uma commodity.

⁶ Recomendamos entusiasticamente não apenas o livro "No Rules Rules" de seu fundador, mas também os inúmeros artigos e ensaios escritos sobre a empresa, para aqueles que desejam se aprofundar na história e no modelo da Netflix.

O New York Times foi fundado em 1851 por Henry Raymond e George Jones como The New York Daily Times e, nos últimos 175 anos, acumulou o que é, indiscutivelmente, a maior reputação e prestígio no mundo do jornalismo global.

A partir da década de 1870, com uma série de reportagens de grande destaque sobre o político corrupto Henry Tweed, passando por coberturas que mudaram a história, como o bombardeio de Nagasaki em 1945, o escândalo de Watergate em 1971, a Guerra do Vietnã nos anos 1970 e muito mais, o New York Times nunca perdeu seu lugar na consciência nacional e seu status de marca de prestígio.

Isso não é contestado. O que é novo, no entanto, é o cenário em constante mudança que não apenas o New York Times, mas todas as publicações jornalísticas tiveram que navegar nas últimas décadas. Primeiro, com o advento da Internet e a incerteza sobre a disposição dos leitores de pagar por notícias, e depois com a explosão das redes sociais e as críticas válidas de que a mídia tradicional nunca teve plenamente seus leitores em mente, nem foi capaz de produzir o jornalismo mais verdadeiro e de alta qualidade que o público confiava e apoiava.

O poder dos conteúdos

A tese básica e o framework para analisar empresas como The New York Times é que o que diferenciava algumas publicações de elite, como The Financial Times e The Economist, da grande maioria da mídia impressa tradicional é o fato de que essas publicações mencionadas possuem marcas premium, leitores engajados dispostos a pagar por seus conteúdos, e, portanto, não são vistas como commodities.

O que é ainda mais interessante é que, desde que a internet mudou para sempre a distribuição de notícias, essas publicações podem até se beneficiar.

Por exemplo, a revista The Economist, uma publicação britânica fundada em 1843, tem o dobro de leitores nos EUA em comparação ao seu país de origem, o Reino Unido. No caso do The New York Times, que sempre teve forte distribuição e leitores em todo os EUA, incluindo regiões distantes de sua cidade natal, atualmente, 16% de seus assinantes vivem fora dos EUA, um feito incrível para um jornal local, mas que acreditamos ser apenas o começo.

Embora a sabedoria convencional sugira que as publicações de mídia tradicional estão lentamente morrendo, também identificamos algumas megatendências que, em nossa opinião, permitirão que algumas poucas publicações selecionadas não apenas sobrevivam, mas prosperem:

- **Distribuição online** - A distribuição digital permite que pessoas interessadas nas histórias e dispostas a pagar por elas possam acessar o conteúdo de onde quer que estejam. No passado, um leitor do Brasil ou do Sudeste Asiático dificilmente seria um leitor regular do New York Times, já que o jornal não era impresso nem distribuído nesses locais. Com tecnologias modernas, como acesso à banda larga, iPads e smartphones, um leitor de qualquer lugar pode acessar o conteúdo ao mesmo tempo que um leitor em Nova York, da mesma forma que um assinante da Netflix pode assistir a um programa onde quer que esteja.

- Aumento da proficiência em inglês ao redor do mundo - O crescimento no número de pessoas fluentes em inglês permitirá que mais leitores acompanhem o jornalismo de qualidade global, ampliando o alcance de publicações de elite.
- Curva de aprendizado no uso das redes sociais - Com o tempo, as publicações globais estão aprendendo a usar as redes sociais a seu favor, publicando teasers e pequenas histórias que atraem tráfego para seus *paywalls*. Ao mesmo tempo, uma geração que cresceu com as redes sociais começa a perceber que elas podem ser complementares, e não apenas substitutas: algumas formas de jornalismo investigativo e de longas reportagens simplesmente não podem ser replicadas fora das mídias tradicionais.

Essas tendências, combinadas com o alcance global e a qualidade inquestionável dessas publicações, criam um cenário em que algumas poucas publicações de elite não apenas resistem às mudanças, mas se posicionam para prosperar em um mundo dominado pela distribuição digital.

