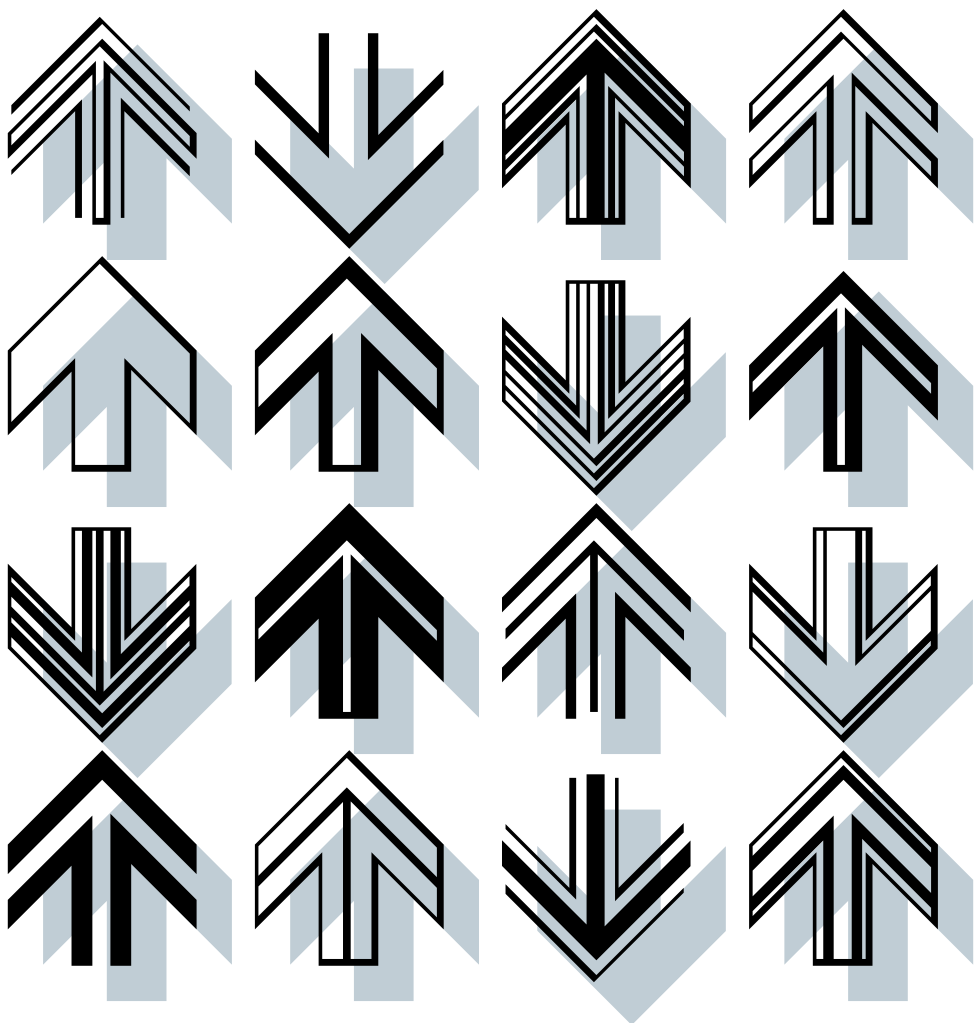


# Conversas com gestores de ações brasileiros

a fórmula dos grandes investidores  
para ganhar dinheiro em Bolsa

**Luciana Seabra**

PREFÁCIO DE FELIPE MIRANDA



Na bolsa, ninguém acerta sempre. Há, entretanto, os que ganham muito mais do que perdem. E fazem fortunas. Qual é o segredo deles? Gestores de R\$ 25 bilhões na bolsa brasileira respondem a essa pergunta neste livro em quinze conversas descontraídas.

Com investidores veteranos, aprendemos que a análise começa pelo que a empresa tentou esconder na contabilidade, mas que vai além do quantitativo. A empresa não é um ativo abstrato. Para conhecê-la, é preciso trocar ideias com consumidores, fornecedores, concorrentes. E por que não se inscrever no vestibular da empresa de educação em que vai investir? Ou virar professor dela?

Avaliar a gestão da empresa é primordial. Aquele que foi incompetente no passado provavelmente será no futuro, ensinam os gestores.

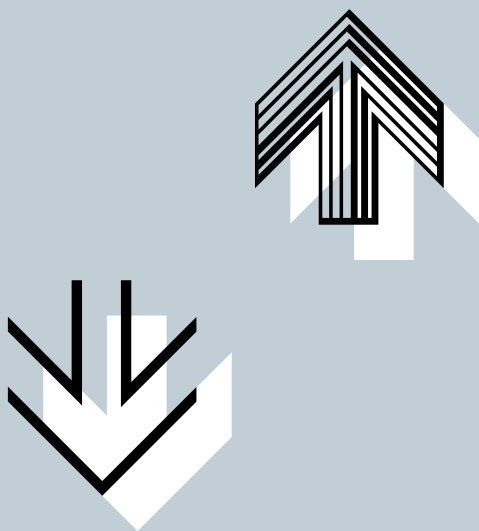
Saber a hora certa de comprar e vender é quase uma arte. E não se iluda, todos os grandes investidores de bolsa já fracassaram. A paciência é um antídoto contra escolhas erradas. Há quem prefira não ver todos os dias o desempenho do próprio fundo que gere.

Há ainda no investidor de ações uma boa dose de intuição. Se a intuição é, na realidade, manifestação do conhecimento escondido, aqui ela se transforma em palavras. Neste livro, experiências e conselhos revelados por gente como você que fez muito dinheiro em bolsa.

