

Caros investidores,

Nesta carta, daremos continuidade à nossa reflexão sobre a relevância da presença do acionista de referência nas companhias em que investimos. Na primeira parte dessa discussão, apresentada na carta do ano passado (Acionista de Referência e *Key Man Risk*, Abril/2025), descrevemos as características essenciais dessa figura e analisamos um dos principais riscos associados a esse modelo: o *key man risk*. Com esse intuito, tivemos conversas valiosas com André Esteves, *Chairman* e principal acionista da *partnership* que controla o BTG Pactual, e com David Vélez, fundador, CEO e *Chairman* do Nubank.

Nesta segunda parte, discutimos como a presença de um acionista de referência é, com frequência, determinante para o sucesso de muitas organizações, fundamentando nossa preferência por investir em empresas que contam com essa figura. Para ilustrar esse ponto, analisamos companhias que se destacaram por movimentos estratégicos relevantes acompanhados de perto por nós nos últimos anos, em que os benefícios desse modelo ficaram evidentes. Para enriquecer a discussão, conversamos com alguns protagonistas dessas decisões: Milton Maluhy Filho, do Itaú Unibanco; Paulo Moll, da Rede D'Or; e Eugênio de Zagottis e Marcílio Pousada, da RD Saúde.

O ACIONISTA DE REFERÊNCIA – BREVE RETROSPECTIVA

Retomando o conteúdo da primeira carta, vale recapitular nosso entendimento sobre o conceito do acionista de referência. Em primeiro lugar, esta figura pode se materializar através de diferentes estruturas: por meio de fundadores e seus sucessores familiares, de executivos cuja liderança se torna inseparável da identidade da companhia, ou ainda de estruturas de *partnership* que exercem o controle societário.

Dito isso, independentemente das especificidades de cada estrutura societária, acreditamos que são algumas características críticas que definem o acionista de referência. A primeira delas é a **orientação de longo prazo** nas decisões. Quando o tomador de decisão, ou quem o influencia diretamente, é também investidor por prazo indeterminado, há uma tendência natural de que as escolhas estejam voltadas à maximização da rentabilidade estrutural da empresa e à perpetuação do negócio, mesmo quando essas decisões sejam onerosas aos resultados de curto prazo. Associado a esse primeiro ponto, o acionista de referência geralmente possui **apetite ao risco mais apurado** e uma disposição maior para a tomada de decisões críticas para o negócio.

Além disso, a existência de uma **cultura forte** representa outro traço típico de uma companhia sob esse modelo. Os acionistas de referência geralmente são os responsáveis por moldar a cultura de sua organização ou, ao menos, garantir que seus valores sejam preservados e aplicados. A cultura forte incita clareza estratégica, coesão entre times, atração e retenção de talentos, dentre outros benefícios.

Observamos também que a **influência** e o **conhecimento** acumulados por essa figura são ativos valiosos: viabilizam conexões e relacionamentos estratégicos para o negócio, favorecem a atração e a retenção de capital humano e proporcionam uma visão privilegiada sobre os rumos da indústria. Por último, sua presença tende a conferir maior **estabilidade à governança**, assegurando consistência na estratégia de longo prazo e a preservação do curso do negócio mesmo em períodos turbulentos.

Com o intuito de ilustrar a importância da tomada de decisão em momentos críticos, selecionamos casos de empresas em que escolhas estratégicas, por vezes não óbvias e custosas no curto prazo, foram determinantes para iniciar ciclos de transformação e fortalecimento dos negócios.

ITAÚ UNIBANCO – MILTON MALUHY FILHO

O Itaú Unibanco tem uma história centenária, tendo se adaptado e se transformado para lidar com turbulentos cenários econômicos, diferentes ambientes políticos e mudanças nos padrões de consumo, tornando-se mais forte e resiliente. O sucesso ao longo de décadas pode ser atribuído, em grande parte, à visão das famílias precursoras do Itaú (Villela e Setúbal) e do Unibanco (Moreira Salles), que privilegiaram o longo prazo do banco sempre que estiveram diante de decisões difíceis. Aliás, essa postura das famílias marcou a origem do conglomerado, visto que aceitaram renunciar ao controle absoluto do negócio a fim de criar um grupo muito mais robusto e com mais oportunidades de criação de valor.

Após a fusão entre Itaú e Unibanco em 2008, o arranjo inicial de governança estabeleceu Pedro Moreira Salles na presidência do Conselho e Roberto Setúbal como CEO. A solidez dessa construção esteve ancorada nessa parceria, com visões complementares entre Conselho e gestão executiva, o que ajudou a consolidar uma fusão extremamente bem-sucedida. Em nossa conversa com Milton Maluhy Filho, CEO do banco desde 2020, ele ressaltou o papel fundamental do Roberto nessa trajetória.

“O Roberto ficou 23 anos como CEO. Durante esses anos ele teve que se reinventar no papel algumas vezes. O time que ele começou e o time que ele entregou são totalmente diferentes, assim como a forma como ele veio conduzindo o banco através de ciclos e eventos de todas as naturezas no sistema financeiro. Quando ele terminou o mandato, todo mundo reconhecia que o banco fez um trabalho extraordinário, com uma forma singular de liderar e formar talentos de alta performance. Contudo, havia, naturalmente, um peso muito grande na figura do Roberto, pois ele tinha um papel meio onipresente na forma de gerir o banco. Era o modelo mais centralizado de poder, mais hierárquico, com diversas comissões e reuniões.”

Hoje, os acionistas de referência exercem protagonismo através do Conselho de Administração, cuja presidência é compartilhada pelas duas famílias. O banco fez a transição para esse modelo no final de 2016, com a nomeação do Candido Bracher como CEO, para um mandato de aproximadamente quatro anos dada a limitação de idade para a ocupação do cargo. Nesse processo, o Itaú tinha o desafio de superar o *key man risk*, que abordamos extensivamente em nossa última carta, e preservar os atributos positivos da presença de acionistas com visão privilegiada sobre a indústria e horizonte de criação de valor a longo prazo. Para isso, não somente era importante escolher a pessoa certa e prepará-la para a missão, mas também definir o novo papel do Roberto.

