

Caros investidores,

Nesta carta, discutiremos um tema frequente e relevante em nosso processo de investimentos: as implicações da presença de um acionista de referência nas empresas em que investimos. Na Absoluto Partners, apreciamos a existência dessa figura nas companhias, uma vez que geralmente promove alinhamento de longo prazo, dentre outras diversas virtudes que exploraremos nas próximas páginas. No entanto, a presença desse acionista também envolve riscos importantes que serão contemplados em nossa análise.

Dividiremos essa reflexão em duas cartas. Nesta, abordaremos as principais características e vantagens de uma estrutura societária que conta com um acionista de referência. Além disso, trataremos sobre um tema bastante relevante inerente a esse modelo: o *key man risk*. Em um segundo momento, pretendemos apresentar diversos exemplos em que a presença do acionista de referência foi determinante para que decisões transformacionais tenham sido tomadas.

O ACIONISTA DE REFERÊNCIA

O acionista de referência pode assumir diferentes formatos. Na maioria dos casos, essa estrutura se dá pela atuação do próprio fundador – ou de algum membro de gerações seguintes de sua família – na companhia, seja como executivo ou conselheiro. Exemplos notáveis desse formato incluem Localiza, Mercado Livre, Nubank, Raia Drogasil, Rede D’Or, dentre tantos outros.

Em casos menos frequentes, o acionista de referência emerge da figura de um executivo cuja trajetória e liderança passam a ser fortemente associadas à empresa, embora geralmente a sua participação na estrutura societária seja menos expressiva. Observamos essa configuração com mais frequência nos Estados Unidos, como no caso de Jamie Dimon no JPMorgan e de Bob Iger na Disney. No universo brasileiro, a atuação de José Galló nas Lojas Renner foi por muito tempo um exemplo emblemático dessa dinâmica. Existe ainda um terceiro modelo, híbrido entre os dois anteriores, em que uma estrutura formada por executivos (*partnership*) detém o controle da companhia, como é o caso do BTG Pactual.

Independentemente das especificidades da estrutura societária de cada organização e do contexto em que o acionista de referência esteja inserido, são algumas características essenciais que de fato o definem. Podemos destacar o papel notório durante o processo de construção da empresa, o conhecimento profundo do negócio, a influência na condução do dia a dia e a conseqüente formação e estabelecimento de uma cultura empresarial alinhada com objetivos de longo prazo.

O benefício mais evidente da presença de um acionista de referência consiste justamente na **orientação de longo prazo** das decisões, especialmente em momentos críticos. Quando o tomador de decisão, ou quem o influencia diretamente, é também investidor por prazo indeterminado do negócio, há uma tendência natural de que as escolhas estejam voltadas à maximização da rentabilidade estrutural da empresa e à perpetuação do negócio. Isso se dá mesmo quando as decisões sejam onerosas aos resultados de curto prazo.

Destacamos também que o acionista de referência geralmente possui um **apetite ao risco** mais apurado e uma disposição maior para decisões arrojadas. Por exemplo, nos últimos anos, observamos casos em que empresas “de dono” demonstraram muito mais determinação para liderar sua transformação digital que seus concorrentes. Hoje, essas empresas começam a colher os frutos desses investimentos, encontrando-se em uma posição competitiva ainda mais diferenciada. Vale destacar que, no caso de uma companhia em que não há essa liderança, decisões que requerem esse maior apetite a risco podem acabar sendo postergadas, ou até não tomadas, comprometendo a competitividade do negócio.

Além disso, a existência de uma **cultura forte** representa outro traço positivo que constatamos com mais frequência em empresas com acionistas de referência. Esses indivíduos geralmente são os responsáveis por moldar essa cultura ou, ao menos, garantir que seus valores sejam preservados e efetivamente aplicados no dia a dia. Empresas com cultura forte tendem a apresentar maior coesão entre as equipes e agilidade na tomada de decisão, contribuindo para uma execução mais eficaz. Aliás, o compartilhamento de valores comuns e o senso de pertencimento são de grande valor especialmente em momentos adversos. Ademais, quando aliada à presença de uma liderança inspiradora, essa cultura se traduz em maior capacidade de atrair e reter talentos, especialmente quando sustentada por um alto padrão de governança e processos meritocráticos.

Notamos também que a **influência** e o **conhecimento** do acionista de referência são valiosos para a organização. Em geral, essas figuras trazem um histórico único no setor, que lhes confere perspectivas diferenciadas e enriquece o embasamento das decisões estratégicas. Também costumam ser amplamente respeitadas e admiradas, que facilita conexões com outras lideranças e organizações. Esse capital humano contribui para a atração e retenção de profissionais qualificados e, eventualmente, pode ser um fator decisivo em parcerias estratégicas e processos de M&A.

