

Rompendo o Padrão

O Brasil vive um momento de clara recuperação cíclica, com queda de juros, aumento da atividade, queda de desemprego e melhora de rentabilidade das empresas.

Também podemos falar que vivemos nos últimos dois anos o início de um período de reformas econômicas de cunho liberal, com a introdução do teto dos gastos, a aprovação da reforma trabalhista, a vinculação gradativa das taxas de financiamento do BNDES aos parâmetros de mercado e a profissionalização e eventual privatização de estatais, entre outras medidas.

Menos óbvio, entretanto, é julgar se estamos experimentando uma mudança estrutural no nosso regime institucional político-econômico.

Nesse ponto, é válido trazer aqui os conceitos abordados pelos economistas Daron Acemoglu e James Robinson no livro *"Why Nations Fail"*¹. Através de uma extensa série de exemplos históricos, eles analisam e teorizam sobre os fatores que fazem certos países serem ricos e outros pobres. De início, vão descartando algumas hipóteses comuns, que não se sustentam.

- **Hipótese da Ignorância:** não faz sentido argumentar que os países pobres não sabem como se tornar ricos. Na verdade, seus governantes conscientemente sustentam a pobreza no país para o enriquecimento de uma elite associada ao poder.
- **Hipótese do País Colonizador:** A Inglaterra colonizou os Estados Unidos e Canadá que são países ricos hoje, mas também colonizou a Serra Leone e a Nigéria. Do ponto de vista de recursos

humanos, a Argentina e o Uruguai apesar de terem maior proporção de europeus que o Canadá e os Estados Unidos, não conseguiram chegar próximos do padrão econômico desses países.

- **Hipótese Geográfica ou Climática:** México, América Central e Andes tinham padrões de vida superiores aos EUA antes de 1492, mas inverteram de posição apesar de não ter havido nenhuma alteração em seu clima ou geografia. A ideia de que climas quentes são desfavoráveis à riqueza é questionada pelos casos de Cingapura e Malásia, entre outros. É bastante ilustrativo o caso da cidade de Nogales, que pertencia ao México mas foi dividida com os EUA por uma cerca em 1853 e hoje apresenta no seu lado norte-americano o triplo da renda per capita do seu lado mexicano.
- **Hipótese Cultural:** Religião, ética e valores regionais não são relevantes para explicar a distinção de riqueza. Apenas a cultura associada ao regime institucional se mostra como variável explicativa relevante na análise.

Segundo os autores, a tese que melhor sustenta a diferenciação de riqueza entre países é a do seu regime institucional político-econômico. Países pobres possuem regimes institucionais "extrativistas", enquanto países ricos possuem regimes institucionais "inclusivos". Os autores argumentam que é muito difícil alterar os regimes, que tendem a se perpetuar em ciclos viciosos no caso dos "extrativistas" e em ciclos virtuosos no caso dos "inclusivos". Mas, em certas situações de ruptura, podem ser criadas condições para uma alteração de regime.

¹ *"Why Nations Fail – The Origins of Power, Prosperity and Poverty"* de Daron Acemoglu e James Robinson, Crown Publishing, Nova Iorque, 2012.

Os regimes “extrativistas” são muito comuns em países latino-americanos e africanos e são assim denominados porque “extraem” renda e riqueza da sociedade para beneficiar uma pequena parcela associada ao poder, que tem incentivo de manter instituições “extrativistas” para preservar sua geração de riqueza e capacidade de se perpetuar no comando. No limite, podem chegar a desenvolver seu próprio exército pessoal, comprar juizes, manipular eleições e censurar opositores. São regimes que podem violar direitos de propriedade e expropriar terras para evitar o enriquecimento de opositores e para favorecer os membros do seu grupo de apoio. E que concedem e sustentam monopólios pois precisam dessa estabilidade econômica para saber que os beneficiados de hoje o apoiarão no poder no futuro. Evitando, portanto, os incentivos para a “destruição criativa”, que geraria desenvolvimento à sociedade, mas colocaria em risco seus parceiros de financiamento que viabilizam a renovação eleitoral de seu mandato.

Ao mesmo tempo regimes “extrativistas” não oferecem mecanismos de defesa contra a usurpação de poder. Tendem a ter licenças caras, forte burocracia e financiamentos priorizando as empresas incumbentes. Em geral há baixos incentivos para educação e inovação. Nas colonizações havia muito trabalho forçado e expropriação de riqueza que fortalecia o governo e aumentava a dependência dos trabalhadores perante os recursos cedidos pelo governante. A riqueza gerada pelo regime, e necessária para sua manutenção, aumenta os incentivos do jogo político. Mesmo quando revoluções acontecem derrubando governos, o incentivo é tão grande que o novo governante acaba mantendo o regime “extrativista” passando a se beneficiar dos privilégios na sua nova situação de poder².

Já os regimes “inclusivos” são caracterizados atualmente por países como Estados Unidos e a Inglaterra, entre outros. Em geral ocorrem em Estados com poder centralizado, mas com instituições políticas pluralistas. Em sociedades onde o poder político não reside em um indivíduo ou pequeno grupo, mas sim em uma ampla coalizão ou em pluralidade de grupos, e com direitos políticos amplamente distribuídos. As instituições políticas “inclusivas” tendem a derrubar as instituições econômicas que expropriem recursos, coloquem barreiras de entrada ou reprimam as funções de mercado em benefício de poucos privilegiados. Seus governos precisam prestar contas aos cidadãos.

Em geral, “regimes inclusivos” possuem direito de propriedade seguro, um sistema legal imparcial e condições igualitárias. Sua mão de obra é qualificada e livre para buscar as atividades que possuam maior produtividade. A grande massa do povo pode se beneficiar de oportunidades econômicas. O processo de destruição criativa, temido pelos “extrativistas”, é incentivado e empresas menos eficientes são continuamente substituídas por outras mais eficientes. Isso gera incentivos para obtenção de habilidades e educação, resultando na oferta de um bom sistema escolar e de uma boa oferta de mão de obra qualificada. São regimes onde há facilidade para montar empresas, boa disponibilidade de financiamento e forte confiança nas instituições, na lei e nos direitos de propriedade. E que permitem uma mídia independente facilitando a mobilização pela defesa das instituições. Quebrar um regime “inclusivo” envolveria perdas para a elite e os incentivos do seu jogo político são menores pois não há renda associada a monopólios ou trabalho coagido a se preservar.

² Em linha com a teoria da “Lei de Ferro da Oligarquia” do alemão Robert Michels, que argumenta que a lógica interna de oligarquias e de quaisquer estruturas hierárquicas é se reproduzir mesmo quando um novo grupo assume o poder.

O livro defende que, enquanto as instituições econômicas são críticas para determinar se um país é pobre ou rico, é a política e as instituições políticas que determinam as instituições econômicas de um país.