“Quando o Roberto fez 58 anos, eu acho que o maior desafio dele não era entregar performance, mas fazer a sucessão. E ali começa um desafio de sair desse key man risk, que em alguma medida a gente via, como vocês abordaram na carta anterior. Era um desafio muito grande para ser franco. A primeira medida na época foi estender de 60 para 62 anos o limite de idade do mandato, ficando claro que o maior desafio do Roberto naqueles próximos quatro anos era trabalhar na sucessão. Essa mudança de idade ajudou porque o candidato também tinha 58 anos quando ele assumiu.”

Então, desde o início da transição para o Candido, o Roberto começou a se disciplinar para entender como o papel dele deveria evoluir. No começo, ele deveria ser um Chairman um pouco executivo. E, ao longo do tempo, a gente foi aprendendo o que significava essa transição – como é que se fortalece a governança no nível do Conselho, garantindo que tenham comitês adequados e que a agenda e os temas são realmente os que têm que ser discutidos. Tivemos que fazer uma transição de um indivíduo que tinha três chapéus: CEO, acionista e membro do Conselho. Como ele era as três coisas ao mesmo tempo, não era claro até então qual chapéu ele estava usando em cada decisão.”

Vale destacar que, nessa transição, identificamos a presença dos principais fatores que havíamos elencado como essenciais para a mitigação bem-sucedida do *key man risk*: cultura sólida e amplamente difundida, formação consistente de lideranças fortes e condução do processo de sucessão de maneira ativa e estruturada. Aliás, a atenção dada ao processo de transição foi, na nossa visão, primordial para a preservação do sucesso do banco, resultando no aprimoramento de parâmetros de governança seguidos por toda a organização.

“Era importante garantir que os princípios de gestão e governança fossem preservados. Aliás, o banco sempre investiu muito em governança. Essa é uma palavra que a gente fala muito aqui dentro, embora para alguns ela soe meio burocrática. Governança é como você define muito bem qual é o papel da administração, qual é o papel do Conselho, que temas são discutidos, quem decide o que, e quais são as alçadas e atribuições para que, enfim, as regras do jogo sejam muito claras.”

Desse modo, constatamos que a governança, com a atribuição de papéis claros para administração e Conselho, foi determinante para preservar diferenciais competitivos do banco, como a visão de longo prazo, a elevada disciplina na alocação de capital e a excelência na mensuração de riscos, em que o Itaú é referência. O banco também conseguiu conservar o conhecimento profundo e singular sobre o sistema financeiro acumulado pelas gerações anteriores a partir da participação relevante do Roberto e do Pedro no Conselho, colaborando para a tomada de decisão em momentos críticos.

“Temas como apetite de risco são claramente definidos no nível do Conselho, com papéis, alçadas e indicadores muito objetivos. Existe um comitê gestor de risco e capital que se reúne mensalmente, com painéis extensos que mostram todos os limites aprovados pelo Conselho, se estão sendo respeitados, se houve algum estouro e, quando necessário, qual é o plano de ação. Há também uma agenda recorrente combinada com deep dives temáticos. Essa estrutura garante uma visão clara dos limites e de como o banco está funcionando e cria um ambiente de disciplina, transparência e confiança para que os temas relevantes sejam efetivamente discutidos.”

A transição também foi bem-sucedida porque Roberto e Pedro atuaram com disciplina na redefinição de suas atribuições. Ao respeitarem as alçadas da administração e os fóruns de decisão, preservaram seu papel como guardiões da cultura e da visão de longo prazo, criando as condições para que a nova liderança se consolidasse.

“O papel do acionista controlador é extremamente relevante: definir appetite, limites, ser guardião da cultura e dos valores. Cultura não é discurso – ela se manifesta nos incentivos, nas avaliações, na remuneração, nas promoções e nas saídas. Pessoas competentes, mas desalinhadas culturalmente, acabam saindo rápido. O programa de sócios é um grande direcionador, porque traz alinhamento de longo prazo e transforma executivos em donos. Os executivos são avaliados pelos mesmos pilares da cultura, além de resultado e performance. Essa coerência cria um ambiente em que as pessoas sabem exatamente o que é esperado delas.

A relação entre Conselho e administração é baseada em disciplina, abertura e confiança. Não existe governança paralela. O Roberto não fala com ninguém da administração sem que eu saiba, por disciplina, não por regra. Conselheiros podem falar com quem quiserem, quando quiserem, mas qualquer interação relevante é compartilhada. Esse nível de disciplina vem muito pelo exemplo – inclusive quando há conflitos potenciais, como temas envolvendo empresas investidas da Itaúsa, em que o Roberto simplesmente sai da sala. Isso reflete valores profundos e cria uma governança que funciona de fato. O grande desafio, agora, é fortalecer e renovar essa cultura na sucessão do Conselho e nas famílias controladoras, com processos estruturados, pipeline de lideranças e disciplina institucional, garantindo, assim, visão de longo prazo, pragmatismo, ética e profundidade nas decisões.”

Um elemento complementar dessa nova dinâmica foi introduzido por Milton após sua nomeação como CEO, em 2020 – transição talvez mais relevante que a anterior, dada a perspectiva de um mandato prolongado em um ambiente competitivo e regulatório mais exigente. Nesse contexto, foi mantido um canal regular, informal e disciplinado de comunicação entre o CEO e os *Chairmen*, que reforça a contribuição dos acionistas de referência para o banco sem comprometer a ampla autonomia da administração executiva.

“Durante a Covid, o Pedro e o Roberto criaram uma dinâmica de reunião semanal de acompanhamento, em formato de bate-papo, para discutir riscos, operação, rede, trabalho remoto, coisas que a gente ainda não conhecia bem. Eu combinei com eles que a gente manteria essa dinâmica e ela existe até hoje. Uma vez por semana, religiosamente, nos reunimos por uma hora, sem agenda e sem pauta. Não é governança paralela, a governança do banco é a governança do banco; é um espaço de atualização. Eu levo temas que acho relevantes para que eles, como Chairmen, saibam o que está acontecendo dentro e fora do banco. É leve, aberto e funciona muito bem, porque eles estão sempre atualizados sobre os assuntos que realmente importam.”