Os números

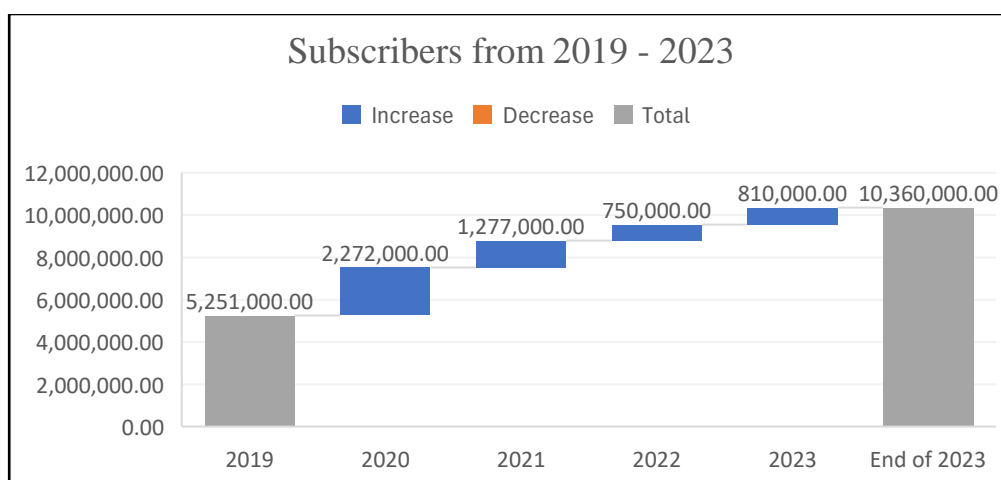
Nos últimos anos, a principal narrativa tem sido a lenta morte do formato impresso e sua substituição pelo acesso online. O New York Times tem sido um líder nessa transição e uma das poucas publicações capazes de navegar por esse processo com sucesso, cobrando dos leitores pelo acesso ao conteúdo.

Em 2019, o New York Times tinha 5,2 milhões de assinantes para seus produtos de notícias e não-notícias, sendo 4,4 milhões de assinantes digitais e pouco mais de 800 mil assinantes de seu formato tradicional impresso.

No terceiro trimestre de 2024, último dado disponível, o número total de assinantes havia saltado para 11 milhões, incluindo quase 10,5 milhões de assinantes exclusivamente digitais. Essa transição reforça a confiança desta casa de que, para algumas poucas empresas de elite, a distribuição global e a adaptação ao mundo online se revelarão uma bênção disfarçada.

É verdade que todas as grandes publicações ainda estão aprendendo sobre as oportunidades de monetização nesse novo formato. Tradicionalmente, uma parte significativa das receitas dos jornais vinha da seção de classificados, especialmente na edição de domingo. Por um lado, os classificados tradicionais não se adequam ao formato online. Por outro, existem novas e potenciais formas de monetização que podem ser exploradas nesse ambiente digital.

NYT revenues (in thousands of USD)	2019	2020	2021	2022	2023
Subscription	1,083,851.00	1,195,368.00	1,362,115.00	1,552,362.00	1,656,153.00
Digital subscription	460,452.00	598,280.00	773,882.00	978,574.00	1,099,439.00
Print subscription	623,399.00	597,088.00	588,233.00	573,788.00	556,714.00
Advertising	530,678.00	392,420.00	497,536.00	523,288.00	505,206.00
Digital advertising	260,454.00	228,594.00	308,616.00	318,440.00	317,744.00
Print advertising	270,224.00	163,826.00	188,920.00	204,848.00	187,462.00
Other	197,655.00	392,420.00	215,226.00	232,671.00	264,793.00
Total	1,812,184.00	1,980,208.00	2,074,877.00	2,308,321.00	2,426,152.00



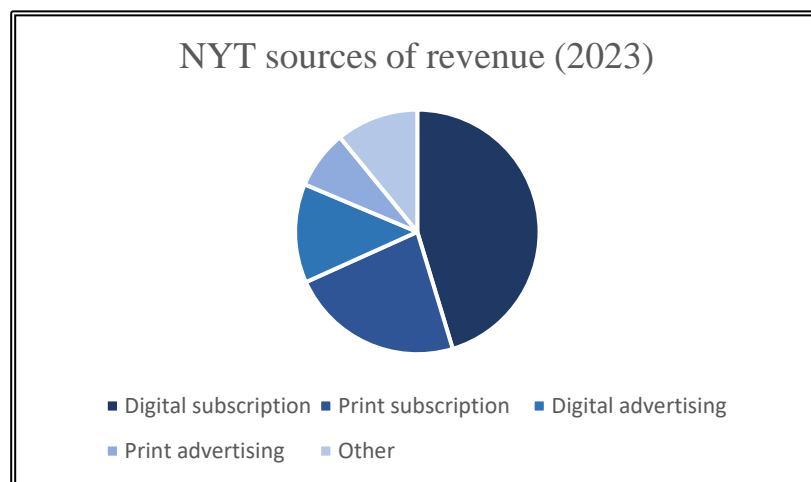
Quarter results	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
Total subscribers	10,080.00	10,360.00	10,550.00	10,840.00	11,090.00
Digital-only subscribers	9,410.00	9,700.00	9,910.00	10,210.00	10,470.00
Digital-only subscribers net addition	210.00	300.00	210.00	300.00	260.00
Total digital-only subscribers ARPU (USD)	\$9.28	\$9.24	\$9.21	\$9.34	\$9.45
<i>*ARPU (Average Revenue Per User)</i>					

