

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARCIO SHIGUERU HAMANO

**ESTRATÉGIAS DE ESCOPO EM EMPRESAS QUE FORAM A IPO NO BRASIL**  
UMA COMPARAÇÃO ENTRE EMPRESAS INVESTIDAS E NÃO INVESTIDAS POR  
*PRIVATE EQUITY*

SÃO PAULO - SP

2013

MARCIO SHIGUERU HAMANO

**ESTRATÉGIAS DE ESCOPO EM EMPRESAS QUE FORAM A IPO NO BRASIL**  
UMA COMPARAÇÃO ENTRE EMPRESAS INVESTIDAS E NÃO INVESTIDAS POR  
*PRIVATE EQUITY*

Dissertação apresentada à Escola de  
Administração de Empresas de São Paulo, da  
Fundação Getúlio Vargas, em cumprimento  
dos requisitos para obtenção do título de  
Mestre em Administração de Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Estratégia

**Orientador:** Prof. Dr. Sérgio Túlio Prado Jr

SÃO PAULO - SP

2013

Hamano, Marcio Shigueru.

Estratégias de escopo em empresas que foram a IPO no Brasil:  
Uma comparação entre empresas investidas e não investidas por *Private Equity* /  
Marcio Shigueru Hamano. - 2013.  
67 f.

Orientador: Sérgio Túlio Prado Júnior.

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Private equity. 2. Investimentos. 3. Empresas brasileiras - Finanças. 4.  
Planejamento estratégico. I. Prado Júnior, Sérgio Túlio. II. Dissertação (MPA) -  
Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 336.767

MARCIO SHIGUERU HAMANO

**ESTRATÉGIAS DE ESCOPO EM EMPRESAS QUE FORAM A IPO NO BRASIL**  
**UMA COMPARAÇÃO ENTRE EMPRESAS INVESTIDAS E NÃO INVESTIDAS POR**  
*PRIVATE EQUITY*

Dissertação apresentada à Escola de  
Administração de Empresas de São Paulo, da  
Fundação Getúlio Vargas, em cumprimento  
dos requisitos para obtenção do título de  
Mestre em Administração de Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Estratégia

**Data de avaliação:** 09/12/13

**Banca examinadora:**

---

Prof. Dr. Sérgio Túlio Prado Jr  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Marcelo Pereira Binder  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman  
FGV-EESP

A todos que me motivaram e acreditaram em mim quando nem eu mesmo acreditava.

## **AGRADECIMENTOS**

À minha família pelo amor, pelo apoio e por me fazer a pessoa que sou hoje.

Ao professor Dr. Sérgio Túlio Prado Júnior pela orientação neste trabalho e pelos ensinamentos transmitidos durante toda nossa convivência.

Aos professores Dr. André Torres Urdan, Dr. Marcelo Pereira Binder, Dr. Ricardo Ratner Rochman, Dr. Sergio Bulgacov e Dr. Thomaz Wood Júnior pelas valiosas contribuições no desenvolvimento desta dissertação.

Aos meus amigos que, de maneira incondicional, estão sempre ao meu lado.

*Aprender é a única coisa de que a mente nunca se cansa, nunca tem medo e nunca se arrepende.*

Leonardo da Vinci

## RESUMO

Esta dissertação teve o objetivo de estudar as semelhanças e diferenças básicas de estratégia de negócios de empresas investidas por *Private Equity* comparadas às empresas não investidas. A pesquisa foi feita por meio de análise comparativa da estratégia de escopo de empresas brasileiras do segmento de consumo-cíclico que foram a IPO de 2007 a 2012, utilizando-se informações públicas (fontes secundárias). Foram avaliados o escopo horizontal (escala e variedade de bens e serviços), o escopo vertical (nível de integração vertical da cadeia de produção ou serviço), o escopo geográfico e a diversificação das empresas. Como principais resultados, foram identificados que ambos grupos de empresas tinham estratégias semelhantes de economia de escala e escopo geográfico e a diversificação estava sempre atrelada à economia de escopo. No entanto, a estratégia de diversificação diferia entre os grupos. Enquanto as empresas não investidas por *Private Equity* tinham estratégias de longo prazo, as empresas investidas focavam em estratégias de diversificação com ganhos de curto prazo.