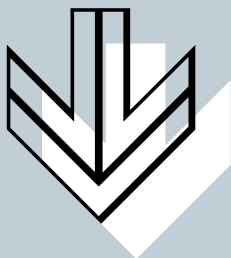
## **Conversas com gestores de ações brasileiros**



**Conversas com gestores de ações brasileiros**  
a fórmula dos grandes investidores  
para ganhar dinheiro em Bolsa  
*Luciana Seabra*



EMPIRICUS



© Empiricus, 2016  
Todos os direitos reservados

*Edição* Olivia Alonso  
*Preparação e revisão* Mahana Cassiavillani, Daniela Piccoli  
*Projeto gráfico* Thiago Lacaz

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

---

Seabra, Luciana  
Conversas com gestores de ações brasileiros: a fórmula  
dos grandes investidores para ganhar dinheiro em Bolsa  
São Paulo: Empiricus Research, 2016

ISBN 978-85-92581-06-0

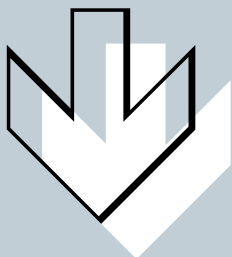
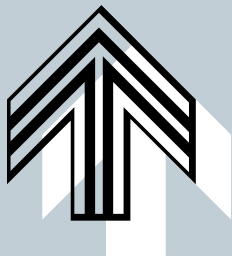
1. Ações (Finanças) 2. Administração financeira  
3. Bolsa de valores 4. Entrevistas 5. Investimentos  
6. Mercado de capitais I. Título.
- 

16-08580 CDD-332.63228

- Índices para catálogo sistemático  
1. Ações e Bolsa de Valores: Investimentos:  
Economia financeira 332.63228

Empiricus Research  
rua Joaquim Floriano, 913  
Itaim Bibi, São Paulo, SP  
tel: (11) 3900-2850  
luciana.seabra@empiricus.com.br  
www.empiricus.com.br

*À minha família, pelas conversas de todos os dias.  
À Empiricus, especialmente à Olivia e ao Felipe,  
por terem confiado a mim esta missão.*



**André Ribeiro · Brasil Capital**





## Um gestor resiliente

Pense em um setor em que o Brasil ainda está bastante defasado com relação a outros países. Veio à mente educação, saúde, infraestrutura? São negócios dos segmentos dessa natureza que brilham aos olhos de André Ribeiro, gestor de ações da Brasil Capital.

André falava de Kroton quando o nome da companhia ainda soava exótico, e Rodrigo Galindo era um ilustre desconhecido. No fundo de ações da Brasil Capital, a empresa de educação morou por cinco anos, ao longo dos quais o valor da ação multiplicou-se por sete.

O gestor da Brasil Capital acredita piamente no poder da equipe, tanto para construir quanto para destruir valor nas empresas. Gente boa faz toda a diferença; gente ruim, também, repete. E a fórmula funciona. Em uma análise de longo prazo, os fundos da Brasil Capital sempre aparecem no topo.

A Brasil Capital sentiu na pele a dor da perda de um sócio importante: o jovem Duda, de apenas 29 anos. José Eduardo Ermírio de Moraes era neto do empresário José Ermírio de Moraes, do Grupo Votorantim, e eu tive o prazer de conhecê-lo, em uma visita à Brasil Capital, pouco antes da morte trágica em 2013, em um acidente de avião. Um empreendedor, desejoso de abrir os próprios caminhos.

Manter a locomotiva andando após essa tragédia, em meio a um período de bolsa bastante desafiador, foi uma prova de fogo. Foi um teste de resiliência, que a equipe venceu com louvor.

Ficou o aprendizado. “Temos convicção total de que todas as empresas vão passar por momentos muito difíceis, como a gente passou. Algumas morrem no meio do caminho e outras se adequam, se adaptam, se reinventam e continuam, enfim, de outra maneira, mas se adaptam e seguem em frente. A gente quer de fato investir nas empresas que sejam capazes de se adaptar às circunstâncias das mais diversas possíveis, porque esta que é a realidade”, diz André, como sempre sensível e preciso.

### **Você segue alguma filosofia de gestão para selecionar ações aqui na Brasil Capital?**

Não temos preconceito contra nenhum tipo de empresa ou setor. Entendemos que pode haver oportunidades em todos eles. O mercado brasileiro já é super-restrito em número de empresas abertas. Se a gente limitar estatais, setores regulados etc., o número fica ainda menor. Evidentemente preferimos empresas com um posicionamento competitivo diferenciado, em mercados bastante concentrados, nos quais a companhia já tem poder de repassar preço, barreiras de entrada muito fortes, enfim, *market share* [fatia de mercado] alto. Gostamos muito de mercados já consolidados, com líderes claros. Ou de empresas em setores que, dado o país em que estamos, são ainda subpenetrados ou informais, com baixa concentração. E em que as empresas com diferenciais de investimento em tecnologia, gente, processos são capazes de ganhar *market share* dos mais frácoos, de modo que o setor vá se consolidando ao longo dos anos.

### **Vocês valorizam muito gestão, né?**

Pra gente, peça-chave em qualquer que seja a empresa, qualquer setor, é a capacidade do time de gestão, quero dizer, gente boa faz toda a diferença. E gente ruim também faz toda a diferença. Empresas são capazes de destruir valor ou de gerar muito valor ao longo do tempo. Normalmente, essa geração de valor se dá por conta das equipes que dirigem essas empresas. Então, número um: times de gestão diferenciados são capazes de transformar negócios e empresas, gerando valor ao longo do tempo ou destruindo valor ao longo do tempo. Um exemplo recente é o que aconteceu com o Brasil: um grupo enorme de empresas incapacitadas administradas e destruiu o País ao longo de dez anos. E a gente espera que daqui pra frente um novo grupo de pessoas capacitadas e com objetivos comuns seja capaz de tirar do Brasil o que é possível. Isso vale pra Petrobras, pra Vale e também pra Brasil Capital como empresa. Gente boa gerindo uma *asset* [gestora] faz toda a diferença. Assim como, com gente despreparada, uma *asset* provavelmente não vai ter meio ano de vida. Então essa máxima de gente boa vale desde empresas gigantescas

até empresas muito pequenas. E vimos isso constantemente em vários dos negócios em que investimos ao longo do tempo.

**Nessa linha das empresas com baixa penetração de mercado, pode dar um exemplo de alguma em que vocês investiram e em que a gestão realmente fez diferença?**

Kroton. Fizemos o primeiro investimento na Kroton a preços atuais de R\$ 2 por ação. E desinvestimos a R\$ 15 por ação. Isso foi um investimento de cinco anos. Antes da Advent [fundo de *private equity* americano] fazer parte do conselho de administração, a Kroton era uma empresa mal gerida. A cada mês que falávamos com o time de gestão, eles passavam um foco diferente. Num primeiro momento, era Ensino Superior; depois, Ensino Básico; no mês seguinte, Ensino à Distância. Isso mudou com a ida da Advent ao bloco de controle da Kroton e, na sequência, com a aquisição da Iuni, da família do Rodrigo Galindo, que é hoje o presidente da empresa. Quando eles fizeram a aquisição, a Iuni era uma empresa de Ensino Superior presencial superbem gerida, já com margens operacionais de 25%, contra 10% do restante do setor. Eles trouxeram o Rodrigo pra ser o coo [Chief Operating Officer] da Kroton como um todo, ele ficou de seis meses a um ano e logo assumiu...