Apesar da tendência à manutenção do regime, há sociedades que conseguiram romper o padrão e abandonar um histórico “extrativista” para migrar para um regime mais “inclusivo”. Mudanças institucionais significativas, que são pré-requisitos para mudanças econômicas significativas, resultam da interação entre as instituições existentes e circunstâncias críticas, eventos de magnitude considerável, que rompem o equilíbrio político e econômico existente³.

Acreditamos que o Brasil está vivenciando um momento de ruptura considerável, que poderia cogitar a possibilidade de mudança estrutural de seu regime institucional. A severidade da crise econômica (7% de queda no PIB), sua associação com um escândalo de corrupção oriundo de práticas do regime “extrativista” (Lava Jato) e a contribuição das mídias sociais para mobilizar a sociedade em passeatas gerou um cenário propício para mudanças.

Um dos fatores mais importantes para viabilizar uma mudança de regime é o fim da impunidade criminal, simbolizada pelas investigações e julgamentos da Operação Lava Jato. A independência da Polícia Federal viabilizou a investigação de políticos e empresários associados ao poder. A Lei de Organizações Criminosas de 2013 consolidou a prática de colaboração premiada, que tem sido utilizada como importante ferramenta investigativa. A boa cooperação entre Polícia Federal, Juízes Federais e Procuradores também auxiliou nesse processo. Ao mesmo tempo, os bancos em paraísos fiscais estão abrindo os

dados bancários de seus clientes para investigações criminais, em função de acordos de cooperação global contra a lavagem de dinheiro pós 11 de setembro de 2001. As novas tecnologias e digitalização da sociedade aumentam os registros e dados sujeitos a sistemas de varreduras, fortalecendo as evidências e provas criminais.

Talvez reflexo desse contexto, o Supremo Tribunal Federal em decisão recente aceitou que a condenação em segunda instância permita a prisão do condenado, alterando a prática de absolvição criminal garantida apenas por questionamentos processuais infundáveis que permitiam a prescrição dos crimes antes de seu completo trânsito em julgado em quatro instâncias. Como consequência, a prisão de dezenas de empresários e políticos poderosos corruptos está gerando no país o rompimento de um padrão de impunidade e uma mudança de incentivos na prática de crimes do colarinho branco, como o da corrupção. A proposta do Ministério Público Federal de “Dez Medidas Anti Corrupção”, é um roteiro do que poderia ser perseguido para uma melhora estrutural nesse campo.

Ao mesmo tempo, temos visto sinais de crescimento na independência das instituições brasileiras, cujas manifestações tem servido como contraponto a outros poderes evitando decisões desarrazoadas. Sem entrar na discussão de mérito e motivações para as decisões, o fato é que tivemos o atual Presidente da República denunciado criminalmente pelo Ministério Público Federal, a anterior *impeachada* pelo Congresso e o Presidente anterior condenado criminalmente por duas instâncias do Judiciário. Na esfera econômica, o CADE vetou importantes transações por concentração de mercado (UItrapar vs. Ale, Kroton vs. Estacio) e

³ O autor menciona grandes eventos como a Revolução Gloriosa na Inglaterra em 1688, a Revolução Francesa em 1789, a Guerra Civil norte-americana e o Movimento pelo Direitos Civis em 1950-60. Mas também menciona a liderança de Deng Xiaoping na China no final da década de 1970 e o período pós regime militar no Brasil, entre outros.

derrubou barreiras competitivas setoriais como as do setor de aquisição de cartões. Em paralelo, o Tribunal de Contas da União há tempos tem tido forte posição de independência, defendendo o interesse do Estado em renovações de concessões públicas ou contratos com estatais. O Banco Central tem agido de forma independente segurando a inflação e as Agências Reguladoras tendem a ganhar mais independência na medida em que seus membros sejam gradualmente substituídos por candidatos mais técnicos e menos politizados segundo a nova legislação aprovada.

Após um ciclo de fortalecimento do Estado e de práticas seletivas de concessões de benefícios, temos observado uma nova tendência da adoção de práticas mais igualitárias. No BNDES, tivemos a introdução da TLP, taxa que gradualmente alinhará a remuneração exigida pelo banco em financiamentos de longo prazo com as taxas de mercado, eliminando a concessão seletiva de taxas subsidiadas. O novo modelo de concessões de infraestrutura também possui uma linha mais horizontal e igualitária. A cláusula de eficácia permite a devolução da concessão em caso de não obtenção do financiamento de longo prazo com o BNDES, os projetos executivos detalhados dão pouca margem para renegociação posterior de aditivos e o licenciamento ambiental prévio reduz seu risco posterior. Esse modelo é mais favorável para atração de capital estrangeiro, pois mitiga as vantagens de competidores locais parceiros do governo.

Ao mesmo tempo, vemos uma maior receptividade para privatizações e redução do tamanho do Estado. A mera proposta de privatização da Eletrobrás não implica em sua concretização, mas aumenta suas chances no futuro. A nível estadual, onde há maior limitação de captação de recursos, mais privatizações tendem a acontecer. A tendência é reforçada pela maior profissionalização na gestão de estatais (Lei

das Estatais) e mudança de *compliance* de empresas afetadas pela Lava Jato. Quanto menor o Estado e os privilégios a ele associados e quanto maior for a ameaça de punição na esfera criminal, pior é o custo-benefício para um grupo de intenções “extrativistas” buscar o poder.

Já no campo de reforma política, temos visto poucos avanços, mas uma eventual redução de partidos políticos favorecerá a melhora institucional ao reduzir a demanda de recursos necessária para o fisiologismo de um regime de coalizão e para as campanhas eleitorais. A cláusula de barreira aprovada de 3% se implementada hoje reduziria o número de partidos de 35 para 11. A proibição de doações eleitorais por empresa também aponta para um regime menos “extrativista”. Entretanto, a criação do fundo eleitoral de campanha com dinheiro público e alocação em parte proporcional à distribuição atual no Congresso, tende a favorecer o *status quo*.

As mídias sociais também são um fator favorável a mudanças institucionais. Primeiramente por favorecer a comunicação com a massa e a organização de interesses opositores, permitindo a organização de passeatas como as que derrubaram a presidente Dilma Rouseff. Além disso, a mídia social aumenta a competitividade de novos agentes políticos que não detenham tempo de TV por não estarem associados aos partidos que comandam o governo atual. Já há quem diga que esse ano a relevância das mídias digitais será tão grande quanto a da televisão para as eleições.

A sociedade não está parada. Nota-se um grande número de não políticos que decidiram deixar a passividade e se engajar na política, seja nos bastidores de partidos ou como candidatos, incluindo muitos empresários, consultores e executivos do mercado financeiro, além de artistas e esportistas famosos, entre outros. Ao mesmo tempo, instituições tem sido

formadas para incentivar uma renovação política, como o Partido Novo e os movimentos Agora, Renova Brasil e Brasil 200, sem falar dos ativistas Vem pra Rua e MBL, entre outros. A mobilização e participação ativa da sociedade é um dos fatores mais relevantes na determinação de um processo de mudança institucional, mesmo que os benefícios ocorram gradualmente ao longo dos próximos ciclos eleitorais.