### **Palavras-chaves**

Estratégia de negócios, estratégia de escopo, *private equity*, análise comparativa, Brasil.

## **ABSTRACT**

The objective of this thesis was to study the basic similarities and differences in terms of business strategies by Private Equity investees compared to non-investees. The research was conducted by means of comparative analysis of the scope strategy of Brazilian cyclical consumption companies which undertook an IPO from 2007 to 2012, using public information (secondary sources). The companies' horizontal scope (scale and variety of goods and services), vertical scope (vertical integration level within the production or service chain), geographic scope and diversification were evaluated. As the main results, we have identified that both groups of companies had similar strategies of economies of scale and geographic scope, and that the diversification was always linked to the economies of scope. However, the diversification strategy differed between the groups. While non-Private Equity investees had long-term strategies, the investees focused in diversification strategies with short-term gains.

### **Keywords:**

Business strategy, scope strategy, private equity, comparative analysis, Brazil.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Empresas analisadas.....	27
Quadro 2 - Fontes de dados .....	28
Quadro 3 - Categorias.....	36
Quadro 4 - Economia de escala .....	39
Quadro 5 - Economia de escopo.....	40
Quadro 6 - Verticalização.....	40
Quadro 7 - Escopo geográfico - ativos tangíveis.....	41
Quadro 8 - Escopo geográfico - ativos intangíveis.....	42
Quadro 9 - Diversificação.....	43
Quadro 10 - Diversificação - ativos estratégicos.....	45
Quadro 11 - Documentos utilizados .....	66

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Exemplo de tabela da verdade.....	31
Tabela 2 - Tabela binária de codificação.....	45
Tabela 3 - Tabela da verdade.....	46
Tabela 4 - Faturamento.....	50
Tabela 5 - Tempo de permanência do PE.....	53
Tabela 6 - Participação dos acionistas majoritários.....	54

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABVCAP: Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital

BM&FBovespa: Bolsa de Valores de São Paulo

IPO: Initial Public Offering – Oferta Pública Inicial

PE: Private Equity

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>16</b>
2.1 Private Equity.....	16
2.2 Estratégia de Negócios.....	18
2.2.1 Escopo horizontal.....	19
2.2.2 Escopo vertical.....	20
2.2.3 Escopo geográfico.....	21
2.2.4 Diversificação.....	22
2.3 <i>Disclosure</i> de estratégia das empresas.....	24
<b>3 MÉTODO DE PESQUISA.....</b>	<b>25</b>
3.1 Estratégia de Investigação.....	25
3.2 Seleção de empresas.....	26
3.3 Coleta dos dados.....	27
3.4 Procedimentos de análise e interpretação dos dados.....	29
3.4.1 Método Booleano.....	30
<b>4 RESULTADOS .....</b>	<b>33</b>
4.1 Categorias.....	33
4.1.1 Diversificação por ativos estratégicos.....	36
4.2 Codificação.....	37
4.2.1 Economia de escala.....	37
4.2.2 Economia de escopo.....	39
4.2.3 Verticalização.....	40
4.2.4 Escopo geográfico - ativos tangíveis.....	41
4.2.5 Escopo geográfico - ativos intangíveis.....	42
4.2.6 Diversificação.....	43
4.2.7 Diversificação - ativos estratégicos.....	44
4.2.8 Consolidação dos resultados.....	45
4.3 Constructo analítico.....	46
4.4 Resultados.....	47
<b>5 DISCUSSÃO.....</b>	<b>49</b>
5.1 Estratégia de escala e escopo geográfico semelhantes.....	49