**... o posto de CEO.**

Isso. E o Rodrigo, na gestão, olhando pra processos, tecnologia, gente, potenciais aquisições, foi capaz de gerar valor – ou muito valor – pro acionista ao longo dos anos. Era uma empresa pequena, com menos de 100 mil alunos, e hoje a gente está falando de uma empresa com 1,5 milhão de alunos, se a gente considerar Kroton e Estácio conjuntamente, mas o caminho não foi nada fácil. Apesar de ter tido a ajuda do Fies (Fundo de Financiamento Estudantil), que certamente aumentou muito a demanda pelo Ensino Superior no Brasil, quando a gente olhava pra Kroton, era uma empresa num setor subpenetrado – se não me engano 15% das pessoas entre 18 a 24 anos iam pro Ensino Superior no Brasil, enquanto em outros países comparáveis esse número era de 30% a 35%. Então é um setor subpenetrado. E um setor ainda muito informal.

### **Informal em que sentido?**

A maioria das faculdades era gerida por famílias, com ainda a primeira geração tocando a empresa e sem acesso às melhores práticas financeiras de gestão de negócios. Nesse setor informal e subpenetrado, uma empresa com processos, tecnologia e dinheiro pra investir faz diferença, com o programa do Fies, mas também com um gestor que formou uma equipe de dez ou quinze outras pessoas de altíssimo nível e foi capaz de fazer algumas aquisições que mudaram completamente a empresa de patamar. Ele fez a aquisição da Unopar, que era a maior empresa de ensino à distância do País; depois da Uniasselvi, que era a quarta maior de ensino à distância; depois da Anhanguera, que era a terceira maior do País e recentemente fez a aquisição da Estácio. Eram empresas que, por serem mal geridas, tinham margens operacionais que eram metade das da Kroton. E, ao longo dos processos de fusão, em dois anos, essa equipe sempre foi capaz de elevar as margens das empresas adquiridas para o patamar de margem da Kroton, que era quase o dobro.

### **Agora, você escolheu a Kroton antes da entrada do Galindo, né? Como você identificou que aquela empresa tinha potencial? Pensando um pouco no processo de garimpo que vocês fazem no mercado...**

Pois é... Foi antes do Galindo. O setor de educação no Brasil, pra gente, sempre foi bastante atrativo em termos de potencial. Quando olhamos pro Brasil... Vemos que falta infraestrutura. Portanto, infraestrutura pode ser uma oportunidade de investimento? E o setor de educação? Também é subpenetrado e é um dos problemas de competitividade do Brasil. Então pode ser um setor interessante? O setor de saúde é um setor informal e com muito potencial de crescimento... Então olhamos muito pra quais são os setores-chave da economia e que podem crescer independentemente do que acontece com o PIB [Produto Interno Bruto] do País. Saúde, educação e infraestrutura podem continuar crescendo mesmo se o País tiver um ou dois anos de PIB engasgado, porque são subpenetrados e vitais pra prosperidade. No caso do setor de educação, a gente teve um investimento no

SEB, o COC com ensino à distância, e, um ano depois do nosso investimento, a Pearson, que é a inglesa dona do *Financial Times*, adquiriu o SEB. Fomos obrigados a desinvestir, mas continuamos olhando o setor de educação. Só que as empresas abertas em Bolsa, em termos de gestão e entrega de resultados, eram todas muito ruins.

### **Como identificar uma empresa boa em meio ao setor subpenetrado?**

Pois é... Nesse caso específico, a gente tinha uma proximidade grande da Advent e admirávamos bastante a capacidade de gestão dela em negócios como a Dufry e a Cetip. A partir do momento em que a Advent passou a integrar o bloco de controle da Kroton – gestores com capacidade e com um viés financeiro passaram a administrar ou fazer parte da administração da empresa – isso nos chamou a atenção! Falamos: ‘Vamos dedicar mais tempo pra essa empresa. Quais são as medidas estruturais que esse novo time de gestão vai tomar para que a rentabilidade da empresa mude de patamar?’. E, de fato, naquele momento em que foi feito o investimento o mercado não estava pagando por nenhuma melhoria. Quero dizer, quando a gente faz as projeções futuras pra achar o valor justo da empresa, buscamos saber que crescimento, que margens e que geração de caixa estão embutidos no preço de mercado. E, quando a gente fazia aquela conta pra Kroton, tinha que assumir decréscimo e queda de margens de um patamar já muito baixo pra que ela valesse o que estava valendo no mercado. Pra gente, isso era uma oportunidade. O mercado não estava colocando no preço da empresa nenhuma expectativa de crescimento. Pelo contrário. E houve uma mudança relevante na gestão com práticas mais avançadas de finanças, foco em gente, processos, tecnologia, comitês... Na verdade, essa era uma barganha que estava lá esquecida, num setor informal, altamente subpenetrado e com a concorrência muito fraca. Era uma empresa subavaliada que poderia passar por um choque de gestão. E, se desse errado, o mercado já não estava pagando por aquilo. Então o *downside* [risco de prejuízo] era muito limitado.

### **Normalmente é assim que vocês trabalham? Partem de um setor**

### **subpenetrado e escolhem uma ação ou empresa específica ali dentro? Como é o processo?**

É de empresa a empresa, oportunidade a oportunidade, não é necessariamente de um setor. Pode ser que a gente comece a ficar atento por conta de atitudes que determinada empresa toma ao longo do tempo. E aí eu não estou chamando de *turnarounds* [viradas], porque eles são muito difíceis de capturar no Brasil. O macro do Brasil é hostil. *Turnarounds* já são difíceis de tocar em qualquer que seja o país. No Brasil, é ainda mais difícil. Eu não tenho uma estatística, mas imagino que, a cada cem tentativas, duas deem certo.

### **No sentido de fusões e aquisições darem errado?**

No sentido de transformar uma empresa mal gerida, com dificuldades, numa boa empresa.