O Brasil não é uma ilha isolada do mundo e naturalmente parte do que ocorre aqui também está ocorrendo em outros países. No campo criminal, a Romênia vive um processo semelhante ao da Lava Jato, segundo Deltan Dallagnol⁴, com a acusação criminal de mais de cem políticos impulsionada por incentivos à delação. No campo político, a eleição de Emmanuel Macron na França e Donald Trump nos Estados Unidos sugerem um ambiente mais favorável para “outsiders”, possibilidade presente na eleição brasileira.

Entretanto, conforme comentado no livro, as resistências para manutenção do regime são naturalmente muito grandes. Vivemos, portanto, uma forte alternância entre ações para mudar e reações para manter o *status quo*. Em 2012, por exemplo, comemoramos o julgamento do mensalão e a condenação de poderosos políticos naquele que parecia ser um marco de mudança institucional. Nos anos seguintes, porém, vimos um agravamento do modelo “extrativista” com o crescimento das intervenções do Estado na economia; a criação e o direcionamento de subsídios para empresas e setores escolhidos pelos governantes (TJLP, FIES, Minha Casa Minha Vida, INSS setorial, entre outros); aumento de obras em regime cartelizado na Petrobrás e para eventos esportivos e até um flerte com a censura de imprensa.

Agora com a Lava Jato e o *impeachment* da Presidente, voltou a se fortalecer o movimento de mudança institucional positiva. Mesmo assim, as resistências continuam, no campo político com a ampliação do indulto natalino e projetos de abuso de autoridade e anistia do caixa dois, e no econômico com a aprovação de refinanciamento de dívidas tributárias de empresas (REFIS) e na resistência de associações empresariais contra a TLP e a retirada de políticas protecionistas. Acreditamos que apesar dos altos e baixos, a tendência é positiva.

Um processo de transição de regime é altamente custoso no curto prazo, com a punição de empresários e políticos gerando paralisação econômica (vide setor de construção) e instabilidade política. Mas seus benefícios estruturais a longo prazo podem ser muito positivos, assumindo a concretização efetiva de uma mudança de regime institucional.

Não sabemos se o movimento atual será forte o suficiente para fazer com que o Brasil se equilibre e se consolide em um regime mais “inclusivo” e, portanto, promissor de desenvolvimento. Ou se terminaremos em “pizza”, com a reacomodação de interesses, facilitada por eventual melhora no ciclo econômico, permitindo a manutenção das práticas seletivas e “extrativistas” do passado.

Independente disso, a análise nos traz um pouco mais de clareza de quais as conquistas realmente importam para que tenhamos uma evolução estrutural como país. E nos faz refletir sobre qual seria o impacto na economia de uma eventual mudança estrutural de regime institucional.

Alguns anos atrás, na medida em que o governo Lula aumentava os subsídios do BNDES e o governo Dilma fazia intervenções setoriais, seus impactos diretos nas

⁴ “A Luta Contra a Corrupção – A Lava Jato e o Futuro de Um País Marcado pela Impunidade”, de Deltan Dallagnol, Editora Primeira Pessoa, Rio de Janeiro, 2017.

empresas eram facilmente calculáveis, mas posteriormente fomos surpreendidos negativamente pelos efeitos indiretos do sistema de incentivos, com a forte deterioração de produtividade e crescimento ocasionada. Dessa vez, também é fácil calcular os impactos diretos de licitações vencidas em regime competitivo igualitário, de uma política de

preços profissionalizada na Petrobrás, de vetos à concentração do CADE e até de uma possível implementação de cadastro positivo no setor bancário. Mas caso uma mudança estrutural no nosso regime institucional político-econômico realmente se consolide, devemos ser surpreendidos por seu impacto positivo na produtividade e no crescimento das companhias.

Caso de Investimento: SER Educacional (SEER3)

A SER Educacional é atualmente a maior posição individual nos fundos da Vertra Capital. A empresa é uma das maiores instituições de ensino superior privado no Brasil.

Ela foi fundada por Jose Janguie Bezerra Diniz (Janguie), empreendedor do Nordeste que, vindo do zero, conseguiu se formar em Direito, obtendo mestrado e doutorado e conseguindo passar no concurso para a Procuradoria Regional do Trabalho. Com o tempo, ele empreendeu em vários negócios, dos quais se destacou o Bureau Jurídico, curso de preparação para concurso público, que foi o núcleo da entrada em 2003 no segmento de ensino superior em Recife através da Faculdade Maurício de Nassau. Após várias expansões e aquisições, o grupo foi nomeado SER Educacional em 2010.

Em 2017 a SER possuía 140 mil alunos presenciais, dos quais 97 mil no Nordeste (com as marcas Uninassau e Faculdade Joaquim Nabuco), 27 mil no Norte (Uninassau e Unama) e 16 mil no Sudeste (Univeritas). Além disso possuía 8 mil alunos de pós-graduação e 8 mil alunos de EAD. Suas marcas possuem forte reconhecimento regional, com Índice Geral de Cursos ("IGC") igual ou superior a 3, sendo 5 a nota máxima.

A empresa possui uma das maiores rentabilidades no setor, com margem EBITDA em torno de 30% e retorno sobre o

capital ajustado de 33% a.a. E está em forte processo de expansão, tendo crescido sua receita em 30% a.a. nos últimos 4 anos.

O IPO da companhia ocorreu em 2013. Em setembro de 2017 a empresa realizou uma emissão privada de capital de R\$400 milhões. Essa captação ajudará a companhia a financiar aquisições e sua expansão orgânica. Conforme descreveremos mais à frente, acreditamos que a empresa deva manter uma taxa de crescimento acima de 20% a.a. para os próximos 5 anos.

Qualidade do Negócio

As grandes empresas privadas de ensino superior do Brasil não possuem comparáveis a nível global. Na Europa, a oferta de ensino superior é concentrada no setor público. Nos Estados Unidos, o setor público convive com as entidades filantrópicas de boa qualidade, enquanto as privadas com fins lucrativos representam apenas 10% do mercado e possuem qualidade inferior, muitas vezes focadas no ensino à distância. No Brasil, pela deficiência do Estado e desregulamentação de 1997 no governo Fernando Henrique, o setor privado com fins lucrativos cresceu bastante e hoje representa cerca de 40% da oferta nacional. A chegada de fundos de private equity em 2005 iniciou um processo de consolidação e melhoria na qualidade de gestão no setor.

Isso viabilizou com que fossem formadas no Brasil as maiores empresas privadas de ensino superior do mundo, como a Kroton e a Estacio. A SER Educacional e a Anima completam o grupo de empresas abertas de grande porte.