Finalmente, outro desdobramento importante é a **estabilidade na governança**, garantindo consistência na estratégia de longo prazo. Dessa forma, o curso do negócio é preservado mesmo em momentos de turbulência, quando os resultados da estratégia adotada ainda não são evidentes.

A título de curiosidade, observamos que mesmo em mercados mais maduros como o norte-americano, em que as *corporations* são a maioria, temos visto presença cada vez mais marcante de empresas com acionistas de referência. Por exemplo, as empresas na vanguarda de movimentos disruptivos frequentemente têm acionistas fundadores envolvidos no negócio – as chamadas *Magnificent 7* são um exemplo claro disso. Também chama atenção que, dentre as 25 maiores empresas do S&P 500, 40% tem acionistas fundadores exercendo função executiva (CEO) ou presentes no Conselho, enquanto em 2005 esse número estava em 12%. Quando restringimos a análise às 10 maiores, 70% possuem essa característica atualmente, contra apenas 10% há 20 anos.

Por fim, cabe ressaltar que não estamos generalizando nem assumindo que uma configuração acionária com tal perfil seja, por si só, um fator definitivo para o êxito empresarial. É fundamental estarmos atentos a eventuais desalinhamentos que possam surgir entre os interesses dessa figura e os da companhia. Como exemplo, excesso de vaidade pode, por vezes, levar a comportamentos demasiadamente patrimonialistas, que podem ser antagônicos à maximização de retorno para os acionistas. A personificação da empresa em um único indivíduo pode enfraquecer os mecanismos de controle e reduzir a qualidade do processo decisório. Assim, aspectos como engajamento e legitimidade da liderança, histórico de desempenho, compreensão clara do estágio atual do negócio e do setor, além do posicionamento competitivo da empresa, são pontos igualmente críticos de serem avaliados.

Em nossa próxima carta, pretendemos explorar exemplos em que o acionista de referência foi importante para movimentos exitosos, assim como casos em que este foi responsável por estratégias malsucedidas.

○ KEY MAN RISK

Em nossa visão, dentre os riscos oriundos da existência de um acionista de referência, o mais difícil de ser endereçado trata-se do *key man risk*, ou risco de dependência de uma pessoa chave. Esse risco se manifesta quando uma empresa depende excessivamente de um indivíduo, cuja visão, expertise e influência moldam de maneira desproporcional o sucesso do negócio. A ausência dessa pessoa chave pode desencadear instabilidade operacional, perda de confiança de *stakeholders*, interrupções na execução estratégica ou até mesmo crises de governança, especialmente em empresas onde a liderança central concentra decisões críticas, conhecimento único ou relações estratégicas¹.

A fim de ilustrar esse risco, consideramos oportuno explorar os casos do BTG Pactual e do Nubank. Ambos são investimentos relevantes na trajetória da Absoluto Partners, embora sejam duas das empresas que acompanhamos em que o *key man risk* se apresente de forma mais evidente. Com esse intuito, entrevistamos André Esteves e David Vélez, buscando entender com mais profundidade como cada um lida com essa questão em seus respectivos negócios. As conversas foram bastante enriquecedoras e trouxeram reflexões valiosas, sobre as quais discorreremos abaixo.

ANDRÉ ESTEVES

O BTG Pactual apresenta *key man risk* na figura de seu chairman André Esteves, principal acionista da *partnership* que controla o banco desde a recompra em 2009. A liderança marcante de Esteves é um pilar fundamental para a preservação da *cultura* do BTG Pactual, caracterizada por meritocracia, excelência e empreendedorismo. A presença de Esteves também é decisiva para a atração e retenção de talentos, contribuindo para a admirável longevidade da alta liderança do banco. Além disso, a natureza *perene* da *partnership* na estrutura acionária do banco reforça a orientação de longo prazo das principais decisões, permitindo a execução de negócios únicos no setor.

¹ A McKinsey (2020) mostrou que empresas sem sucessão estruturada têm 30% mais chances de sofrer interrupções relevantes. A Harvard Business Review (2016) observou quedas médias de 14% no valor de mercado em empresas sem plano sucessório claro. Já a Sustainability (2023) aponta impactos negativos na produtividade (até 20%) e na inovação (até 25%) em contextos de transição.