### **O que acontece no meio do caminho que atrapalha esse processo?**

Questões macro, de gente, de sistemas, de processos... Não é fácil gerir uma empresa de 10 mil, 20 mil, 30 mil pessoas e transformá-la. Outra empresa que chamou a atenção ao longo dos últimos anos – e aí não é um setor específico – foi a Cosan. Há dez anos, ela era uma empresa de açúcar e álcool, um negócio altamente cíclico, de alto capital empregado e com uma alavancagem muito alta. E, sob a gestão Rubens [Ometto], Marcos Lutz e Marcelo Martins, essa empresa se transformou totalmente ao longo dos últimos anos. Ela fez uma aquisição, da rede de postos Esso, de distribuição de combustíveis, muito mais previsível do que o negócio de açúcar e álcool, muito menos cíclica e num mercado em consolidação por Petrobras e Ultra, via Ipiranga. O terceiro grande *player* que surgiu foi a Cosan. Era um setor em grande parte ainda informal, formado pelos ‘bandeiras brancas’. Essas três empresas começaram a embandeirar esses postos. A Shell, de lá de fora, interessou-se pela história da *clean energy* [energia limpa] da Cosan. E aí eles fundiram as operações da Shell de distribuição de combustível no Brasil com a Esso e consolidaram ainda mais o mercado. Hoje são três grandes *players*: Petrobras, Ipiranga e Shell. Cada vez mais os postos sem bandeira deixam de existir.

### Verdade...

Ao longo desse processo, a Cosan tomou outros passos muito relevantes: começou a investir a partir do bagaço da cana em cogeração de energia. Como açúcar e álcool é um setor supercíclico, eles fizeram um programa de capex [investimento em bens de capital] de três anos pra serem capazes de produzir energia a partir do bagaço da cana – energia com contratos de longo prazo, a preços estáveis, com uma margem de 70%. Aos poucos, o perfil do grupo, que era altamente cíclico, foi se transformando pra muito menos cíclico, com os negócios de distribuição de combustível, cogeração de energia e logística, que se transformou na Rumo hoje, também monopolista em ferrovia. Quer dizer, a Rumo acaba concorrendo com o caminhão, que é muito mais informal e muito menos competitivo. A matriz do Brasil é torta nesse aspecto se a gente comparar com a dos Estados Unidos. O transporte ferroviário é muito maior fora do Brasil. Então, existe um espaço pro transporte ferroviário ganhar *market share*. Além disso, eles fizeram a aquisição da Comgás, outro negócio superprevisível e de muita estabilidade. Então, nesse caso específico, não foi o setor que nos chamou a atenção, mas a transformação que os gestores da empresa foram implementando ao longo dos anos. O que aconteceu nesse período todo? A maior parte das usinas de açúcar e álcool no Brasil quebraram porque tivemos um ciclo muito negativo pro açúcar. A Cosan nadou de braçada por ter negócios muito estáveis, gerando bons resultados, crescentes. E os concorrentes em açúcar e álcool foram ficando pelo caminho.

### O que tem de intuitivo nessa seleção de ações?

Acho que tem uma parte qualitativa enorme, que são entrevistas, conversar com gente, olhar as operações da empresa... Acho que tem, sim, um quê de acreditar no time de gestão, que a estratégia faz sentido, mas também de fazer um *crosscheck* [usar uma fonte ou um método diferente para checar] com gente do setor, não necessariamente da empresa, se aquela estratégia faz sentido ou não. Tudo bem, a Cosan comprou a Esso. Podia ter sido uma péssima compra. Vamos conversar não só com o time da Cosan sobre a aquisição

da Esso, mas com o time da BR Distribuidora, com o da Ultra e da Ipiranga pra entender se aquela aquisição faz sentido e se de fato eles veem o mercado caminhando pra uma concentração maior. Ou, ainda, eles compraram a Comgás. Tudo bem, quais são as iniciativas que eles podem tomar pra aumentar a rentabilidade da Comgás? A Comgás tinha como controladora a British Gas, uma empresa inglesa, tocando de longe o negócio no Brasil. Qual era a importância que a British Gas dava pra aquele negócio no Brasil? Eles focavam em eficiência, em custos, em ligação de novos consumidores com rentabilidade maior? Então é ralando mesmo, gastando sola de sapato com entrevistas que você consegue, de certo modo, ratificar se o que o time de gestão da empresa está te falando faz sentido ou não.

### **Então, em geral, são conversas com os concorrentes?**

Concorrentes, clientes, fornecedores... Então Cosan é outro caso que é um investimento nosso de cinco anos e que, enfim, a empresa continua gerando valor ao longo do tempo e continua sendo precificada no mercado como cíclica, negociando a cinco vezes Ebitda [lucro antes dos juros, impostos, amortização e depreciação], quando tem empresas comparáveis negociando a oito vezes, dez vezes, doze vezes Ebitda. O mercado se apega a particularidades de ser um conglomerado de mais difícil entendimento e se esquece de olhar que há dez anos essa era uma empresa de açúcar e álcool, que possivelmente hoje poderia estar quebrada e se transformou totalmente. O time de gestão fez toda essa transformação.

### **Quanto tempo demora esse processo de análise até que uma ação entre na carteira?**

Se é um começo de análise do zero, são no mínimo três meses, mas a confiança com o tamanho da participação vai sendo ganha ao longo do tempo. E, pra se tornar uma posição, digamos, *core* [nuclear], do portfólio, eu diria que é um processo longo que pode durar um ano, dois anos. Enfim, não tem regra, mas certamente não vai ser feito em dois meses.



**Depois de selecionada, quanto tempo mais ou menos a ação costuma ficar na carteira aqui na Brasil Capital?**

Depende do potencial de geração de valor que a gente vê. Kroton, por exemplo, saiu das nossas carteiras super-recentemente depois da aquisição da Estácio. Apesar de vermos ainda um setor subpenetrado e uma empresa muito bem gerida, as possibilidades de crescimento da Kroton no País são menores simplesmente porque a empresa ficou muito grande. Mais do que isso, a gente entende que o nível de rentabilidade dos negócios da Kroton está muito próximo à perfeição. E temos um programa governamental de financiamento que, de certo modo, se mostrou insustentável. Continuamos respeitando 1.000% o time da Kroton. Eles são os vencedores do setor naturalmente, é uma empresa que vai continuar prosperando, mas resolvemos alocar capital em outras empresas e esperar. A gente não sabe se o Cade [Conselho Administrativo de Defesa Econômica] vai aprovar o negócio com a Estácio e com que restrições. De certo modo, as ações precificaram que o negócio vai ser aprovado e que haverá sinergias relativas à junção das duas empresas. Então a gente acabou encerrando um ciclo, mas, se houver uma realização nas ações, ficaremos superfelizes em recomprá-las. Não temos absolutamente nada contra a empresa, só esperamos ter oportunidade de recomprá-las a preços melhores. No caso da Cosan, por que ela continua na carteira mesmo depois de tanta valorização? Porque a gente ainda entende que está muito mal precificada pelo que tem entregado pros acionistas. E ambas as empresas ficaram mais ou menos cinco anos no portfólio até agora.