Um exemplo claro de como o modelo de governança adotado permitiu preservar os atributos positivos associados à presença dos acionistas de referência no controle é a transformação digital do banco, na qual a visão de longo prazo e a disposição para tomar decisões difíceis foram determinantes. Em 2015, o Itaú iniciou um longo ciclo de investimento em tecnologia, que foi intensificado com a transição do alto comando em 2021. O objetivo consistia em enfrentar os desafios inerentes aos sistemas legados e, dessa forma, aprimorar a agilidade na tomada de decisão e a capacidade de inovação. Nos últimos anos, acreditamos que o banco já investiu algumas dezenas de bilhões de reais nesse processo, criando um dos maiores times de desenvolvedores do país. O intuito era "quebrar" o *mainframe* em alguns milhares de microsserviços de negócios e rodar os sistemas relevantes em nuvem.

“A maior responsabilidade de qualquer Conselho é a indicação do CEO, porque a partir daí você garante que o comitê executivo estará à altura dos desafios. A administração propõe estrutura, time, estratégia e prioridades de forma bottom-up e leva os temas ao Conselho para dar visibilidade e aprofundar o debate. Foi assim na transformação digital, na revisão das hierarquias, das estruturas e dos modelos de negócio. O nível de apoio que eu tive do Pedro e do Roberto foi algo incrível: nunca houve saudosismo ou apego ao passado. A mensagem sempre foi clara: o que nos trouxe até aqui não vai nos levar para frente, então façam a transformação, façam bem feito e façam rápido. A confiança vem da entrega de resultado.

Essa autonomia existe porque tem pilares muito bem pactuados: cultura, governança, gestão de risco e alocação de capital. Essa é a espinha dorsal do banco. Todo mundo, do Conselho ao executivo, tem patrimônio relevante investido em ITUB4, e isso cria um alinhamento quase perfeito. No final do dia, a pergunta é simples: isso é melhor para o cliente? É melhor para o ITUB4? Se for, vamos em frente. É cultura, é transparência, é confiança. E é isso que permite avançar na transformação digital sem abrir mão da disciplina.”

Tão importante quanto a transformação digital foi a transformação cultural promovida pela atual gestão. Cabe destacar que, ao longo de todas as nossas interações nos últimos anos, Milton sempre enfatizou a cultura como elemento central para que o banco enfrente os desafios à sua frente.

“O ponto central é cultura. Sem uma cultura forte, que transforme executivos em donos e alinhe a visão do executivo, que tende a ser de curto prazo, à visão do acionista, que tende a ser de longo prazo, a transição não funciona. Também passa por remuneração, avaliação, feedback e promoção, sempre com forte alinhamento cultural, além do programa de sócios e dos valores definidos desde a fusão.”

Logo no início de seu mandato, Milton demonstrou determinação e disposição não apenas para fortalecer os pilares culturais do banco, mas também para revisitar conceitos estabelecidos. Reconhecia que a cultura vigente, embora responsável pelo sucesso passado, precisava evoluir para sustentar o futuro.

“Eu sempre digo que fui formado e promovido dentro da cultura anterior do Itaú. Eu era um excelente executivo dentro daquela cultura, e não tem nenhum problema nisso. Mas, com cerca de cem dias de mandato, ficou muito claro para mim que havia uma necessidade profunda de mudança cultural. Não era só sobre o banco, eu mesmo tinha gaps que precisava trabalhar. A primeira coisa foi reconhecer que, para onde a gente queria ir, muita gente, inclusive eu, ainda não sabia exatamente como fazer. Ao mesmo tempo, 90% das pessoas reconheciam que o banco precisava passar por uma transformação cultural. O solo era fértil.

Essa transformação não veio com um prato pronto. Eu não vim de fora. Eu precisei aprender essa nova cultura junto com todo mundo. Fiz um convite explícito: ‘eu também vou ter que mudar’. E a partir daí foi projeto, pesquisa, debate, conversa com cliente, com o Conselho, com a liderança, live todo mês, Q&A aberto, transparência total. Cultura no dia a dia, o tempo inteiro. No começo é mais difícil, mas quando engrena, ganha uma velocidade impressionante. Hoje isso se reflete em NPS e e-NPS, atração de talentos, engajamento e numa organização muito mais preparada para o futuro.”

Apesar desse esforço de transformação, que também envolveu mudanças na estrutura organizacional, os resultados não vieram de imediato e apenas recentemente começaram a ser colhidos de forma mais evidente. Ilustrando essa evolução, destacamos o lançamento em um ritmo mais acelerado de novas funcionalidades, como a integração de apps mono-produto em um único superapp.

Como outro exemplo da orientação de longo prazo, o Itaú destaca-se na adoção de medidas com foco no *lifetime value* do cliente. A flexibilização de dívidas no início da pandemia em condições favoráveis aos clientes e o estímulo à adoção de inovações regulatórias a exemplo do Pix, mesmo que tenham sido prejudiciais aos resultados de curto prazo, corroboram essa postura. Acreditamos que essa abordagem continuará direcionando as decisões do banco e, dessa forma, esperamos que o Itaú continue sendo mais agressivo com iniciativas que eliminem completamente as cobranças de pacotes de conta corrente e de anuidade de cartão de crédito. Medidas como essas podem penalizar o crescimento da receita no curto prazo, mas têm o potencial de maximizar o diferencial competitivo, fortalecer a franquia do banco, acelerar ganho de *market share* e, em última instância, aumentar o valor do negócio.