Em nossa conversa, o banqueiro reverberou a preferência por negócios com lideranças de referência, mas também reconheceu o peso do *key man risk* nessas circunstâncias.

“As empresas que têm lideranças de referência são geralmente melhores, seja um fundador, um sócio sênior no caso de um partnership, ou mesmo um longo executivo, como, por exemplo, Jamie Dimon no caso do JPMorgan atual ou Galló no caso mais recente das Lojas Renner. E, como isso é verdade, o key man risk também passa a ser uma verdade.”

Esteves discriminou dois riscos potenciais associados à eventual perda do *key man*: a disrupção e a perda de estamina. A disrupção ocorre quando não há um plano de sucessão claro, que pode levar a uma imediata descontinuidade estratégica e à dispersão do foco. Porém, ele acredita que com “um pouco de disciplina” esse risco pode ser endereçado.

“A disrupção é o risco mais grave, embora seja mais fácil de ser evitado. Por exemplo, em uma empresa familiar, na ausência do acionista de referência, a família vai brigar, a empresa não vai saber pra onde ir, a estratégia vai mudar... Esse tema é um risco grande especialmente em empresas familiares. Quando você tem um key man risk, precisa double-check se, na ausência abrupta do key man, a sucessão está resolvida. No nosso caso específico, sendo um partnership, eu acho que é fácil de tratar esse tema. Existem regras estabelecidas há muitos anos, uma liderança dividida com vários sócios e ainda as minhas ações são um lastro de estabilidade.”

De acordo com Esteves, o problema relacionado à estamina é mais crônico, estrutural. A estamina, nesse caso, consiste na energia imprimida pelo acionista ou executivo de referência, motivando a equipe e preservando a identidade da organização.

“Se a liderança deixa a empresa inesperadamente, corre-se o risco de o negócio perder o brilhantismo. Não muda nada no resultado em seis meses, mas a empresa pode passar por uma gradual mediocrização. Perda de estamina é um tema menos danoso que a disrupção para acionistas minoritários, porém mais difícil de ser tratado.”

Perguntado sobre como endereçar o risco de perda de estamina, Esteves reconhece: “isso não tem muito uma fórmula, você tem que encontrar gente que vai manter essa estamina”.

“Vamos usar o JPMorgan como exemplo. Foram “3 JPMorgans”: avô, filho e neto. O Jack, filho do John, deu um “instucionalizada” e internacionalizada no negócio.. A estamina foi mantida ao longo das gerações. Outro exemplo é a família Pinault, em que o François-Henri, filho do fundador, teve quase a mesma importância do pai para montar o negócio.”

A solução passa, primeiramente, por identificar quem atua como propagador da cultura dentro do banco. Ainda que a *partnership* do BTG Pactual naturalmente valorize profissionais alinhados à cultura da organização, não é trivial identificar quem é capaz de, de fato, propagá-la no dia a dia.

² O primeiro pilar da cultura do Nu é “Queremos que nossos clientes nos amem fanaticamente”. Vale destacar que já ouvimos de diversos executivos e ex-executivos do Nu que o foco no cliente é inequívoco em todas as decisões relevantes da companhia, sendo corroborado por diversas escolhas da companhia.

“Às vezes o cara é um excelente chefe de alguma business unit, mas como figura inspiradora para disseminar cultura e olhar o longo prazo, o skill necessário talvez seja um pouco diferente. Temos que trabalhar gente que tenha isso – e às vezes a solução está em alguém mais abaixo. Não acontece naturalmente, você tem que buscar constantemente essas pessoas.”

Nesse contexto, percebemos que a busca por novas lideranças passa a ser um tema presente na agenda de Esteves.

“Um outro ângulo relacionado ao tema: é importante que o banco tenha mais porta-vozes, hoje ainda muito concentrado em mim e no Roberto. Esse é um tema que a gente está lidando, menos por causa de sucessão, mas mais porque o banco está muito grande.”

Embora Esteves esteja menos presente em algumas frentes à medida que o banco cresce, ele nota que a cultura do banco tem sido preservada.

“Olhando 10, 15 anos à frente não pretendo mudar meu estilo de vida. Mas estamos cada vez mais prestando atenção à nova geração. Esse negócio, para nós, está dentro do radar. Aliás, no caso do banco, não vai ser uma segunda geração, vai ser uma terceira.”