**Então você tem ações já pré-aprovadas, a depender do preço, certo?**

Você perguntou quanto tempo demoramos pra montar uma posição. No caso da Kroton, como a gente já conhece o negócio, já estudou, já foi acionista, se ela chegar ao preço correto, quer dizer, que a gente acha que vale o investimento, podemos formar uma posição grande muito rapidamente. Mas são seis anos de estudo em cima da empresa.

**Já no caso de uma empresa em que vocês vão investir pela primeira vez, demora mais...**

É um processo mais lento, de, digamos, pelo menos um ano. A gente quer entender muito, em primeiro lugar, o alinhamento de interesses dos gestores da empresa com os acionistas minoritários, com os controladores e com os funcionários. E como essa empresa e esse time de gestão vão reagir a condições adversas, que sempre vão acontecer. Por exemplo, no caso da Kroton, houve um corte superdrástico do Fies, os investidores precificaram...

### **Bem na virada de 2014 para 2015...**

Foi. Em dezembro de 2014, e começou a vigorar a partir de 2015. Em dois meses, a Kroton já tinha dois ou três planos de contingenciamento. Mesmo sob restrições superfortes de Fies, a Kroton teve um crescimento de lucro operacional de 25% ano contra ano, sob condições muito adversas, enquanto os concorrentes sob as mesmas condições adversas tiveram queda de resultado operacional de 20% a 30%. Como é que esses caras... Acho que isso vale pro investidor final que está selecionando gestor de portfólio também. No *bull market*, qualquer coisa que você compre vai dar certo, você está sendo empurrado por um movimento enorme. Mas, quando as coisas virarem, quem é que vai sobreviver? E como é que o gestor – seja o gestor de fundos de ações, seja o gestor da empresa em que o fundo de ações investe – vai se comportar sob condições adversas? Pra saber isso, você de fato tem que presenciar isso acontecendo. E isso não acontece em um mês de análise, isso acontece ao longo do tempo: saber que aquela empresa vai sobreviver porque o time de gestão vai se adaptar àquela circunstância macro que está jogando contra momentaneamente e, que, quando melhorar, essa empresa vai sair mais forte e mais rentável.

### **Agora, uma decisão dessa, como de sair da Kroton, não é muito difícil? Como se disciplinar também para saber a hora certa de sair de uma empresa que vocês adoram?**

Tem uma parte quantitativa, de preço de fato, de rodar cenários diversos, de entender até onde a empresa pode chegar. Só que, via de regra, a parte quantitativa te leva às decisões erradas. E tem a parte qualitativa, de entender alguns sinais. Por exemplo, a gente vai

ter uma base de alunos do Fies muito grande na Kroton que entrou em 2013/2014, com políticas subsidiadas, e que vai se formar na Kroton em 2017/2018. Esses alunos que entraram lá atrás vão se formar nos próximos dois ou três anos. Com que tíquetes esses caras vão ser substituídos? Vai ter programa de incentivo? Em que condições? O Brasil passa por uma restrição fiscal muito grande. Qual vai ser essa matemática? A Kroton não pode mais fazer aquisições em ensino à distância, e novos polos foram abertos. Novas empresas podem começar a operar o ensino à distância...

### **São sinais de que...**

Vai ter concorrência maior ou não? A empresa já está muito grande – somada à Estácio, vale R\$ 30 bilhões, é a maior empresa do mundo. São sinais qualitativos que fazem com que a gente fique ‘com a pulga atrás da orelha’. Se os cenários quantitativos que a gente roda não nos dão uma tranquilidade gigantesca, aí a gente questiona a posição. É um setor ainda em que quase não há pagamento de impostos. Você não só tem o subsídio do Fies como tem o não pagamento de imposto de renda com o Prouni. É uma empresa altamente lucrativa, e o governo de certo modo está abrindo mão da arrecadação e beneficiando a empresa, que soube superbem capturar esse benefício. Mas são questionamentos que a gente se faz neste, digamos, potencial novo Brasil, com a parte fiscal muito mais restritiva. E, honestamente, a gente não tem as respostas. Então a gente achou por bem – usando o qualitativo, o quantitativo e um pouco a intuição – alocar o capital em outros negócios.

### **E agora, pelo outro lado também, vocês continuaram segurando a Kroton por um tempo mesmo depois da mudança de regras na virada de 2014 para 2015. Como não ceder à correria do mercado?**

Eu acho que teve um erro no meio do caminho. Com a Dilma [Roussell] reeleita, assumimos que o Fies ia continuar no mesmo ritmo. E a gente se apegou muito à capacidade que a Kroton teria de focar em produtividade interna pra entregar o mesmo tipo de resultados, que foi o que de fato aconteceu. As ações caíram de R\$ 17 pra R\$ 8.

E a gente tinha um investimento de tamanho médio na empresa, já havia se desfeito de boa parte da posição, mas ainda continuava. Durante o processo de queda, dado o histórico que a gente tinha com a Kroton e a evolução que a gente estava vendo – a empresa estava compensando toda a perda de incentivo com ganho de eficiência e produtividade –, a gente deu o benefício da dúvida pro time de gestão, que rapidamente foi mostrando que seria capaz de entregar um crescimento de resultado operacional mesmo sob condições bem adversas. E aí as ações que bateram R\$ 8 voltaram pra R\$ 15, R\$ 16. E aí a gente achou por bem desinvestir.

### **Mas como você lida com esse momento: saiu a notícia, um monte de gestor está vendendo... Você revisita a tese?**

É uma autocritica e um autoquestionamento constante, é um teste de convicção diário, porque o mercado muitas vezes joga contra você. Você tem que ser capaz de – o que não é fácil fazer – separar o emocional do racional. Emocionalmente, as notícias não eram boas. Todos os dias, a gente acordava com uma notícia ruim, com competidores falando mal da empresa, com clientes ouvindo de competidores que a empresa não ia ser capaz de prosperar naquele cenário, investidores nossos questionando o tamanho do investimento na Kroton...