“A gente está num modo de transformação muito forte e contínuo, que abre novas capacidades, novas avenidas e novas formas de atender o cliente. O foco não é só crescer a base, mas aprofundar relacionamento e aumentar principalidade e engajamento. Isso gera valor, top line, novas linhas de negócio e crescimento, permitindo ganhar mercado nos segmentos que são foco da nossa estratégia, com mais eficiência, melhor leitura de risco e mais capacidade de evoluir o banco, sempre olhando o todo e respeitando o beta Brasil e a concorrência.

Olhando para frente, oportunidades existem por todos os lados, e a organização está preparada tanto para acelerar quanto para adotar uma postura mais cautelosa quando necessário. Pipeline de talentos, cultura e tecnologia são chave nessa capacidade de reação. No fim do dia, é a lógica da corrida de revezamento: cada CEO dá continuidade ao que está funcionando, honra o passado, adiciona sua contribuição e passa o bastão adiante, garantindo transições bem-feitas, continuidade estratégica e visão de longo prazo.”

REDE D'OR – PAULO MOLL

A Rede D'Or foi fundada em 1977 pelo Dr. Jorge Moll e pela Dra. Alice Moll. O grupo iniciou suas atividades com foco em diagnósticos, inaugurando seu primeiro hospital apenas em 1998 e, ao longo das décadas seguintes, evoluindo até se tornar a maior rede de saúde privada do Brasil.

Ao longo da conversa com Paulo Moll, filho do Dr. Jorge e atual CEO da companhia, abordamos diversas ocasiões em que decisões com foco no longo prazo foram tomadas, mesmo que em um primeiro momento não parecessem óbvias. Como exemplo, vale destacar a venda do Grupo Labs para o Fleury, em 2011, consolidando o direcionamento estratégico da companhia para o segmento hospitalar.

“Meu pai acreditava muito no conceito de ‘no roots’ e entendeu que não havia vantagem competitiva em laboratórios, enquanto via um caminho promissor no segmento hospitalar. Naquele momento, poucos estavam olhando hospitais de referência como um negócio principal, desassociado da lógica de servir uma operadora de saúde pertencente ao mesmo grupo econômico. Meu pai não tinha apego e tomou a decisão de vender o negócio de diagnóstico, concentrando recursos financeiros e o foco do time.”

A empresa ainda é controlada pela família, que detém quase 50% de participação, tendo inclusive aumentado esse percentual recentemente. O Dr. Jorge, atual presidente do Conselho de Administração, e seu filho Paulo são amplamente reconhecidos como referências na indústria e suas perspectivas têm sido importantes para a posição de liderança alcançada pela companhia no setor de saúde.

“A presença de uma família dedicada à mesma indústria há décadas permite uma visão muito mais clara sobre para onde as coisas estão indo em comparação ao resto do mercado. No início da nossa trajetória hospitalar, nossa visão sobre os movimentos do setor ainda era mais limitada. Com o crescimento da Rede D’Or e nossa presença em diferentes regiões e segmentos da saúde, passamos a ter uma visão muito mais ampla do sistema. Hoje conseguimos enxergar o tabuleiro de forma mais completa – entendendo melhor como prestadores, médicos, operadoras e demais agentes interagem dentro do ecossistema.”

Acreditamos que a família Moll explora de forma emblemática as virtudes da presença de um acionista de referência. O amplo conhecimento de mercado acumulado pela família ao longo de décadas foi potencializado pela atração de alguns dos principais talentos do setor de saúde, como Heráclito Gomes, ex-diretor presidente da Bradesco Saúde e figura de grande relevância na indústria.

Esses profissionais são motivados justamente pela oportunidade de integrar um grupo que busca estar na fronteira da medicina e da gestão hospitalar. O direcionamento estratégico voltado à medicina de qualidade, aliado a um horizonte de longo prazo dos controladores e à estabilidade societária, também tem sido importante para a atração de profissionais de alto nível. Esses executivos, por sua vez, fortalecem a organização e ampliam sua atratividade para novos talentos, desencadeando um ciclo virtuoso.

“Foi importante para a construção do negócio trazer pessoas com nível diferenciado de conhecimento e relacionamento. O magnetismo se fez presente desde o começo da companhia no Rio de Janeiro, atraindo médicos de referência em diagnóstico. Conforme a empresa cresceu e passou a oferecer mais oportunidades, fomos agregando mais capital humano. Exemplos disso são o Heráclito Gomes, na área de gestão e estratégia, e o Paulo Hoff, na área médica. Para isso, também é fundamental saber identificar quem são as pessoas que estão fazendo a diferença em outros negócios que estão indo bem. Mas tão importante quanto atrair talentos externos é desenvolver e valorizar quem cresce com a empresa. O Rodrigo Gavina, nosso CEO de Hospitais, é um exemplo disso – está na Rede D’Or desde 1999, desde o Barra D’Or, nosso primeiro hospital. Essa combinação entre lideranças que chegam de fora com um olhar novo e pessoas que construíram a empresa por dentro é o que dá profundidade e continuidade à nossa cultura.”

Outro exemplo marcante do impacto da presença de um acionista de referência e da orientação de longo prazo nas decisões estratégicas foi o pioneirismo na adoção de modelos alternativos de remuneração, em complemento ao modelo tradicional de conta aberta (*fee for service*). Historicamente, o modelo de *fee for service* era percebido como vantajoso para os hospitais por permitir maior expansão de serviços e materiais utilizados. Por outro lado, modelos alternativos, como pacotes e diárias globais, trazem maior previsibilidade de custos para as operadoras e maior compartilhamento de risco. A Rede D’Or entendeu cedo que um sistema baseado exclusivamente em *fee for service* poderia gerar pressões relevantes de custo ao longo do tempo. Ao migrar gradualmente para modelos alternativos, a companhia buscou maior equilíbrio para o sistema.

“Quando começamos a discutir a adoção desses modelos, deixamos claro para as operadoras que essa mudança precisaria vir acompanhada de maior volume e escala para nossos hospitais. Em outras palavras, aceitávamos um crescimento de tíquete mais moderado em troca de maior previsibilidade e maior participação nas redes assistenciais. Essa combinação ajudou a criar um modelo mais sustentável para o sistema e permitiu à Rede D’Or crescer com mais volume.”