O diferencial de escala é uma evidente vantagem competitiva das grandes empresas. A diluição de despesas gerais e administrativas e gastos com marketing, permite às grandes empresas ter um relevante diferencial de retorno em relação às empresas pequenas e médias.

O acesso a capital permite que essas empresas invistam em infraestrutura, atributo bastante valorizado pelo aluno, e expandam a quantidade de campi (plural de "campus", do latim). Também viabiliza o investimento em ensino à distância (EAD), ferramenta que barateia o curso presencial, que pode ter 20% de seus créditos nessa modalidade ou até mais no conceito híbrido. Capital foi importante até para a aceitação do FIES em seu início, quando os riscos de capital de giro eram substanciais. E suportará cada vez mais o financiamento próprio dos alunos, que será um diferencial competitivo.

O setor possui características de alto custo fixo e baixo custo marginal, o que em setores como o de aviação e de telecomunicações gera uma forte competição por preços. Temos convicção, entretanto que essa analogia é incorreta. O livro *Competition Demystified*⁵ de Bruce Greenwald descreve muito bem as fortes vantagens competitivas de empresas em setores de alto custo fixo e baixo custo marginal, como o caso da Walmart.

Uma das diferenças entre a educação e o setor aéreo é que a competição ocorre entre empresas de escalas diferentes (grandes vs pequenas). Nesse caso, a vantagem de escala acaba sendo amplificada pelo alto

componente de custos fixos, elevando a qualidade do negócio.

Além disso, há outras diferenças relevantes que tomam a comparação indevida e reduzem a tendência de competição por preços. Na captação inicial, as melhores escolas condicionam o lançamento de cursos ao atingimento de uma demanda mínima, evitando custos com professores (maior item de custo) e reduzindo a pressão competitiva. Em relação ao aluno veterano, o *switching cost* é alto, pois ele nem sempre consegue aproveitar todas as disciplinas que cursou, além de incorrer em custos extras (matriculas, livros, etc...) e sofrer com as burocracias da transição. Um semestre repetido representa um encarecimento de no mínimo 12% do custo marginal para conclusão do curso.

Apesar das claras vantagens de escala e capital, acreditamos que a vantagem competitiva mais relevante no setor seja o diferencial de gestão. Algumas grandes empresas desenvolveram técnicas superiores de ensalamento incluindo o cruzamento de grades curriculares, otimizando a relação de alunos por classe e elevando sua margem bruta. Também desenvolveram técnicas mais efetivas de captação e uma otimização de mix de cursos em função de demanda e rentabilidade. Recentemente, elas vêm focando esforços no desenvolvimento de técnicas de redução de evasão, outro fator determinante na relação de alunos por classe e margem bruta.

Os diferenciais de escala, capital e gestão tem viabilizado às grandes empresas ofertar um produto melhor a um custo menor e ancorado a atrativas taxas de retorno sobre o capital próprio de 30% a.a. Característica bastante relevante quando se atua em um setor ainda fragmentado que oferece muitas oportunidades de alocação de capital.

⁵ "Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy", de Bruce Greenwald e Judd Kahn, Penguin Group, Nova Iorque, 2005.

FIES

O FIES é um fundo governamental para financiamento de ensino superior que ganhou grande importância em 2010 com a redução de suas taxas, exigência de garantias e prazo de carência, o que acabou impulsionando a demanda por ensino superior no país e a rentabilidade dos grupos de ensino. Com a crise fiscal, o programa foi reduzido a partir de 2015 e teve a redefinição de seu formato em 2017.

Existe uma percepção distorcida que a rentabilidade das empresas de educação superior é um fenômeno temporário, explicado majoritariamente pelos subsídios do FIES. Com a forte redução do FIES em novas captações a partir de 2015, muitos esperavam uma forte redução de rentabilidade das empresas retornando aos patamares de lucros magros do passado.

De fato, a retirada desse subsídio, combinada à deterioração do mercado de trabalho gerou uma relevante redução de demanda no setor. Empresas médias e pequenas só aderiram ao FIES em 2013 e 2014 e sofreram com sua retirada pois tinham acabado de expandir e contratar professores. Em setor de custo fixo alto, ficaram com estrutura ociosa relevante.

Empresas como a Kroton, fizeram pleno aproveitamento do programa otimizando a precificação em função da penetração de alunos FIES em cada curso. Já a SER Educacional não otimizava a precificação por esse fator, tendo menos impacto em lucro/aluno com a redução do FIES. De fato, a margem da empresa resistiu bem à mudança do FIES, caindo de 34% para 31%, após o ajuste pelos custos do projeto de expansão que está atualmente em execução. Isso foi possível, em parte, pela introdução de um novo modelo acadêmico

com flexibilidade modular dos cursos melhorando a gestão de ensalamento.

A diferença na curva de evasão entre alunos Fies e não-Fies se dá quase que unicamente nos dois primeiros anos de curso. Após a baixa participação de alunos Fies nas captações dos últimos anos, o percentual de alunos Fies nos primeiros anos dos cursos da Ser caiu drasticamente. Portanto, acreditamos que a redução futura de alunos Fies na base não acarretará aumento adicional relevante na taxa de evasão da empresa.

Como os cursos em geral duram 4 anos, a queda de captação em 2015 só terá seu efeito plenamente conhecido em 2018. Por isso os investidores ainda têm dúvidas quanto ao efeito real da retirada do FIES na rentabilidade das empresas. Entendemos que a passagem do tempo irá diminuir essa preocupação.

Além disso, a SER é relativamente beneficiada pelo critério de concessão do novo FIES, pois uma parte relevante do que foi mantido do programa será priorizado para as regiões Norte, Nordeste e Centro Oeste, onde a SER atua. A oferta efetiva dessas vagas depende da adesão dos bancos privados, que ainda não deram sinais claros de interesse em participar do programa. Entretanto, um cenário de juros estruturalmente mais baixos no país e mecanismos mais efetivos de cobrança sobre os alunos, como a cobrança em folha, deverão contribuir com a redução do custo de *funding* e da inadimplência, podendo fomentar maior interesse dos bancos com relação ao programa.

Por último, mas não menos importante, a definição das novas regras do FIES em 2017 reduziu o risco de cauda de mudanças retroativas no programa.

EAD

O ensino à distância (EAD) é um negócio com custos fixos ainda maiores e custos marginais quase irrisórios, amplificando o receio de competição. Imaginando um futuro distante com ensino 100% online, a competição poderia deixar de ser regional e eventualmente incluir ofertas gratuitas. Entretanto, acreditamos que a socialização é parte relevante dos benefícios e da motivação no ensino. E o melhor modelo provavelmente será híbrido, mesclando conceitos presenciais com conceitos online. Nesse caso, as vantagens de escala dos *players* presenciais serão preservadas e até acentuadas pois a oferta combinada com EAD passará a ser diferencial competitivo contra escolas menores.