### **Difícil, né?**

No fim das contas, assim como quando a gente investe numa empresa está delegando pros donos, gestores, administradores, confiando que eles devem tocar a empresa do melhor jeito que eles acham que a empresa deve ser tocada, os nossos clientes estão delegando pra gente. Quer dizer, esse pelo menos deveria ser o senso do investidor ao investir com a gente. Ele não está comprando cotas passadas, ele está delegando pra um time de gestão a responsabilidade de investir corretamente nos melhores negócios possíveis com o mínimo de risco possível. E, ao delegar isso, claro que ele pode questionar o gestor, mas, o que ele pode fazer, se não concordar com o gestor, é resgatar o dinheiro e pronto. Assim como eu posso vender as ações de uma empresa e pronto. Então, durante esses mo-

mentos em que as coisas dão errado – e fatalmente as coisas vão dar errado em vários momentos porque você não vai conseguir antecipar todos os movimentos –, você tem que ter a cabeça no lugar. Tem que ter uma equipe forte de análise, sócios construtivos que tomem decisões conjuntas, racionais e com bastante inteligência emocional também. Mas os movimentos de manada têm que ser, de certo modo, deixados de lado, seja para o bem, seja para o mal. A gente tem que procurar achar distorções onde as pessoas não estão vendo. Nos casos específicos de Cosan e Kroton, a gente acabou entendendo que havia diferenciais competitivos. Há um time alinhado, a estratégia faz sentido, eles vão ser capazes de gerar valor ao longo do tempo. É por isso que não dá pra se esperar resultados de fundos de ações em seis meses, um ano, dois anos que seja. Acho que os horizontes que são olhados pelos brasileiros são muito curtos. Mas é que a gente está concorrendo, queira ou não, com o CDI [Certificado de Depósito Interfinanceiro]<sup>1</sup>...

### **Qual seria o período ideal para avaliar um fundo de ações, na sua opinião?**

Acho que fundos de ações devem ser olhados no mínimo em períodos de cinco anos, talvez dez. Só que, no Brasil, quantos gestores têm dez anos? Talvez cinco ou dez. Então, nem existe essa possibilidade. Nos Estados Unidos, tem gestores de us\$ 20 bilhões, us\$ 30 bilhões, com histórico de quarenta, cinquenta anos. Esses gestores todos passaram por cinco anos, dez anos muito adversos em algum momento. E foram capazes de sobreviver e prosseguir entregando resultados, se adaptando às circunstâncias, com muitos erros no meio do caminho. Isso vai acontecer inevitavelmente com qualquer gestor.

### **Então a gente falou sobre dois grandes acertos de vocês: Kroton e Cosan. Qual foi um erro com o qual você acha que aprendeu algo novo?**

<sup>1</sup> Quando as entrevistas foram feitas, a meta para a Selic, a taxa básica de juros brasileira, estava a 14,25%.

No Brasil, com esse custo de capital tão alto e com a concorrência inevitável em relação ao CDI, com o qual os gestores de ações também acabam sendo comparados, acho que você deve ter o olho sempre na direção de longo prazo que o negócio está seguindo, mas você não pode negligenciar riscos de curto prazo. Se a gente não focasse tanto no médio/longo prazo, talvez tivesse sofrido um pouco menos com a queda das ações de Kroton. Talvez, se a gente tivesse sido um pouco mais flexível em diminuir a posição num momento em que o *framework* macro começou a jogar contra, tivesse conseguido resultados um pouco melhores. Ou, ainda, na Cosan: no momento em que o ciclo do açúcar foi muito negativo, a empresa passou por um período de aumento de taxa de juros e dificuldade no negócio de açúcar e álcool. Ela passou superbem por isso, mas os investidores no curto prazo penalizaram a empresa. A gente percebeu que ela teria dificuldades de passar por esse momento, porém resolveu continuar investindo.

### **E o que vocês aprenderam com isso?**

Acho que talvez venha uma lição de tamanho de exposição. A convicção de aonde uma empresa pode chegar, a convicção num time, num negócio, deve existir, mas você tem que ser flexível o suficiente pra se adaptar. Dado o nível de taxa de juros que a gente tem no Brasil e o custo de oportunidade do dinheiro, você tem que ser capaz de se adaptar a eventuais tropeços que essas empresas possam ter no meio do caminho. Então uma concentração menor no fundo talvez seja uma alternativa pra diminuir esse tipo de risco. A convicção é muito importante, mas, tão importante quanto a convicção, é você ter a flexibilidade de se adaptar a momentos adversos. E talvez essa flexibilidade implique carregar posições um pouco menos concentradas em determinadas empresas.

### **Como é essa concentração no fundo hoje? Quantas ações vocês têm no portfólio?**

Em torno de quinze empresas, sendo dez delas responsáveis por 70% do portfólio.

### **E como era antes desse aprendizado?**

Eu diria que, talvez há cinco anos, cinco empresas fossem responsáveis por 60% a 70% do portfólio. Então, nesse período, sim, houve uma adaptação com menor concentração. Quer dizer, ainda é um fundo de quinze empresas, o que mundialmente é uma concentração relevante, mas também não é um fundo de quatro ou cinco empresas. Num fundo de quatro ou cinco empresas, se uma delas dá errado ou muito errado durante um ano, é bem possível que os resultados do fundo sejam muito prejudicados por um ano. E, dentro de um cenário em que você tem a concorrência do CDI... Uma coisa é o gestor americano que fica no zero a zero durante quatro anos e, no quinto ano, sobe 60%. Ele entregou 10% ao ano de retorno nesses cinco anos, numa média boba. O gestor brasileiro que fica no zero a zero durante quatro anos e no quinto entrega 50% de alta não bateu nem o CDI acumulado do período. É uma indústria bem cruel nesse sentido. A gente tem que trabalhar com essas dificuldades.