5.2 Alinhamento entre diversificação e economia de escopo .....	51
5.3 Estratégia de não diversificação semelhantes .....	52
5.4 Estratégia de diversificação diferentes.....	53
5.5 Demais estratégias.....	54
5.6 Perguntas de pesquisa .....	55
<b>6 CONCLUSÃO .....</b>	<b>57</b>
<b>7 REFERÊNCIAS.....</b>	<b>60</b>
<b>8 GLOSSÁRIO.....</b>	<b>65</b>
<b>APÊNDICE A - DOCUMENTOS UTILIZADOS.....</b>	<b>66</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho propõe-se a estudar as semelhanças e diferenças básicas de estratégias de negócios das empresas investidas por *Private Equity* comparadas às não investidas. Em 2012, a indústria brasileira de *Private Equity* (PE) tinha R\$ 83 bilhões de capital comprometido (ABVCAP, 2013). De 2005 a 2009, 45% dos 109 *Initial Public Offerings* (IPO) na Bolsa de Valores de São Paulo foram utilizados como modalidade de saída do PE das empresas investidas (GVCEPE, 2011). No ano de 2012, 46% dos desinvestimentos de PE foram por meio de IPO (ABVCAP, 2013). Estes números expressam a dimensão dos PE nas empresas brasileiras e a importância que possuem nesta indústria.

A indústria internacional de PE, principalmente Estados Unidos e Europa, vem acompanhando nos últimos anos um crescente interesse gerencial e acadêmico dos efeitos das atividades de PE (WOOD; WRIGHT, 2009). Este assunto tem gerado questionamentos sobre os benefícios trazidos pelo PE para as empresas investidas e para a sociedade (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009). Uma das correntes de estudo alega que os altos retornos financeiros obtidos pelos PE não são alcançados por meio de criação de valor, mas por captura de valor dos *stakeholders*<sup>1</sup>, como por exemplo por desmembramento de ativos, revenda destes ativos em curto espaço de tempo e reestruturações que impactam negativamente empregos e remunerações dos funcionários das empresas investidas (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009). Com isso, o mercado tem demandado estudos que apresentem evidências mais contundentes sobre a interferência dos PE (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009). A amplitude das interferências é grande e abrange diversas perspectivas como estratégia, finanças, empreendedorismo, gestão, economia, entre outros. Porém, foram encontrados poucos estudos que abordam a perspectiva de estratégia de negócios no Brasil. Embora este trabalho não tenha como objetivo concluir se a abordagem estratégica do PE nas empresas seja benéfica sob a perspectiva de desempenho financeiro das empresas, a identificação das semelhanças e diferenças nas estratégias de negócio visou produzir informações que servirão de base para estudos futuros sobre este questionamento.

---

<sup>1</sup> Analistas financeiros, investidores, fornecedores, funcionários, credores (SCHOLLES; CLUTTERBUCK, 1998).

<sup>2</sup> Eg. Boston Consulting Group.

<sup>3</sup> Banco Itaú BBA e Banco Credit Suisse.

<sup>4</sup> Exame. Educação para as massas. 2007. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/revista->

O PE interfere fortemente na definição e implantação da estratégia das empresas investidas (SETH; EASTERWOOD, 1993; RIBEIRO; ALMEIDA, 2005; VESTER, 2011), inclusive na revisão e suporte da formulação de estratégia de negócios (GORMAN; SAHLMAN, 1989). Por este motivo, o campo da estratégia de negócios apresenta-se como uma ferramenta teórica para auxiliar a avaliação da atuação do PE. Michael Porter introduziu em 1980 um modelo para avaliar a estratégia das empresas (PORTER, 1980). Paralelamente a Porter, diversos estudos incorporaram conteúdos conceituais ao campo de estratégia de negócios, tais como as teorias de custos das transações (WILLIAMSON, 1985), custos de influência (MILGROM; ROBERTS, 1988), de agência (HOSKISSON; HITT, 1990) e dos jogos (NALEBUFF; BRANDENBURGER, 1997). Mais recentemente, estudos vêm enfatizando o modelo de estratégia híbrida (BAROTO et al., 2012).

A pesquisa em estratégia no Brasil possui poucos estudos que utilizam metodologias baseadas em fontes secundárias (FERREIRA; REZENDE, 2007). Porém, a maioria dos *stakeholders* (analistas financeiros, investidores, fornecedores, funcionários, credores) das empresas utilizam-se apenas de informações públicas (secundárias) para suas respectivas análises (SCHOLLES; CLUTTERBUCK, 1998).

O objetivo deste trabalho foi explorar qualitativamente as semelhanças e diferenças de estratégia de negócios nas empresas investidas por PE comparadas às não investidas. O fenômeno central investigado foi a estratégia de escopo adotada pelas empresas e o método de investigação foi a análise comparativa qualitativa de empresas brasileiras do segmento de consumo cíclico que foram a IPO de 2007 a 2012, utilizando-se informações públicas.