DAVID VÉLEZ

Vélez fundou o Nubank em 2013 e, até hoje, exerce papel central na companhia como CEO e Chairman. Sua visão clara sobre os rumos do sistema financeiro, em que a tecnologia se tornaria o canal predominante, e sua determinação para colocar essa crença em prática foram cruciais para o sucesso do Nu. É difícil pensar em muitos indivíduos que tenham influenciado de forma tão direta e transformadora uma indústria estabelecida como Vélez influenciou o sistema financeiro brasileiro.

Naturalmente, acreditamos que a presença de seu fundador segue sendo relevante para os próximos passos do Nubank. Em primeiro lugar, acreditamos que ele seja importante para a preservação da cultura, que é um dos principais diferenciais competitivos do negócio, especialmente pelo obsessivo foco no cliente. Além disso, à medida que o Nu amadurece, tem atraído talentos de nível mundial, em grande parte pela liderança e visão de Vélez. A própria orientação de longo prazo é garantida por sua presença, como ilustram os investimentos relevantes em plataforma e na expansão geográfica. É comum ouvirmos de executivos do Nu que a organização está jogando o *infinite game*.

A fim de endereçar o *key man risk* que emerge de sua relevância para o Nubank, Vélez enfatizou o papel central da cultura da empresa.

“O fundador deve garantir que há promotores da cultura em todos os níveis da organização, de forma que, mesmo quando o fundador não esteja presente, haja defensores dos valores da companhia e do propósito estratégico do negócio. O risco da mudança de líder é menor se a cultura já está enraizada na organização. Isso significa que, se um novo líder entrar e ele for inconsistente com a cultura, a própria cultura irá rejeitá-lo, como nosso corpo rejeita um vírus. Há um ponto em que a cultura é informada para aceitar um determinado tipo de líder.”

Em segundo lugar, é fundamental que a organização tenha um plano de sucessão bem definido. Inclusive, a significativa importância dada ao tema pelo Nubank chamou nossa atenção.

“Nosso Board tem sucessão como sua prioridade número um. Temos um plano claro, que inclui um número de sucessores diferentes em mente – incluindo sucessores que ainda não estejam prontos, mas que possam estar em alguns anos. Em um mundo ideal, obviamente, todos internos.”

Vélez também destacou o desafio de encontrar gestores excepcionais que também sejam líderes inspiradores, uma vez que é raro encontrar executivos que tenham excelência tanto em execução, quanto em propagação da cultura.

“Liderança é sobre inspirar outros. Então, estamos falando de encontrar bons líderes que possam vender uma visão para um grupo de pessoas e que possam motivá-los e energizá-los. Enquanto há muitos profissionais excelentes na execução e outros com grande capacidade de inspirar, encontrar alguém que reúna ambas as qualidades é incomum. Tornando o tema ainda mais complexo, não se pode avaliar um candidato para sucessão em seu papel atual, pois quando o papel muda, joga-se um diferente tipo de jogo. É como escolher o melhor corredor olhando para quem está nadando.”

Vélez acredita que essa busca por sucessores precisa ser ativa – ou seja, não acontece de forma orgânica. Para isso, é importante acompanhar atentamente a evolução dos talentos da organização.

“Pode-se atribuir desafios para potenciais sucessores, fazendo-os operar em diferentes condições ou submetendo-os a determinados testes. Mas é impossível simular completamente o que acontece no momento em que alguém chega no comando da organização. E essa é uma das razões pela qual a sucessão tem sido tão difícil para muitas empresas de tecnologia.”

Como exemplo desse desafio, Vélez relatou ter conversado com Bob Iger sobre o processo sucessório da Disney. Por outro lado, destacou o êxito na transição de CEO na Microsoft para Satya Nadella.

Por fim, Vélez enfatiza a importância de calibrar bem o tempo de permanência de um fundador à frente do negócio.

“O período não pode ser tão curto a ponto de comprometer a consolidação da visão, nem tão longo a ponto de provocar estagnação. A saída deve ser planejada, de modo a permitir a renovação da liderança sem que o legado se perca. No que depender de mim, estarei feliz de ficar por um bom tempo. E espero que o Board queira que eu fique por um bom tempo. Mas eu serei o primeiro a dizer se, em dado momento, eu não for pessoa certa para liderar a organização ou se houver alguém melhor.”