### **Falando nessa comparação com outros mercados, uma discussão importante no mundo hoje é sobre a capacidade do gestor de ações de gerar alfa, retorno acima do mercado. Como você vê essa discussão no caso do Brasil?**

Eu não sei qual é a razão, mas o que a gente olha é que, de fato, os gestores globais têm muita dificuldade de gerar alfa em relação ao S&P ou ao MSI Global, mas, no Brasil, a gente tem algo como dez a vinte gestores que, com muita consistência, conseguem gerar alfa. O mercado ainda é muito imperfeito e com uma penetração muito baixa de pessoas físicas e de investidores globais. A indústria de fundos de ações propriamente dita no Brasil é muito pequena também, acho que em torno de 5% vai pra renda variável. Talvez essa pouca penetração seja a responsável pela grande imperfeição que o mercado tem. De fato, a gente tem dez, vinte gestores no Brasil que com consistência batem o Ibovespa, enquanto isso nos Estados Unidos é uma grande raridade. O Warren Buffett sugere que, quando morrer, toda a herança dele seja aplicada em S&P. Não é à toa que ele fala isso. A gente não vê gestores conseguindo bater com consistência

os índices de fora. E aqui a gente vê. Isso deveria mudar ao longo dos anos, porque as diferenças são muito grandes. O nosso fundo mesmo... Acho que desde o início, nesses oito anos, em termos brutos – comparando em termos brutos só pra ver o resultado das empresas que estão dentro do fundo, sem custos – a cota foi de um pra oito. O Ibovespa subiu no mesmo período 45%.

### **Que diferença! O método de cálculo do Ibovespa era muito ruim também, né? Melhorou recentemente...**

Era muito ruim, mas tem melhorado.

### **E a própria Bolsa, na sua opinião, está evoluindo ou involuindo?**

A Bolsa está evoluindo muito lentamente. E eu acho que o governo teve um papel fundamental nessa lentidão, nos últimos anos. Os financiamentos ultrasubsidiados por BNDES [Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social], Banco do Brasil e Caixa simplesmente tiraram a função do mercado de capitais: que as empresas levarem recursos. Se uma empresa consegue levantar dinheiro do BNDES a 5% ao ano em termos nominais (4%, 2%, no caso de algumas indústrias), por que ela vai emitir ações pra levantar o capital?

### **De fato, não vai.**

Um crescimento desenfreado do governo e das fontes de financiamento públicas somado ao fato de, do ponto de vista macroeconômico, o País estar sob total desordem impediram a evolução da Bolsa, seja na ponta do financiamento – o BNDES subsidiando as empresas a custos muito baixos – seja na ponta de perspectivas, que também impediram qualquer um de querer investir numa nova empresa. Simplesmente porque não era possível olhar dois, três, quatro anos à frente. Agora isso deveria mudar drasticamente, é o que a gente espera, com a diminuição do tamanho dos bancos públicos, os bancos privados muito restritivos pra emprestar dinheiro, a queda da taxa de juros e a estabilidade macroeconômica. Há dez anos, a Bolsa brasileira negocia US\$ 1,5 bilhão por dia. Isso destrói o mercado de capitais de qualquer país. Agora, tem justificativa: crescimento dos



bancos públicos, interferência do governo na economia, falta de visibilidade macro, política fiscal absolutamente fora de controle, que é o que a gente espera que mude. E é por isso que existe um otimismo grande em relação a um ciclo que pode estar começando no Brasil. A gente precisa de estabilidade e maior convicção do rumo que o País vai seguir pra que o mercado se desenvolva nos próximos dez anos, como foi o período de 2002 até 2008.

**Dentro desse ambiente de novo Brasil, o que você recomendaria para um investidor de ações, uma pessoa física? Como você acha que ela tem de atuar dentro desse mercado, que cuidados ela tem de tomar?**

Ela tem que certamente se educar. Somos um país de rentistas. Nos Estados Unidos, o sonho de qualquer recém-formado é ter um capital pra empreender. No Brasil, se você tem algum capital quando se forma, você tem zero estímulo pra empreender, tem um estímulo a deixar o dinheiro em juro real ou CDI. Existe, sim, uma escola muito forte de gestão de negócios no Brasil, que vem formando gente muito boa há anos, que é a turma da Ambev. Os padrões de excelência de gestão no Brasil são conhecidos, implementados por várias companhias. As pessoas têm que procurar se informar e escolher algumas fontes de informação pra aumentar o conhecimento em relação a empresas e ao mercado acionário, que ainda é muito embrionário no País. O trabalho que a Empiricus faz, acertando ou errando, acaba sendo fundamental, simplesmente por espalhar essa cultura pelo País. O trabalho que a XP faz é fundamental também: é tornar de fato a informação mais acessível a investidores com tíquetes menores. É tão simples quanto: se hoje uma empresa lucra dez e você espera que em cinco anos ela possa lucrar cinquenta, o valor de mercado dela deveria crescer ao longo do tempo. Claro que tem genialidade em pouquíssimas pessoas no mercado, mas no fim das contas é muito estudo, ralação e ser capaz de visualizar que determinado negócio que hoje lucra 'x', daqui a três, quatro, cinco anos pode lucrar '5x', '7x'. É intuitivo, né? O valor de mercado cresce conforme crescem os lucros das empresas. Então tem que procurar informação seja via Em-

piricus, via outros provedores, que estão dando cada vez mais acesso a pessoas de menor patrimônio ao mercado e a gestores que estão na sua maioria abertos a discussões e a explicações dos seus produtos. E estudar. Não tem muito milagre. E, de fato, é uma alternativa que pode mudar a vida financeira de muita gente no futuro se isso for bem feito.

### **A própria previdência, né? Quase nenhum fundo investe em ação no Brasil.**

Pois é. A gente tem alguns exemplos das maiores fortunas do País que foram feitas por investidores pessoas físicas há trinta anos, quarenta anos, investindo um pouquinho a cada mês no mercado. Só que, no Brasil, você não tem essa cultura. Eu acho que quem se mover primeiro e se dedicar possivelmente vai colher os resultados. Não tem milagre. Não vai ficar rico operando opção do dia pra noite, não vai fazer a sua aposentadoria achando que em três meses vai triplicar o capital. É um processo contínuo e bem longo de resiliência, de entendimento das empresas e de estudo.