Vale mencionar que o modelo brasileiro de EAD funciona quase como uma franquia. Nesse caso, a construção de uma rede de parceiros para os polos é um dos principais diferenciais competitivos.

A regulação foi bastante restrita para expansão da oferta em EAD, o que gerou certa reserva de mercado até recentemente. Em maio de 2017, entretanto, o MEC publicou o novo marco regulatório de EAD flexibilizando a expansão da oferta com base na nota do IGC. Respectivamente permitiu 50, 150 e 250 polos/ano para entidades com IGC 3, 4 e 5.

Se por um lado isso pode prejudicar as margens de EAD de empresas já estabelecidas, essa medida beneficiou muito a SER, que tem porte para expansão na área mas não possuía operações. A empresa monitorou essa evolução regulatória e se antecipou ao longo dos últimos 2 anos montando uma rede de parceiros pronta para entrar em operação quando a regulação mudasse. Com base no critério de IGC, ela já possui hoje autorização para abertura de 700 polos por ano contemplando suas principais marcas: Uninassau, Unama e UNG.

Qualidade da Gestão

A SER é presidida por Janyo Diniz, irmão de Janguê Diniz. Enquanto Janguê possui formação jurídica e se destaca pelo empreendedorismo e bons relacionamentos, Janyo possui formação de engenheiro e estilo mais reflexivo, tendo sido responsável por muitas das boas técnicas de gestão implementadas na companhia.

A Ser tem mostrado uma das melhores execuções do setor nos últimos anos, conseguindo crescer muito rápido e com alta rentabilidade.

Nos últimos anos, destacamos dois projetos internos. O novo modelo acadêmico, implementado após a contratação de Antonio Carbonari, ex Anhanguera e Kroton, permitiu a flexibilização e otimização da grade curricular sem prejudicar a qualidade de ensino. Além disso a implementação do Centro de Serviços Compartilhado (CSC), com processos e responsabilidades claras, permitiu a redução de custos e a formação de uma plataforma escalável de gestão.

Olhando para os próximos anos, gostaríamos de destacar outros dois projetos que deverão ter impacto bastante relevante:

- **Cursos Híbridos:** ao longo de 2018, a SER fará o *roll-out* dos seus cursos híbridos. Até então, a empresa contava apenas com cursos presenciais ou 100% EAD. Além de ser mais um produto com apelo para alunos que querem flexibilidade para estudar sem abrir mão da experiência do campus, os cursos híbridos ajudam a reduzir a evasão causada pela não formação de turmas. Em linhas gerais, para uma nova turma ser rentável, as instituições precisam de um número mínimo de alunos que cubra os seus custos. Caso o curso não tenha demanda suficiente para alcançar esse número mínimo, a turma não é

formada e a empresa perde os alunos captados. Como os cursos híbridos têm menos carga horária presencial, os seus custos são menores reduzindo o número mínimo de alunos exigido para formação de turmas. Portanto, essa nova oferta vai impactar em aumento de captação através dos novos cursos e redução de evasão pela otimização do ensalamento. Finalmente, enquanto no ensino presencial na maioria das vezes a regulação não permite iniciar um campus com mais de 5 cursos, no ensino à distância ou híbrido esse limite não existe. A SER pretende entrar com até 30 cursos por campus, incluindo saúde e engenharia que possuem tickets mais altos e são evitados por concorrentes menores por requererem investimentos em infraestrutura de laboratórios.

- **Combate à Evasão:** a evasão é variável das mais relevantes na rentabilidade do setor por afetar diretamente a relação de alunos por sala e ser historicamente alta no Brasil. Após o período de bonança do mercado de educação superior entre 2010 e 2014, as empresas passaram a ter um foco maior na retenção dos alunos. A SER lançou em 2016 o SER Retention System (SRS), um sistema que usa estatísticas históricas para identificar e prever focos de evasão futura. Por exemplo, (i) alunos que faltam a uma prova tem um aumento de X% de chance de evadir no semestre; (ii) alunos que não entram no ambiente virtual na semana tem um aumento de Y% de chances de evadir. O sistema informa aos coordenadores de unidade a probabilidade de evasão de cada aluno e os coordenadores iniciam um trabalho focado no grupo de risco. Além do SRS, a SER lançou nos cursos de EAD o conceito de Tutor de Guardiã, onde cada aluno possui um profissional da SER como mentor, que fica responsável por sua ambientação na instituição, variável que tem se

comprovado bastante impactante na retenção de alunos. Vale salientar que o segmento de EAD possui as mais altas taxas de evasão, em especial no início dos cursos, oferecendo um campo fértil para melhoria de eficiência.

Com relação a partes relacionadas, a empresa aluga imóveis da família, mas o aluguel foi definido antes do IPO e ela congelou o seu valor na crise, mostrando uma boa governança. Ainda nesse tema, a remuneração da família não tem apresentado nenhum exagero, sendo a maior remuneração anual individual no Conselho de Administração de R\$1,4 milhões e na Diretoria de R\$900 mil.

Apesar da redução da sua participação, ocorrida na oferta de setembro de 2017, Janguê continua bastante alinhado com a companhia, possuindo 53% do capital total e 2/3 de seu patrimônio em ações da companhia.

Crescimento

O crescimento da SER nos próximos anos não deve se limitar ao crescimento de demanda do setor. A empresa possui uma ampla avenida de crescimento orgânico e inorgânico através do crescimento de sua participação de mercado, que atualmente representa apenas 3% da graduação presencial privada do país.

Acreditamos que a SER possa crescer 20% a.a. nos próximos 5 anos mesmo excluindo o crescimento originado por aquisições. De forma geral, o crescimento deve vir em três frentes:

- a) Presencial
- b) EAD
- c) M&A

Expansão Orgânica Presencial

No ensino presencial a empresa vai evoluir nos próximos 5 anos de 45 para 90 campi.

São 45 campi em processo de credenciamento no MEC, que costuma levar 36 meses. Desses, 33 concluíram seu credenciamento, incluindo 4 que entraram em operação no 1S17, 10 no 2S17 e 15 que entrarão no 1S18, acumulando 64% de crescimento na quantidade de campi em operação.

Não é trivial analisar o nível de assertividade nas expansões passadas para balizar as expectativas futuras. Mas olhando a foto dos 15 anos de existência da empresa, o resultado alcançado foi inegavelmente positivo. Além da excelente capacidade de execução, um componente crucial para essa boa performance foi a escolha dos novos mercados. A maior parte das cidades onde a SER abriu novas unidades são compostas por um grande número de IES pequenas e, muitas vezes, mal geridas. Com melhores políticas de captação, evasão, ensalamento e relacionamento com os alunos, a SER tem vantagem competitiva sobre os seus concorrentes diretos.