In thousands of USD	2023 Actual	2024 Consensus	2025 Consensus
Revenues	2,426,152.00	2,585,000.00	2,759,000.00
<i>Growth</i>	5.1%	6.5%	6.7%
Free cash flow	338,000.00	364,000.00	471,000.00
<i>Growth</i>	196.5%	7.7%	29.4%

Quanto ao futuro, a empresa está apostando em um conjunto diversificado de produtos relevantes, como a assinatura padrão do New York Times combinada com outras publicações, como The Athletic, focada em esportes, para ajudá-la a navegar no dinâmico cenário da mídia.

Certamente, existem riscos no caminho à frente. Esta casa está particularmente atenta à métrica de "receita por assinante" e, acima de tudo, à receita publicitária, já que ainda não está completamente claro como e em que medida isso será capaz de substituir as receitas tradicionais de classificados.

No geral, acreditamos que o número de assinantes pode surpreender positivamente no longo prazo, pois a empresa será capaz de alcançar mais leitores em diferentes cantos do mundo, que poderão achar o conteúdo oferecido pelo New York Times, especialmente sua cobertura de assuntos globais, relevante para eles. Entretanto, a grande incógnita será a receita publicitária, enquanto o New York Times e o restante do cenário tradicional da mídia aprendem a navegar pela transição para um mundo online na entrega de notícias.



Acreditamos, que o New York Times pode ser uma joia escondida e um investimento no estilo Buffett: uma marca globalmente respeitada que, por si só, constitui uma barreira competitiva relevante; uma empresa "compounding" barata, com durabilidade comprovada e uma longa história que remonta ao século XIX, cuja avaliação está momentaneamente deprimida enquanto navega por uma transição tecnológica.

Performance

FCL Opportunities	
Sector Distribution	% AUM
Consumer Discretionary	33.72%
ETF	14.64%
Financial	12.28%
Industrials	10.95%
Communication Services	10.94%
Staple	5.30%
Consumer Durables	4.16%
Cash	3.96%
Commercial Services	2.10%
Healthcare	1.94%

Portfolio Concentration	
	% AUM
Top 5	59.56%
Top 10	89.42%
Top 15	99.29%

FCL Opportunities	
Returns	
Year To Date (BRL)	9.14%
Year To Date (USD)	-14.21%
12 Months (BRL)	9.14%
12 Months (USD)	-14.21%
Since Inception (BRL)	109.96%
Since Inception (USD)	13.06%
Annualized Rate of return (BRL)	9.68%
Annualized Rate of return (USD)	1.56%

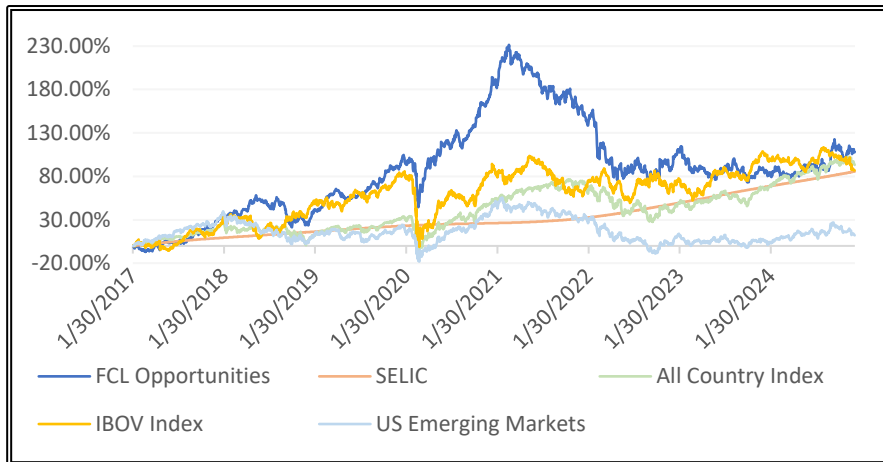
Top 5 Concentration	
	% AUM
VT:US	14.37%
ANT:XHKG	12.79%
1211:HK	10.95%
PDD:US	10.88%
HDB:US	10.58%

FCL Opportunities	
Geographic Distribution	% AUM
China	35.20%
Europe	21.02%
World	14.37%
USA	13.45%
India	10.58%
Brazil	3.39%
UK	1.70%