Como resultado, modelos alternativos, que representavam cerca de um terço das receitas em 2015, tornaram-se hoje predominantes. Além disso, com o tempo, essa estratégia também contribuiu para a expansão da companhia em outras frentes assistenciais.

“À medida que ganhamos escala dentro das redes das operadoras, passamos a observar um crescimento importante em diferentes linhas de cuidado, especialmente em serviços ambulatoriais e em exames externos (SADT). Isso reforçou a presença da Rede D’Or dentro do sistema e ampliou nossa capacidade de atender pacientes em diferentes momentos da jornada de saúde.”

Cabe também explorarmos a decisão arrojada – e, em retrospecto, bastante visionária – da organização de entrar no segmento de seguros a partir da aquisição da SulAmérica, em 2022, sua segunda maior fonte pagadora. Embora modelos integrados não fossem novidade no setor, historicamente estavam concentrados em segmentos de tíquete mais baixo, gerando dúvidas sobre os benefícios dessa integração em planos de perfil mais elevado. Além disso, o segmento de seguros atravessava um período particularmente desafiador no pós-pandemia, com custos médicos crescendo aceleradamente e prêmios ainda em processo de recomposição.

“A gente sabe que no Brasil muitas vezes as grandes oportunidades aparecem ao longo do tempo. Pode levar anos até que elas se concretizem, mas é importante estar preparado. No nosso caso, isso significava ter moeda – as ações da Rede D’Or – e, principalmente, ter um time preparado para executar quando surgisse a oportunidade. Até o IPO, nosso plano era continuar crescendo essencialmente como prestador de serviços. Porém, entre o IPO e 2022, o tabuleiro foi mudando. Passamos a entender que o setor caminhava para uma configuração com maior alinhamento entre operadoras e prestadores.”

Passados mais de três anos desde a aquisição, não apenas os riscos iniciais foram endereçados, como também já é possível observar sinergias relevantes de custos e despesas, além de melhorias operacionais decorrentes da integração. Além disso, o grupo destravou oportunidades de incremento de receita a partir de iniciativas de *cross-sell* e passou a contar com maior previsibilidade em seu plano de expansão. A empresa também se tornou mais resiliente, dado que os resultados de seguradoras e hospitais tendem a apresentar comportamentos parcialmente complementares ao longo do ciclo.

A aquisição da SulAmérica também reforçou a importância do alinhamento estratégico entre fontes pagadoras e prestadores de serviços de saúde, estimulando reflexões e movimentos relevantes entre os principais agentes do setor. Como consequência desse processo, em maio de 2024, Bradesco e Rede D’Or anunciaram a criação da joint venture Atlântica D’Or¹. A iniciativa aprofunda uma parceria de décadas entre as duas instituições e cria uma base sólida para o desenvolvimento de novos projetos hospitalares. Na nossa visão, a iniciativa só foi possível dada a rede de relacionamentos e o profundo conhecimento do setor pela família Moll.

“A JV é um casamento e, portanto, foi fundamental ter a segurança que vem de décadas de relacionamento — os presidentes dos Conselhos da Rede D’Or e do Bradesco se conhecem há mais de 30 anos. O momento também reflete uma convergência de interesses: de um lado, o Bradesco com interesse crescente em participar do desenvolvimento de infraestrutura hospitalar; de outro, a Rede D’Or ampliando sua capacidade de expansão com parceiros estratégicos.”

Em nossa visão, a transação trata-se de um alinhamento estratégico com potencial relevante de geração de valor ao longo do tempo. Com o Bradesco alinhado economicamente nos projetos hospitalares, os empreendimentos da *joint venture* tendem a apresentar menor risco de execução e *ramp-up* mais acelerado, já que nascem com forte inserção dentro das principais redes assistenciais do país.

Outro desdobramento da presença de um acionista de referência diz respeito à clareza estratégica. Acreditamos que essa clareza seja mais presente em companhias com essa figura, pelo conhecimento acumulado e convicção do caminho a ser seguido. O direcionamento claro é determinante para prevenir que companhias façam movimentos impulsionadas por pressão de terceiros, como participantes de mercado com horizonte de investimento mais curto – fugindo, por exemplo, de “modismos”.

¹ A Atlântica D’or incluía inicialmente três hospitais em fase avançada de construção – São Luiz Guarulhos (SP), São Luiz Alphaville (SP) e Macaé D’Or (RJ) – e dois projetos *greenfield* em Ribeirão Preto e Taubaté. Depois, foram anunciadas a incorporação dos hospitais São Luiz Campinas, Glória D’or e Maternidade Star na *joint venture*.

“A gente foi bastante questionado durante e depois do IPO sobre aquisições que acabaram sendo feitas por concorrentes. As maiores transações entre 2020 e 2022 não foram feitas pela Rede D’Or. Tivemos a convicção de que os preços desses ativos não faziam sentido e concentramos nossos esforços em hospitais de porte médio. Para nós, o critério central sempre foi avaliar o retorno econômico real que esses ativos poderiam gerar ao longo do tempo, especialmente a capacidade de geração de caixa e de distribuição de dividendos dos hospitais após o período de maturação.”

Por fim, vale destacar que o papel da família como acionista de referência também tem sido reforçado recentemente, com compras relevantes de ações ao longo dos últimos anos.

“Uma parte relevante dos recursos da família é gerida de forma conjunta justamente para apoiar a empresa caso seja necessário. Esses recursos podem ser um diferencial para executar movimentos estratégicos quando surgirem oportunidades. E, naturalmente, se enxergarmos nossa ação a preços atrativos, podemos continuar aumentando nossa posição. Meu pai, se pudesse, provavelmente nunca venderia uma ação da companhia.”