Acreditamos que a empresa vai continuar mostrando o bom desempenho e capacidade de execução que entregou ao longo da sua história. Entre os 29 novos campus já anunciados, cerca de 70% será aberto usando as marcas Nassau e Unama nas regiões Norte e Nordeste onde elas tem forte recall e prestígio. O perfil de cidades e dinâmica competitiva são também similares ao padrão do passado. Portanto, os mesmos mecanismos que garantiram a boa performance da SER até aqui devem continuar ajudando a empresa a crescer nos próximos anos.

Expansão EAD

Com o novo marco regulatório de EAD, a SER deve entrar de forma significativa e rápida no setor. Tendo se preparado com antecipação, ela já possui as parcerias e sites mapeados para lançar 300 novos polos no curto prazo e 800 nos próximos anos. Para

efeito de comparação, a Kroton, maior empresa no setor possui atualmente 1.100 polos.

Confiamos muito no sucesso da rede de EAD dentro dos campi próprios da SER, onde ela já possui marca e infraestrutura. Baseado em referências do setor, acreditamos que esses polos próprios podem ter 1,5 mil alunos cada, contribuindo com 135 mil alunos para a SER. Fora isso ainda haveria o crescimento dos cerca de 700 polos realizados fora de seus campi.

M&A - Consolidação

O setor de educação superior oferece ótimas oportunidades de criação de valor com aquisição de empresas, através de sinergias de escala, acesso a capital e gestão. A SER tem sido bem-sucedida no passado, com histórico de disciplina em termos de *valuation* e integração de aquisições em um período de até seis meses.

Com a redução de demanda recente em função da crise macro e da retirada de subsídios no FIES, muitas empresas menores ou de gestão inferior ficaram fragilizadas. Isso aumenta o *pipeline* de boas oportunidades. A própria mudança regulatória em EAD também pode fomentar transações. A SER está monitorando o mercado há muito tempo e amadurecendo algumas conversas. Em uma delas obteve exclusividade na negociação. Acreditamos que a captação de recursos realizada no final do ano passado seja uma evidência de alta probabilidade de ocorrer alguma aquisição no futuro próximo.

Diferentemente de Kroton e Estácio, a SER possui apenas R\$4,5 bilhões de valor de mercado. Assim, o valor criado em aquisições pode ser relevante para a SER, pois é mais fácil encontrar empresas de porte semelhante aos seus 140 mil alunos.

Valuation

A empresa negocia a cerca de 14x o lucro de 2018, apesar do potencial de triplicar sua base de alunos. No passado, as melhores empresas do setor negociavam a 16-20x lucro, o que entendemos ser justificável no caso pelas perspectivas de crescimento e resiliência de margens que enxergamos na SER. Mesmo que o múltiplo atual se mantenha, a ação deveria acompanhar o crescimento de lucros da companhia, que estimamos fique em 20-25% a.a.

Riscos

O principal risco da tese é a execução da estratégia de expansão orgânica e inorgânica. Tentar estimar eventos futuros é uma tarefa árdua e infrutífera. O que consideramos importante é que os processos, pessoas e alinhamento estejam bem amarrados. Conforme mencionamos, os donos parecem bastante alinhados com o negócio e a empresa tem histórico muito positivo de execução.

Com relação ao risco macro e regulatório, a assimetria atual parece favorável pois acabamos de passar por um momento onde os subsídios do FIES foram retirados e houve forte aumento de desemprego. Daqui para frente, é menos provável termos uma piora macro e regulatória em relação ao quadro atual.

Na regulação, a última vantagem clara das companhias pode ser o benefício fiscal associado ao Prouni. Mas isso está blindado em contrato até 2025. O Prouni já foi alvo de bastante escrutínio e parece ser consenso de que é um programa eficiente. Através da isenção de tributos, o governo paga às instituições um valor consideravelmente abaixo do preço de mercado por vaga. Por outro lado, as empresas conseguem melhorar a sua rentabilidade através da otimização do seu ensalamento.

Conclusão

Acreditamos que o mercado desconta o setor de educação pela percepção de dependência do FIES e de riscos na sustentabilidade de margens. E também pelo menor crescimento do setor nos últimos anos.

Entendemos, porém, que o setor de passará por um ciclo muito favorável a partir de 2018, com forte captação de alunos, dada a demanda reprimida na crise, e redução na taxa de evasão pela melhora macro e de gestão. Além disso os resultados de 2018 devem acalmar os receios de investidores com relação à relevância do FIES na rentabilidade atual. Finalmente, no caso da SER, o primeiro semestre de 2018 trará os primeiros resultados de captação dos novos campi. Se esse primeiro diagnóstico for favorável como prevê a nossa tese qualitativa, a percepção de risco dessa expansão e as projeções de seu impacto no crescimento de alunos podem ser elevadas. Esse ambiente pode permitir eventual expansão do múltiplo em que a ação negocia.

Do ponto de vista estratégico, a grande diferença de gestão entre os grupos grandes e pequenos e o excelente histórico de execução e alocação de capital do grupo SER nos fazem crer que somos sócios de uma empresa que pode ser a maior consolidadora do setor de educação dos próximos anos.

A combinação de forte crescimento de lucros, potencial *rerating* de múltiplos e opcionalidades em M&A tornam esse investimento bastante promissor do ponto de vista quantitativo. Ao mesmo tempo, a confiança no trabalho do time de gestão da SER, o alinhamento dos principais tomadores de decisão e a clareza da sua estratégia de longo prazo trazem conforto no campo qualitativo. Essa combinação nos oferece o que consideramos ser uma excelente oportunidade de investimento.

Descrição do Fundo

O Vertra FIC FIA é um fundo predominantemente comprado em ações. Na gestão do fundo, prezamos pela qualidade das companhias em que investimos, assim como a de sua administração, obedecendo a uma rigorosa disciplina de valor. Buscamos realizar uma pesquisa proprietária e original, que nos possibilita divergir do mercado, identificar boas oportunidades de investimento e monitorar continuamente fatores internos e externos que tragam riscos ou possam afetar o valor das companhias investidas. Ocasionalmente podemos também estabelecer posições vendidas, visando ganho absoluto. O Vertra FIC FIA foi constituído em 04 de outubro de 2013.