Neste contexto, a pergunta a ser respondida pelo estudo é: Quais as semelhanças e diferenças básicas em termos de estratégias de escopo entre empresas investidas e não investidas por PE e que foram a IPO no Brasil?

A questões secundárias da pesquisa referem-se às dimensões do escopo comparando-se os grupos de empresas. São elas:

- As estratégias de economia de escala são diferentes nos grupos avaliados?
- As estratégias de economia de escopo são diferentes nos grupos avaliados?
- As estratégias de verticalização são diferentes entre os grupos avaliados?

- As estratégias de escopo geográfico são diferentes entre os grupos avaliados?
- As estratégias de diversificação são diferentes entre os grupos avaliados?

Os resultados buscaram trazer as seguintes contribuições: i) explorar a atuação de PE nas empresas do mercado brasileiro, ii) fornecer informações para empresas que avaliam receber investimento de PE, iv) contribuir para metodologia de análise de conteúdo baseado em informações secundárias, v) produzir insights para disciplina de estratégia de negócios na indústria de PE.

Este trabalho está estruturado em cinco seções: referencial teórico, método de pesquisa, resultados, discussão e conclusão. O referencial teórico apresenta os três principais campos abrangidos por este estudo: PE, estratégia e *disclosure*. A seção de método de pesquisa aborda o método de coleta e análise dos dados das empresas avaliadas. Os resultados são apresentados e discutidos nas seções de resultados e discussão. Por fim, a conclusão, deficiências do estudo e sugestões de estudos futuros.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este trabalho baseia-se em três pilares teóricos. O primeiro refere-se ao PE e sua interferência nas empresas investidas. O segundo trata a estratégia de negócios e o terceiro a análise de empresas por meio de seu *disclosure*.

### 2.1 Private Equity

Este estudo utiliza a definição de *Private Equity* (PE) como "[...] *pool* de capital independente e gerenciado profissionalmente que foca em participações ou investimentos relacionados a participações de empresas privadas e alto crescimento" (GOMPERS; LERNER, 2001). Por este motivo, atrai investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento (GVCEPE, 2011). Em contrapartida, empresas são atraídas pelo PE como fonte de financiamento (BAEYENS; MANIGART, 2003), resultando em desenvolvimento de novos produtos, tecnologias, processos, formas de gestão ou penetração em mercados e nichos ainda não explorados (RIBEIRO; ALMEIDA, 2005).

Embora o financiamento seja um motivo importante para entrada de PE nas empresas, esta entrada implica em interferência do PE na gestão da empresa, pois usualmente o PE assume assentos no conselho de administração e passa a participar do controle (WOOD; WRIGHT, 2009). Como consequência, o PE interfere diretamente nas definições estratégicas das empresas (WIERSEMA; LIEBESKIND, 1995; VESTER, 2011). Este estudo considera o PE que interfere no controle da empresa, deixando fora do escopo o PE que detém apenas cotas da empresa investida sem participação no controle da mesma ("*hands off*"). Silva (2010) afirma que o controle exercido pelo PE não está necessariamente relacionado à participação acionária majoritária, mas que este controle pode ser regulado pelo acordo de acionistas para que, mesmo com participação minoritária, o PE tenha participação no controle (SILVA, 2010).

A necessidade de identificar e mensurar as interferências do PE motivou diversos estudos (WOOD; WRIGHT, 2009). A maioria deles argumenta que o PE atua de forma benéfica no planejamento das empresas investidas (BARRY, 1994; WRIGHT; ROBBIE, 1998; VESTER,

2011). Poucos alegam que a atuação é prejudicial no longo prazo comparadas às empresas não investidas (eg. CAO; LERNER, 2009) e não foram encontrados estudos indicando que o impacto é nulo. Baseado na revisão dos diversos estudos da literatura, conclui-se que de fato existe interferências de PE nas estratégias das empresas investidas, podendo implicar em diferenças nas estratégias de negócios de empresas investidas por PE comparadas às não investidas.