RD SAÚDE – EUGÊNIO DE ZAGOTTIS E MARCÍLIO POUSADA

A RD Saúde, líder do setor de varejo farmacêutico brasileiro, com mais de 3.500 lojas espalhadas pelo país e quase 20% de market share, é resultante da fusão em 2011 entre as redes Raia, da família Pipponzi/Zagottis, e Drogasil, das famílias Pires e Galvão. Durante os dois primeiros anos após a fusão, a empresa foi comandada por Cláudio Ely, executivo com vasto conhecimento do setor, que já era o CEO da Drogasil há mais de 13 anos. Antônio Carlos Pipponzi, que havia sido CEO da Raia por 35 anos, tornou-se, então, *Chairman* da nova empresa.

Em julho de 2013, o Conselho, sob liderança das três famílias controladoras e da Pragma², escolheu Marcílio Pousada, egresso da Saraiva, para ser o novo CEO do grupo. Marcílio tinha larga experiência em varejo, com visão diferenciada sobre experiência de loja e comportamento do consumidor, e orientação a crescimento, que eram atributos buscados pelos acionistas. Além disso, sua condição de *outsider* acabou facilitando a consolidação do alinhamento entre as famílias. A estrutura visava preservar a contribuição da expertise estratégica dos fundadores, ao mesmo tempo em que estabelecia a autonomia necessária à gestão.

Marcílio: *“Minha relação com as famílias sempre foi uma fortaleza para a empresa – eles dão estabilidade de longo prazo. Temos as três famílias do bloco, sendo que uma participa com mais força no dia a dia, mas as outras também tem acionistas super importantes e muito próximos. Quando assumi, propus ao Antônio Carlos uma forma de trabalharmos juntos e a gente compôs muito bem. Ele ficava perto na expansão, que é o forte dele, mas no dia a dia do business eu tive total autonomia e ele me aceitou como liderança. O Antônio Carlos é intenso, conhece tudo, e sempre ajudou a compor.”*

² A Pragma representava os acionistas fundadores da Natura, que foram investidores da Raia desde 2008 e permaneceram como membros do grupo de controle até 2021.

As famílias controladoras, portanto, preservaram sua influência na gestão. Além da participação ativa no Conselho, certos membros mantiveram-se como executivos importantes, sendo que alguns estão presentes na alta administração até hoje. Eugênio e Marcello de Zagottis, bisnetos do fundador João Batista Raia e sobrinhos de Antônio Carlos Pipponzi, são exemplos disso. Eugênio atuou como VP Financeiro da RD até 2024, permanecendo até hoje como figura central no Conselho de Administração, e Marcello assumiu o cargo de COO do grupo em 2025, após um longo período como VP Comercial.

Eugênio: “Diferente do modelo americano de corporation, onde o Conselho atua apenas como instância de validação ou em situações extremas, nossa dinâmica com as famílias controladoras é de alinhamento estratégico constante. Nós temos forte descrença do modelo de corporations. O CEO detém a autonomia da execução e do time, mas encontra no Board uma governança muito ativa. Não é um rito processual ou passivo. É um ambiente de questionamento e validação de passos, onde os representantes dos acionistas controladores (Antônio Carlos, Kika e eu, membros da família Pipponzi/Zagottis, Caco e Renato Pires, e Paulo Galvão), além do próprio Marcílio como Chairman da empresa, atuam como stewards da governança e da estratégia.

Antes de toda reunião de Conselho, fazemos uma reunião do grupo de controle. Os representantes da minha família têm experiência hands-on: meu tio, eu e minha prima Kika fomos todos executivos. Antônio Carlos é muito focado na expansão, cultura e pessoas, a Kika é mais voltada para estratégia e sustentabilidade, e eu trago um foco econômico, olhando para a criação de valor e alocação de capital. O Caco, o Renato e o Paulo não foram executivos, mas estão presentes há muitas décadas na governança e trazem uma forte visão de acionista. São vocações e perspectivas diferentes, mas que se complementam. O Caco, por exemplo, é muito ativo em estrutura de capital e no G&A. O Paulo é muito antenado e tem sempre um olhar agudo sobre novas ameaças competitivas. O Renato também olha muito para pessoas. O Marcílio, por ser o Chairman, também integra o fórum e traz um conhecimento profundo do negócio de quem o liderou por mais de 10 anos. Quando acende uma luz vermelha no negócio, os acionistas reagem com força, como quando tivemos questões com engajamento de funcionários e perdas na loja. Eles têm uma memória importante do negócio; viram coisas que o próprio Marcílio, com mais de dez anos como CEO, às vezes não viu.”

A importância da orientação de longo prazo e o apetite a decisões difíceis ficaram mais evidentes a partir de 2018, quando a companhia decidiu investir de modo relevante nos canais digitais. Àquela altura, as vendas online representavam apenas 1% da receita e o setor de farmácias não parecia um candidato natural para experimentar um aumento da participação de e-commerce. Além disso, não existiam *benchmarks* globais de sucesso.

Marcílio: “No digital, o processo foi diferente dos debates sobre expansão, que o Antônio Carlos puxava. Eu era o entusiasta, que ficava cobrando investimento o tempo todo. A gente chegou um pouco atrás da concorrência, sendo que eu já vinha com obsessão pelo modelo da Amazon. A ficha caiu de vez em uma viagem que fiz com o Eugênio para a China, em abril de 2018. Estávamos no escritório da McKinsey em Xangai, um calor absurdo, e o sócio deles quis fazer uma demonstração: pediu um sorvete por um aplicativo e disse que chegaria antes de terminarmos o papo. Quando o sorvete chegou, impecável, eu percebi: é a loja física que está entregando! Voltamos de lá com essa convicção, montamos o ‘compre e retire’ e a partir daí o negócio realmente começou a decolar.

Teve também um ponto de virada na nossa governança: a aproximação com Marco Bonomi, que acabou depois indo para nosso Conselho. O Pedro Passos da Natura que me apresentou. O Bonomi trouxe a experiência do Itaú e mostrava um gráfico que era imbatível: o digital deles já era mais rentável que a agência física. Aquilo ajudou a segurar o Conselho e deu o respaldo que a gente precisava para investir pesado.”