ESTRATÉGIAS DE MITIGAÇÃO

Foi bastante interessante identificar diversos pontos em comum nas conversas com os dois líderes, apesar das diferenças marcantes entre seus perfis e os das organizações que lideram. À luz desses feedbacks, podemos sintetizar alguns pontos chave que, em nossa visão, deveriam estar presentes na agenda estratégica de companhias expostas ao *key man risk*:

- **Cultura sólida e difundida:** A existência de uma cultura organizacional forte, com valores e propósito claramente definidos e capazes de mobilizar a companhia, é essencial para assegurar que o sucesso do negócio não esteja atrelado a indivíduos específicos. Em empresas expostas ao *key man risk*, é ainda mais crítico que essa cultura esteja verdadeiramente enraizada, de modo que sua preservação não dependa da presença ativa da liderança. Nesse sentido, é crucial identificar quem são os propagadores desta cultura internamente, sendo inclusive uma credencial imprescindível para os indivíduos considerados para assumir a liderança do negócio.
- **Processo ativo de sucessão:** A substituição do papel ocupado por um *key man* dificilmente ocorre de forma espontânea. É fundamental que a organização aborde esse tema de maneira proativa e o trate como uma prioridade estratégica, especialmente no âmbito do Conselho de Administração.
- **Formação de líderes:** Muitas das competências que definem um líder de sucesso são observáveis apenas quando o profissional ocupa, de fato, essa posição. Assim, o desempenho do indivíduo ao longo de sua trajetória não é garantia de sucesso ao ser alçado ao posto de liderança. Inclusive, executivos geralmente não são preparados para assumir o comando de um negócio de forma orgânica. Nesse contexto, torna-se fundamental que a organização dedique atenção à formação e ao desenvolvimento de profissionais que tenham potencial para, no futuro, assumir esse papel. A sucessão por um líder formado internamente é especialmente desejável em empresas com cultura organizacional forte – característica comum em companhias com acionistas de referência.

Assim, acreditamos que seja preciso estarmos atentos a como empresas com acionista de referência conduzem seu processo sucessório. Idealmente, este deve ocorrer de forma gradual, com um planejamento cuidadoso para a definição da nova liderança e, uma vez feita a escolha, um período de transição bem conduzido. Sempre que possível, essa transição deve incluir uma saída progressiva do acionista de referência – por exemplo, com a migração de um papel executivo para uma posição no Conselho.

Um exemplo emblemático de mitigação bem-sucedida do *key man risk* trata-se da Apple, que enfrentou incertezas significativas após o falecimento de Steve Jobs em 2011. Jobs era percebido como a força motriz por trás da inovação e da identidade da empresa e sua saída gerou volatilidade no mercado. No entanto, uma cultura organizacional robusta, construída ao longo de anos, aliada a um plano de sucessão estruturado, permitiu que Tim Cook assumisse a liderança com eficácia. Sob Cook, a Apple não apenas manteve sua posição, mas expandiu seu domínio em novos mercados, demonstrando que o *key man risk* pode ser superado quando a empresa está preparada para transcender seu fundador.

Em contrapartida, a transição de liderança na Disney evidencia os riscos de um processo sucessório malconduzido. Bob Iger, CEO até 2020, era amplamente reconhecido por sua habilidade em liderar aquisições estratégicas, como Pixar, Marvel e Lucasfilm, que consolidaram a Disney como líder no entretenimento. Sua transição inicial para Bob Chapek foi planejada, mas entendemos que a percepção de que Chapek não incorporava a mesma visão estratégica gradualmente gerou instabilidade. A Disney enfrentou críticas por decisões operacionais, como aumentos de preços em parques temáticos e tensões com criadores, além de uma queda de cerca de 30% no valor de mercado entre 2020 e 2022. O retorno de Iger em 2022 destacou a dependência de sua liderança, reforçando a importância de preparar sucessores que mantenham a confiança dos *stakeholders*. Esse caso também corrobora o desafio de avaliar, *ex ante*, a aptidão de executivos para ocupar a principal posição de liderança e, portanto, reforça a necessidade de atenção proativa e antecipada ao tema.

Finalmente, cumpre ressaltar que não deixamos de considerar a investimentos em empresas de capital pulverizado (*corporations*). Priorizamos, nesses casos, uma cultura empresarial robusta, moldada por gerações anteriores e preservada pelos atuais executivos, de forma a assegurar um processo decisório focado no longo prazo.

CONCLUSÃO

Como investidores, valorizamos empresas que combinam a força de acionistas de referência com estratégias que asseguram sua longevidade. O *key man risk* sublinha a necessidade de alinhar a influência singular desses líderes com uma preparação robusta, por meio de uma cultura consolidada, planos de sucessão claros e equipes executivas preparadas. Essa discussão traz lições importantes inclusive para assegurarmos a perenidade da própria Absoluto Partners.

Gratos pela confiança,

Absoluto Partners