Exchange Exposure	
	% AUM
RMB	35.20%
EUR	21.02%
World	14.37%
USD	13.45%
INR	10.58%
Others	5.36%

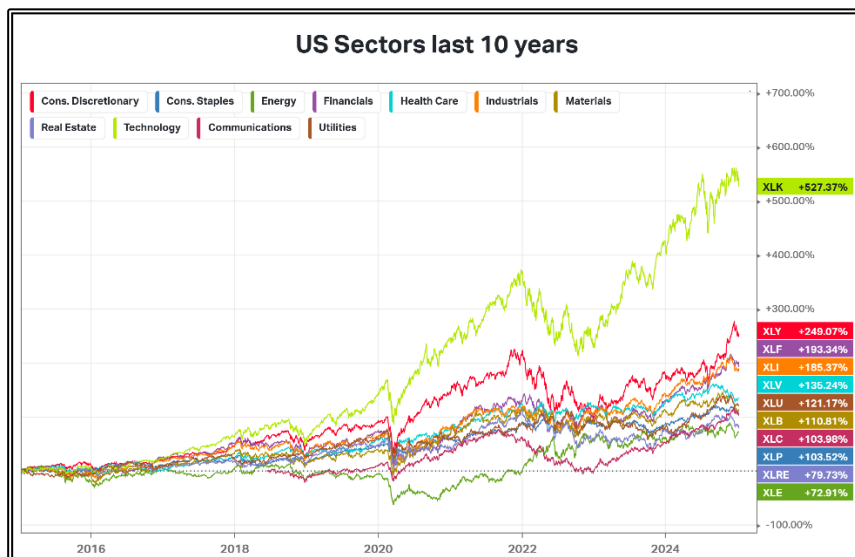
O fundo FCL Opportunities apresentou uma performance positiva de 9,14% no ano de 2024. Esse desempenho compara-se favoravelmente ao Ibovespa, que registrou uma queda de -11%, e ao índice global iShares Emerging Markets (+4%), enquanto está em linha com o índice acumulado da Selic (10,87%) e fica atrás do índice global All Equities (15,45%), impulsionado mais uma vez pelo desempenho superior das ações de grandes empresas americanas, representadas acima de tudo pelo grupo conhecido como as "Sete Magníficas" (*Mag Seven*).

Desde nossa criação, em 30 de janeiro de 2017, o FCL Opportunities acumula uma performance de +107,80%, o que equivale a uma taxa composta anual de 9,67%. Esse resultado se compara favoravelmente com os benchmarks mencionados acima: o índice global de ações da iShares apresentou uma valorização de 93,25% no mesmo período; o Ibovespa teve uma alta de 85,52%, enquanto a Selic acumulou 85,65%. Já o índice global de mercados emergentes (iShares Emerging Markets), prejudicado pelo fraco desempenho das ações chinesas nesse período, teve uma valorização de apenas 12,20%.



Alguns investidores podem questionar por que não incluímos o S&P500 nessa comparação e, sim, obviamente, o índice americano teria nos superado (e a todos os outros). A resposta é que, desde a nossa criação, nossa exposição geral às ações dos EUA tem sido muito baixa, às vezes limitada a dígitos únicos, já que nosso fundo é dedicado a explorar os cantos mais negligenciados dos mercados globais de ações.

Nos próximos anos e décadas, temos convicção de que haverá uma reversão dessas tendências: os mercados emergentes, mais cedo ou mais tarde, superarão o desempenho dos EUA, enquanto os mercados americanos enfrentarão alguns anos em que o incrível crescimento dos lucros precisará superar o crescimento dos preços das ações para que suas avaliações retornem à tendência histórica.



Como sempre acontece com os *valuations*, é muito mais fácil prever corretamente o longo prazo do que o que ocorrerá nos próximos um ou dois anos.

Uma segunda grande tendência à qual temos dedicado nosso tempo é aprofundar nossa compreensão de novas tecnologias importantes, como inteligência artificial, criptomoedas, nanotecnologia e outras. Quando esta casa começou, tínhamos quase certeza de que estávamos superexpostos em tecnologia, já que sempre dedicamos uma parte significativa do nosso tempo tentando entender e prever os novos produtos, tendências e ferramentas que moldarão nossa existência. No entanto, em retrospectiva, se houve um grande erro que cometemos no passado, nosso maior erro foi estarmos menos investidos em tecnologia do que deveríamos. Não planejamos repetir esse erro.

Como sempre, terminamos agradecendo aos nossos clientes, investidores e amigos pela confiança depositada em nós e reafirmamos nosso compromisso de trabalhar arduamente para merecê-la. Agora e sempre, nosso sincero agradecimento.

Equipe FCL.