Nesse processo, ficou evidente a importância de uma governança bem elaborada, com definição de alçadas do Conselho, através do qual os acionistas de referência exercem mais influência, e dos executivos. O *management*, com mais pulso do dia a dia, tem autonomia para reagir com agilidade às dinâmicas do mercado. Os acionistas de referência, por sua vez, fomentam um ambiente para que a tomada de decisão seja orientada a longo prazo, atuando como guardiões da estratégia.

Eugênio: “Acho que houve muita sabedoria do Antônio Carlos em entender até onde ia a área de competência e a fortaleza dele. Se o assunto for expansão, cultura ou avaliar comprar alguém, ele é imbatível até hoje – é vocal, presente e tem ideias muito claras. Agora, no digital, a grande virtude dele foi reconhecer que não era sua área de domínio. Eu nem sei o quanto ele acreditava nisso no início, mas ele teve o discernimento de se deixar levar. Ali, ele abriu o caminho e o protagonista foi realmente o Marcílio para fazer a transformação.

Quando veio o Covid, o jogo mudou de vez. O buy-in do Conselho para investir pesado veio ali. Percebemos que precisávamos de app, de squads... e, sendo muito honesto, a gente mal sabia o que era isso em 2019. Nesse momento, a governança apoiou de forma muito forte: decidimos investir de verdade, aceitando que o curto prazo poderia sofrer. Tivemos que botar G&A para dentro, mas a margem da loja foi acompanhando e dando o fôlego necessário.”

Vale destacar que, em uma indústria fragmentada e de margens estruturalmente comprimidas, qualquer investimento relevante sem contrapartida imediata de receita exige bastante convicção. Trata-se de uma decisão que impacta diretamente o lucro e a própria remuneração dos acionistas da empresa. Apesar disso, a companhia teve firmeza para investir intensamente em sua transformação digital, especialmente após a pandemia, de forma que as despesas administrativas aceleraram de um crescimento de 13% ao ano entre 2012 e 2018 para 30% ao ano entre 2019 até 2024. Em outras palavras, as despesas administrativas aumentaram de 2,5% da receita em 2019 para 3,5% em 2024.

Marcílio: “Eu tinha um medo imenso de a gente perder muita rentabilidade no caminho. Esse negócio de digital pode ser muito ruim se o Google e a entrega viram seus sócios. O nosso desafio era tirar esses caras da jogada. A gente segurou as despesas de vendas com força e conseguimos aumentar a margem de contribuição da loja para financiar o gasto de G&A, em especial tecnologia e pessoas para viabilizar a digitalização. Se você olhar o balanço de quem tentou digitalizar, quase todo mundo teve um vale de queda de margem muito abrupto. Eu morria de medo desse vale, mas com a gente não aconteceu. Tivemos uma pressão importante de G&A, mas a digitalização aumentou a recorrência e gerou um crescimento nas lojas maduras acima da inflação. Conseguimos defender a margem, mas investindo pesado e melhorando sempre.”

A fim de respaldar o investimento, a RD manteve um foco rigoroso nos *unit economics* do digital, trabalhando consistentemente em diversas alavancas para assegurar a sustentabilidade de longo prazo da iniciativa (e.g. *user experience*, aquisição de cliente, frete, *pricing*). Em retrospecto, impressiona a precisão da companhia em identificar as alavancas que permitiriam melhorar rentabilidade desse canal, que é hoje fonte relevante de geração de valor para o grupo.

Marcílio: *“A gente criou uma coisa que era polêmica na firma: a DRE do digital. No começo, o pessoal olhava aquilo e não entendia nada. Mas a gente batia no DRE todo mês, olhando linha a linha, até provar que o negócio era rentável e que o digital trazia uma margem muito boa. O segredo foi o rigor: cuidar do marketing, do preço e, principalmente, do frete – que é um custo pesado que a gente precisava resolver. Fomos construindo isso com o apoio do Conselho e hoje temos um negócio digital fortíssimo. Às vezes eu paro, olho para onde chegamos e penso: impressionante como a gente conseguiu fazer um negócio legal pra caramba. Nosso grande mérito foi acertar duas coisas que são difíceis. A primeira foi levar o cliente para o app: a gente entendeu que precisava melhorar a experiência e, ao mesmo tempo, usar a loja como motor do digital. A segunda foi o insight sobre o frete. Naquela época, frete era uma zona, e tudo na base do palpite. Eu cheguei e falei: a partir de amanhã, o frete é R\$ 4,90. O pessoal reclamou, mas aquilo resolveu o problema na cabeça do cliente. Resolvemos essa logística e foi aí que o negócio pegou com força.”*

Passados cinco anos, o canal digital representa hoje quase 30% das vendas da companhia e, caso fosse considerado de forma independente, seria a quinta maior rede farmacêutica do país. Destacamos também que a companhia tem cinco vezes mais usuários em seus aplicativos que o segundo colocado do setor, sendo que 95% das vendas digitais ocorrem em canais proprietários. Por fim, enquanto a RD tem pouco menos de 20% de *market share* no mercado total, esta participação aumenta para aproximadamente 40% se considerarmos apenas os canais digitais. Dessa forma, a iniciativa, que foi determinante para aceleração de receita de lojas maduras nos últimos anos, resultou em mais uma vantagem competitiva expressiva frente aos concorrentes, que não possuíam a mesma visão, determinação e capacidade de investimento.