Rentabilidade¹

Vertra FIC FIA	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado
Fundo										2.05%	1.91%	-1.88%	2.04%
2013 IPCA + IMA-B5+ ⁷										0.81%	0.89%	1.28%	3.01%
Ibovespa ⁹										2.66%	-3.27%	-1.86%	-2.54%
Fundo	-4.73%	2.35%	2.61%	1.69%	-0.62%	1.94%	0.98%	6.01%	-9.60%	5.11%	0.92%	-4.97%	0.56%
2014 IPCA + IMA-B5+ ⁷	1.09%	1.15%	1.36%	1.16%	0.97%	0.87%	0.58%	0.74%	1.09%	0.98%	0.99%	1.30%	12.99%
Ibovespa ⁹	-7.51%	-1.14%	7.05%	2.40%	-0.75%	3.76%	5.01%	9.78%	-11.70%	0.95%	0.17%	-8.62%	-2.91%
Fundo	-4.10%	7.23%	0.94%	1.79%	-3.03%	1.03%	-0.39%	-6.35%	-2.88%	3.27%	0.55%	-1.83%	-4.40%
2015 IPCA + IMA-B5+ ⁷	1.70%	1.63%	1.84%	1.19%	1.20%	1.27%	1.18%	0.74%	1.03%	1.31%	1.48%	1.49%	17.28%
Ibovespa ⁹	-6.20%	9.97%	-0.84%	9.93%	-6.17%	0.61%	-4.17%	-8.33%	-3.36%	1.80%	-1.63%	-3.92%	-13.31%
Fundo	1.65%	2.42%	4.62%	6.60%	-1.72%	5.76%	7.76%	-1.83%	-0.22%	6.59%	-8.25%	-0.29%	24.24%
2016 IPCA + IMA-B5+ ⁷	1.81%	1.45%	1.07%	1.16%	1.36%	0.98%	1.01%	1.00%	0.60%	0.73%	0.66%	0.82%	13.40%
Ibovespa ⁹	-6.79%	5.91%	16.97%	7.70%	-10.09%	6.30%	11.22%	1.03%	0.80%	11.23%	-4.65%	-2.71%	38.93%
Fundo	7.16%	5.94%	-0.65%	1.19%	-2.61%	3.32%	5.04%	6.82%	6.16%	-1.55%	-2.15%	3.31%	36.14%
2017 IPCA + IMA-B5+ ⁷	0.88%	0.74%	0.79%	0.56%	0.81%	0.28%	0.66%	0.68%	0.58%	0.85%	0.71%	0.65%	8.52%
Ibovespa ⁹	7.38%	3.08%	-2.52%	0.65%	-4.12%	0.30%	4.80%	7.46%	4.88%	0.02%	-3.15%	6.16%	26.86%
										Fundo			65.92%
Portfólio ² (Dez/2017)										Desde o Início	IPCA + IMA-B5+ ⁷		67.98%
											Ibovespa ⁹		44.57%
											Small Caps ⁹		22.75%

Portfólio² (Dez/2017)

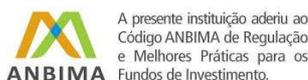
Setores (% do PL)	Delta	Caixa
Agronegócios	6%	6%
Alimentos e Bebidas	4%	4%
Bancos	8%	8%
Consumo & Varejo	4%	4%
Educação	18%	18%
Energia	8%	8%
Financeiros Diversos	7%	7%
Imobiliário	3%	3%
Saneamento	6%	6%
Saúde	4%	4%
Serviços	3%	3%
Shopping Centers	4%	4%
Transporte & Logística	11%	11%
Proteções de Mercado	-4%	0%
Exposição Líquida	82%	87%

Concentração	
Número de Empresas	18
5 maiores	43% do PL
10 maiores	64% do PL

Liquidez					
% PL	Dias ³	Mkt Cap	% PL	Volume/dia	% PL
30%	4	<R\$1bi	6.0%	<R\$2mm	0.0%
60%	4	R\$1bi-5bi	41.4%	R\$2-5mm	16.8%
90%	10	R\$5bi-10bi	6.3%	R\$5-10mm	13.3%
100%	21	>R\$10bi	28.3%	>R\$10mm	51.9%

Contatos

Vertra Capital Gestão de Recursos Ltda
 CNPJ: 18.076.466/0001-36
 Av Ataulfo de Paiva, 341/308
 Rio de Janeiro - RJ - 22440-033
 T: 55 21 3550 1990
www.vertracapital.com
vertracapital@vertracapital.com



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
 CNPJ: 02.201.501/0001-67
 Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
 Rio de Janeiro - RJ - 20030-911
 T: 55 21 3219 2500 F: 55 21 3219 2507
www.bnymellon.com.br/sf
sac@bnymellon.com.br ou (21)3219 2600/ (11) 3050 8016
ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253225

Os valores neste documento foram calculados no fechamento de 29 de Dezembro de 2017.

1. Rentabilidade líquida de custos, mas não de impostos com início de operações em 4 de outubro de 2013. 2. O Vertra FIC FIA investe, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do Vertra Master Fundo de Investimentos em Ações. Dados da carteira de fechamento do Vertra Master FIA. Devido a arredondamento, os cálculos podem não ser replicados com total acurácia. 3. Dias úteis necessários para transformar em caixa o percentual indicado da carteira, transacionando 20% do volume médio negociado nos últimos 30 dias. 4. Dias corridos. Há possibilidade de cotização de resgate em D+15 sujeita à taxa de saída de 8%, paga em benefício do fundo, com liquidação em D+18 (3 d.u. após conversão de cotas). 5. Liquidação do resgate sendo paga no 3º dia útil da data de conversão de cotas. 6. O Vertra FIC FIA cobra taxa de administração mínima de 2% e máxima de 2,5% a.a. considerando as taxas dos fundos investidos. 7. IMA-B 5+ é um índice da Anbima composto por NTN-B's com vencimentos acima de 5 anos. O valor utilizado para cobrança de performance será atualizado todo início de semestre com base na média aritmética dos yields das NTN-B's da carteira do IMA-B 5+ negociadas nos 3 meses antes do início do semestre. Para o segundo semestre de 2017, o Vertra FIC FIA está cobrando performance sobre IPCA + 5,47% ao ano. 8. PL Médio desde o início do fundo em 04 de outubro de 2013. 9. Mera referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance do fundo. As tabelas e demais informações constantes neste material são meramente informativas, não constituindo oferta de venda de fundos ou tampouco indicação ou recomendação para o uso dessas informações em aplicações ou investimentos financeiros. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. A VERTRA CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO VALOR MOBILIÁRIO. Nenhuma informação deste material substitui as informações contidas nos prospectos e nos regulamentos dos fundos de investimento. LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Os investidores não devem se basear nas informações aqui contidas sem buscar o aconselhamento de um profissional. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. Nos termos da regulamentação da ANBIMA, para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento em sua totalidade ao aplicar os seus recursos, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como as disposições que tratam dos fatores de risco a que o fundo está exposto. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que pode utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, se e da forma como forem adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

Descrição do Fundo

O Vertra Institucional FIC FIA é um fundo formado pela carteira comprada do Vertra FIC FIA, adaptada para respeitar as restrições impostas pelas resoluções 3792/09 e 3922/10 do Conselho Monetário Nacional, seguidas por certos investidores institucionais. Na gestão do fundo, prezamos pela qualidade das companhias em que investimos, assim como a de sua administração, obedecendo a uma rigorosa disciplina de valor. Buscamos realizar uma pesquisa proprietária e original, que nos possibilita divergir do mercado, identificar boas oportunidades de investimento e monitorar continuamente fatores internos e externos que tragam riscos ou possam afetar o valor das companhias investidas. O Vertra Institucional FIC FIA foi constituído em 10 de outubro de 2013.