### **Caminhando para o fim, conta um pouco sobre a origem da Brasil Capital. É uma mistura de egressos da Fama com os da ex-Hedging Griffo, né?**

Na verdade, o Duda, o nosso sócio que faleceu há quase quatro anos num acidente de avião, muito empreendedor, tinha o objetivo de administrar o patrimônio dele e da família, especificamente o do pai, e de se desvincular do Grupo Votorantim. Ele tinha claríssimo que queria seguir a carreira dele, por méritos próprios e empreendendo. Ele estudou na faculdade com o Ary [Zanetta], que era sócio da Hedging-Griffo, e muito próximo do Bruno Baptistella, que também era sócio da Hedging-Griffo, onde olhava a parte de ações. Uma coisa que a gente preza muito aqui é de fato a diluição dos donos da empresa. Preferimos ter uma empresa maior com mais gente com responsabilidades do que uma empresa menor, controlada por uma única pessoa. O Duda tinha 100% do capital, mas não tinha o conhecimento do mercado. Ele resolveu chamar um amigo, com quem ele estu-

dava e tinha algum conhecimento do mercado, tendo sido sócio da Hedging-Griffo e trabalhado ao lado do [Luis] Stuhlberger. Foi criada uma empresa que era 50% de cada um. O Ary achou que o Bruno podia agregar muito à sociedade e então, na verdade nem formalmente nem contratualmente, aquela ideia ficou como uma empresa pra administrar recursos próprios, num primeiro momento, da família do Duda, mas também o dinheiro proprietário de parte de cada uma das famílias. Era  $1/3$ ,  $1/3$  e  $1/3$  como composição societária.

### **E tinha o Bossi também...**

O Bruno era muito amigo do Alexandre Bossi, que trabalhava na Fama. E a ideia de poder tocar uma empresa focada na gestão de ações, isso em 2007/2008, agradava muito a ele. Então o Bruno chamou o Alexandre e ficou uma empresa  $1/4$ ,  $1/4$ ,  $1/4$  e  $1/4$ . Isso tudo não no papel, só ideia. Eu tinha feito estágio na Hedging-Griffo em 1998/1999, depois fui pros Estados Unidos estudar e conheci o Alexandre lá. Cada um tomou uma direção diferente; eu acabei indo pra Templeton aqui no Brasil. Logo depois, fui por seis anos sócio da Fama e levei o Alexandre pra lá, de certo modo. Quando o Alexandre saiu da Fama pra vir pra Brasil Capital, acenou pra mim com o projeto. Então a gente formou uma empresa, ainda nas nossas cabeças, que era um quinto de cada uma dessas pessoas. A gente começou a administrar recursos proprietários, mas sempre sob fundos de investimento e pretendendo que o negócio desse certo. Porém eram fundos de família, dinheiro próprio e ponto final. Aí veio 2008, o Bruno e o Ary abriram mão da sociedade na Hedging-Griffo, que tinha acabado de ser comprada pelo Credit Suisse; o Duda, que trabalhava no Banco Votorantim, também resolveu empreender; eu e o Alexandre saímos da Fama. E a gente pegou 2008, que foi o ano em que o Brasil chegou a grau de investimento, a Bolsa bateu 73, 74 mil pontos e no mesmo ano o Lehman [Brothers] quebrou.

### **Momento difícil para começar...**

Sorte ou não, fato é que a gente passou por esse ano difícil de uma maneira muito estável. Em 2008 e 2009, já num formato de FIA

[Fundo de Investimento em Ações], o desempenho foi excepcional. Em 2009, a gente acabou tendo uma alta de 180% num ano em que o mercado subiu 80%. E a nossa base de ativos, que era de algo em torno de R\$ 100 milhões no começo, com o desempenho de 2009 e com a atração de mais alguns amigos e clientes, tornou-se uma base de R\$ 200 milhões a R\$ 250 milhões. Foi aí que na sequência a gente resolveu de fato institucionalizar totalmente a empresa e chamou a Juliana [Klarnet], de quem a gente também havia sido sócio na Fama pra tocar a parte de relacionamento com clientes. Trouxemos o Felipe [Graner], que é nosso sócio hoje, pra tocar a parte operacional e de *compliance*, e o Adriano [Thiago], que também é nosso sócio. E hoje em dia a empresa tem como sócios-gestores principais eu, o Ary e o Bruno. A Juliana também veio como uma sócia bastante relevante na parte de produtos, clientes e novos negócios. E teve o falecimento do Duda no meio do caminho, no começo de 2013...

### **Que foi bem pesado para vocês, né?**

Foi uma perda enorme. Era uma pessoa acima de tudo nota mil, alto-astrol, conciliadora... E a gente teve que lidar com o Brasil se deteriorando muito, desde 2013 até 2016, sob ponto de vista macro, e com a perda de um sócio que era extremamente relevante, construtivo, agregador... Então, de certo modo, nos últimos três anos a gente teve que se reconstruir. E o Alexandre também se desligou da empresa no começo deste ano, depois de participar dos primeiros oito anos. Na verdade, no fim do ano passado, a gente chegou à conclusão de que o desligamento era razoável, mas foi uma prova de fato de resiliência. É isso que a gente quer, de certo modo, das nossas empresas. Temos convicção total de que todas as empresas vão passar por momentos muito difíceis, como a gente passou. Algumas morrem no meio do caminho e outras se adequam, se adaptam, se reinventam e continuam, enfim, de outra maneira, mas se adaptam à situação e seguem em frente. A gente quer de fato investir nas empresas que sejam capazes de se adaptar às circunstâncias das mais diversas possíveis porque é esta que é a realidade. Isso vai acontecer ao longo do tempo...

**Vocês viveram uma situação totalmente inesperada aqui...**

Totalmente inesperada, uma baita fatalidade, pior impossível. E num momento em que o Brasil ainda não tinha se deteriorado na visão da maior parte dos investidores. A gente tinha taxas de juros baixas ainda, o dólar a R\$ 2, o Brasil não tinha entrado, nesses últimos três anos, nessa espiral absolutamente negativa. Então a gente teve que lidar com tudo ao mesmo tempo... a perda de um sócio superimportante...

**... que era também um investidor importante dos fundos...**

... que era um investidor superimportante da empresa, somada à deterioração macroeconômica e ninguém querendo ações no Brasil. Cabeça no lugar, tentar ser construtivo, trazer gente boa o tempo todo, de modo que a sociedade se perpetue. A gente não quer um negócio que seja a cara do André, ou que, como em algumas empresas, tem o gestor gênio. Não, essa aqui é uma empresa que a gente procura, dentro das dificuldades, perpetuar e ir diluindo o capital, como foi o nosso próprio começo, trazendo gente boa que possa gerar valor.