Eugênio: *“A gente dobrou o faturamento da empresa com o compre e retire, mas como o digital passou de 0,7% para 1,3% da receita, ninguém no mercado deu muita bola. O momento real do trade-off foi no pós-Covid. A gente estava em 1,5% de participação digital, e o efeito da pandemia, somado ao trabalho que já vínhamos fazendo, levou a gente até os 7,6%. O ponto é que, para a maioria das empresas, esses 7,6% foram o pico e depois a venda digital começou a cair. Para a gente, não. A gente nunca parou de subir.”*

Marcílio: *“No final, o mercado acreditou na nossa tese. O que mais me impressiona hoje é que o nosso modelo é muito superior ao dos concorrentes. Eles não conseguiram fazer o que fizemos. O Eugênio estava certo no pitch dele: os concorrentes não iam ter fôlego para investir o que nós investimos em função da diferença de escala. No final das contas, construímos um negócio de verdade. E, hoje, já com a estratégia madura e após ter feito a sucessão do CEO com o Raduan assumindo e a minha ida ao Conselho, fizemos uma reestruturação importante, deixando a estrutura administrativa mais leve e ágil e aumentando o investimento na loja (quadro de pessoal, plano de carreira e mesmo preços), que foi quem financiou o G&A no ciclo passado. A iniciativa veio do Raduan, mas foi tudo extremamente discutido e alinhado na governança”.*

É interessante observar que, assim como na conversa com Paulo Moll da Rede D'Or, ficou clara a importância do acionista de referência para garantir clareza estratégica e, portanto, assegurar que a companhia se mantenha fiel a suas convicções, independente de pressões externas. O conhecimento profundo do negócio e a visão diferenciada sobre a indústria, típicos de um acionista de referência, são os pilares dessa assertividade.

Marcílio: “Na crise econômica do Brasil de 2014 e 2015, todas as empresas pararam a expansão. A gente não parou em nenhum momento. E isso foi uma decisão de acionista. O Antônio Carlos foi quem puxou isso. Decidimos tocar a vida, medindo os resultados no detalhe. Em outro momento, apareceu muita pressão para compra de grandes redes, com outros grupos crescendo muito rapidamente com teses de consolidação de mercado. Você acha que o mercado financeiro e o Board não nos questionaram? Mas o Antônio Carlos sempre foi firme para seguirmos focados em expansão orgânica, junto com as outras duas famílias. Ele abriu a loja 47, quando era CEO da Raia, e, recentemente, participou da abertura da loja 3.500.”

Adicionalmente, a presença dos acionistas de referência é um pilar central na preservação da cultura, que se consolida como um dos diferenciais competitivos mais resilientes da companhia. Ao atuarem como guardiões dos valores fundamentais e do propósito do negócio, os controladores garantem que a expansão acelerada não prejudique o engajamento e a qualidade do serviço na ponta.

Eugênio: “O pessoal olha o nosso atendimento em loja e vira e mexe pergunta: ‘Que empresa de treinamento vocês usam?’. Eu respondo que fazemos tudo em casa, mas que poderíamos até publicar todos os nossos manuais na internet que não adiantaria nada. O treinamento é só 20% da história; o resto é cultura. Você tem uma pessoa na loja que não ganha comissão, que tem um prêmio variável que nem é tão agressivo assim, mas ele faz o que faz porque está engajado, porque acredita no propósito e sabe que tem um plano de carreira. Essa cultura é muito mais poderosa que qualquer treinamento.”

A ATUAÇÃO DO ACIONISTA DE REFERÊNCIA

Os exemplos apresentados ilustram diversos contextos em que os acionistas de referência atuaram como eixo de sustentação para a visão de longo prazo, tomando decisões difíceis ou conferindo o respaldo necessário para que o corpo executivo as tomasse. A contribuição também se manifestou por meio de um conhecimento setorial profundo e uma visão estratégica privilegiada, fundamentais para sustentar movimentos corajosos, mantendo a clareza estratégica, mesmo diante de pressões externas. Notamos, também, que a existência de uma governança bem estruturada foi determinante para maximizar a contribuição decorrente da expertise dos acionistas de referência analisados.

Cumpramos ressaltar, contudo, que essa estrutura societária deve ser vista como uma condição favorável, mas não suficiente para o sucesso de um negócio. Diversas histórias empresariais recentes não foram bem-sucedidas apesar da presença de um acionista de referência, os quais, eventualmente, podem até mesmo ter contribuído para destruição de valor em determinados casos. Em primeiro lugar, observamos diversos exemplos em que o acionista se distanciou demasiadamente, sem que houvesse dedicação suficiente e/ou mecanismos de monitoramento adequados. O afastamento mal planejado também pode causar erosão cultural e degradação do conhecimento acumulado pela organização.

Ademais, para a perenidade da geração de valor, é fundamental que o acionista reconheça os limites do seu círculo de competência, cercando-se de lideranças qualificadas e delegando a execução quando necessário. Estruturas que centralizam decisões estratégicas em um núcleo excessivamente restrito limitam a escalabilidade do negócio, elevam o risco de execução e reduzem as probabilidades de sucesso no longo prazo.

Outro risco reside no possível desalinhamento de interesses, especificamente quando determinadas aspirações do controlador não se traduzem em geração de valor. Essa ambição pode se manifestar, por exemplo, em uma busca mal fundamentada por diversificação setorial ou geográfica, resultando em perda de foco, deterioração da execução, transações com múltiplos muito elevados, e/ou endividamento excessivo.

Somado a isso, observamos o risco de que o acionista de referência tenha autonomia irrestrita e tome decisões equivocadas motivadas por excesso de confiança. Torna-se crítico, portanto, que a governança e a cultura organizacional institucionalizem mecanismos de *checks and balances* e incentivem o contraponto nas discussões estratégicas.

Adicionalmente, mesmo que as estruturas sejam adequadas, as companhias ainda são sujeitas a erros estratégicos e de execução – o que é indissociável da atividade empresarial. Logo, o sucesso das empresas também é fruto da perspicácia dos controladores e, invariavelmente, da qualidade na formulação da estratégia e da execução.

Por fim, recuperando o que escrevemos em nossa última carta, não deixamos de considerar investimentos em empresas de capital pulverizado. 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.

Nesse contexto, na Absoluto Partners, na condição de acionistas minoritários, dedicamos um esforço contínuo e rigoroso ao escrutínio das lideranças e da arquitetura de governança das empresas sob nossa análise, debruçando-nos também sobre a qualidade de seus movimentos estratégicos e a eficácia de sua execução.

Gratos pela confiança,

Absoluto Partners