Rentabilidade¹

Vertra Institucional FIC FIA		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado
2013	Fundo IBX ⁷										0,77%	0,91%	-1,75%	-0,09%
											3,92%	-2,01%	-3,08%	-1,31%
2014	Fundo IBX ⁷	-4,65%	2,32%	2,58%	1,03%	-0,48%	2,11%	1,07%	6,89%	-10,43%	5,07%	0,71%	-5,59%	-0,66%
		-8,15%	-0,32%	6,89%	2,71%	-1,12%	3,63%	4,46%	9,59%	-11,25%	0,95%	0,31%	-8,27%	-2,78%
2015	Fundo IBX ⁷	-4,53%	6,85%	0,42%	2,86%	-3,31%	1,35%	-0,63%	-6,58%	-2,45%	3,29%	0,27%	-1,43%	-4,55%
		-5,88%	9,33%	-0,50%	9,12%	-5,47%	0,77%	-3,44%	-8,25%	-3,10%	1,36%	-1,66%	-3,79%	-12,41%
2016	Fundo IBX ⁷	2,02%	1,95%	4,32%	6,49%	-3,90%	6,37%	7,76%	-2,16%	-0,66%	7,25%	-8,27%	-0,14%	21,53%
		-6,25%	5,29%	15,41%	7,14%	-9,41%	6,48%	11,31%	1,12%	0,60%	10,75%	-5,00%	-2,55%	36,70%
2017	Fundo IBX ⁷	6,53%	6,31%	-0,84%	1,32%	-2,99%	3,68%	5,62%	7,84%	7,26%	-2,12%	-2,74%	3,92%	38,31%
		7,21%	3,30%	-2,35%	0,88%	-3,66%	0,30%	4,91%	7,35%		-0,13%	-3,38%	6,35%	27,55%
										Desde o Início	Fundo IBX ⁷			59,24%
											Small Caps ⁹			46,53%
														21,58%

Portfólio² (Dez/2017)

Setores (% do PL)	Delta	Caixa
Agronegócios	6%	6%
Alimentos e Bebidas	4%	4%
Bancos	8%	8%
Consumo & Varejo	4%	4%
Educação	18%	18%
Energia	8%	8%
Financeiros Diversos	7%	7%
Imobiliário	3%	3%
Saneamento	6%	6%
Saúde	4%	4%
Serviços	3%	3%
Shopping Centers	4%	4%
Transporte & Logística	11%	11%
Proteções de Mercado	-4%	0%
Exposição Líquida	82%	87%

Concentração	
Número de Empresas	18
5 maiores	43% do PL
10 maiores	64% do PL

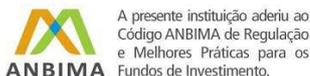
Liquidez					
% PL	Dias ³	Mkt Cap	% PL	Volume/dia	% PL
30%	4	<R\$1bi	6%	<R\$2mm	0%
60%	4	R\$1bi-5bi	41%	R\$2-5mm	17%
90%	10	R\$5bi-10bi	6%	R\$5-10mm	13%
100%	21	>R\$10bi	28%	>R\$10mm	52%

Características

Início do Fundo	10/Out/2013
Aplicação Inicial e Saldo Mín.	R\$ 15.000,00
Movimentação Mín.	R\$ 10.000,00
Cotização de Aplicação	D+1
Cotização de Resgate ⁴	D+60
Liquidação de Resgate ⁵	D+63
Horário para Movimentação	14h
Taxa de Administração ⁶	2% a.a.
Taxa de Performance ⁷	20% sobre IBX
Tributação	15% sobre ganho nominal
PL Atual - PL Médio ⁸	R\$ 43MM - R\$ 40MM
PL Total Administrado	R\$ 298MM
Status	Aberto para aplicação
Gestora	Vertra Capital Gestão de Recursos Ltda
Administrador	BNY Mellon DTVM Serviços Financeiros S.A.
Custodiante	BNY Mellon Banco S.A.
Auditor	KPMG Auditores Independentes
Público Alvo	Investidores em geral
Classificação Anbima	Ações Livre

Contatos

Vertra Capital Gestão de Recursos Ltda
 CNPJ: 18.076.466/0001-36
 Av Ataufo de Paiva, 341/308
 Rio de Janeiro - RJ - 22440-033
 T: 55 21 3550 1990
www.vertracapital.com
vertracapital@vertracapital.com



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
 CNPJ: 02.201.501/0001-67
 Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
 Rio de Janeiro - RJ - 20030-911
 T: 55 21 3219 2500 F: 55 21 3219 2507

www.bnymellon.com.br/sf
sac@bnymellon.com.br ou (21)3219 2600/ (11) 3050 8016
ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253225

Os valores neste documento foram calculados no fechamento de 29 de Dezembro de 2017.

1. Rentabilidade líquida de custos, mas não de impostos com início de operações em 10 de outubro de 2013. 2. O Vertra Institucional FIC FIA investe, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do Vertra Institucional Master Fundo de Investimentos em Ações. Dados da carteira de fechamento do Vertra Institucional Master FIA. Devido a arredondamento, os cálculos podem não ser replicados com total acurácia. 3. Dias úteis necessários para transformar em caixa o percentual indicado da carteira, transacionando 20% do volume médio negociado nos últimos 30 dias. 4. Dias corridos. Há possibilidade de cotização de resgate em D+15 sujeita à taxa de saída de 8%, paga em benefício do fundo, com liquidação em D+18 (3 d.u. após conversão de cotas). 5. Liquidação do resgate sendo paga no 3º dia útil da data de conversão de cotas. 6. O Vertra Institucional FIC FIA cobra taxa de administração mínima de 2% e máxima de 2,5% a.a. considerando as taxas dos fundos investidos. 7. IBX é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. 8. PL Médio desde o início do fundo em 10 de outubro de 2013. 9. Mera referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance do fundo. As tabelas e demais informações constantes neste material são meramente informativas, não constituindo oferta de venda de fundos ou tampouco indicação ou recomendação para o uso dessas informações em aplicações ou investimentos financeiros. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. A VERTRA CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO VALOR MOBILIÁRIO. Nenhuma informação deste material substitui as informações contidas nos prospectos e nos regulamentos dos fundos de investimento. LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Os investidores não devem se basear nas informações aqui contidas sem buscar o aconselhamento de um profissional. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. Nos termos da regulamentação da ANBIMA, para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento em sua totalidade ao aplicar os seus recursos, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como as disposições que tratam dos fatores de risco a que o fundo está exposto. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que pode utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, se e da forma como forem adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. Fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.