Sob a perspectiva da indústria onde atuam estas empresas, existe uma demanda por evidências mais contundentes sobre estas interferências (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009). Grande parte destes estudos são produzidos com abordagem financeira das empresas (eg. BRUTON et al., 2010; LEVIS, 2011) e poucos foram encontrados utilizando a abordagem de estratégia de negócios das empresas investidas como propõe esta dissertação. O objetivo deste trabalho não é avaliar se os impactos nas empresas são positivos ou negativos. No entanto, a identificação das semelhanças e diferenças poderá fornecer subsídios para que estudos futuros que relacionem o desempenho financeiro das empresas em função da estratégia adotada.

A análise de estratégia de negócios pode ser feita em diversos momentos do ciclo do PE na empresa: na entrada, durante a gestão, na saída ou após a saída. Na entrada ou durante a gestão podem não ser bons momentos para a avaliação, pois as interferências ainda não se iniciaram ou podem estar ainda em andamento. Após a saída, existe a possibilidade de avaliar mudanças não efetuadas pelo PE, mas pelo controle remanescente. Neste contexto, a saída tende a ser um bom momento para avaliar a estratégia de uma empresa investida por PE. Este método apresenta limitação referente a casos onde o PE não interferiu na estratégia, mas fez sua escolha de investimento baseado na estratégia da empresa. Outra limitação foi a adoção das estratégias implantadas e declaradas (intenções de implantação) com o mesmo peso na análise, em função do limitação de escopo desta dissertação. Da mesma forma, estudos futuros poderão ser feitos diferenciando estas variações na estratégia.

O IPO é um dos mecanismos de saída do PE da empresa (GOMPERS; LERNER, 1999; RIBEIRO; ALMEIDA, 2005). Neste momento, o PE já concluiu sua intervenção na empresa e busca então retorno sobre o investimento (VESTER, 2011). Sob a perspectiva das empresas não investidas por PE, na maioria dos casos, o IPO é utilizado como ferramenta para levantar capital e criar um mercado público onde fundadores e outros acionistas poderão oportunamente converter seus ativos em dinheiro (RITTER; WELCH, 2002). O IPO é um bom momento para avaliar as empresas, pois neste momento potenciais investidores estão

monitorando as empresas de forma ativa e estas formalizam suas estratégias ao tornarem-se públicas (BEATTY; ZAJAC, 1997). Porém, o IPO pode estar enviesado por otimismo ou mesmo por manipulação das informações (ANG; BRAU, 2002). No entanto, a utilização de fontes que permitam verificação e validação podem ajudar a contornar este viés (ANG; BRAU, 2002). Os próprios relatórios anuais das empresas em anos posteriores ao IPO e informações de analistas de mercados podem servir como fonte. Baseado nestas premissas, este estudo fez a análise das empresas no ano do IPO.

Todas estas premissas permitiram a delimitação do escopo de análise deste trabalho e auxiliaram o processo de construção do método de pesquisa.

## **2.2 Estratégia de Negócios**

O surgimento do campo de estratégia de negócios é comumente determinado pelos textos seminais de Chandler (1962), Ansoff (1965) e Andrews (1970). Chandler (1962) estudou o histórico de empresas americanas e explicitou a relação entre suas estratégias e estruturas. Ansoff (1965) contribuiu com análises que permitiram empresas definirem suas estratégias futuras. Andrews (1970) apresentou casos de formulação e implementação de estratégias (PETTIGREW et al., 2002). Neste período e na década de 70, empresas de consultoria<sup>2</sup> fizeram contribuições ao aplicar pesquisa quantitativa aos problemas de estratégias de negócios (GHEMAWAT, 2000).

Em 1980, Porter (1980) introduziu conceitos de economia ao campo em seu modelo que relacionava a lucratividade das empresas a cinco forças competitivas (concorrentes, novos entrantes, substitutos, compradores e fornecedores) e apresentava três estratégias de negócio: liderança em custos, diferenciação e foco (PORTER, 1980). Este modelo ampliou o escopo da estratégia, de empresas isoladas para empresas pertencentes a uma indústria. Paralelamente a Porter, outras contribuições do campo da economia foram adicionadas ao campo da estratégia de negócios tais como o custos das transações (WILLIAMSON, 1985), custos de influência (MILGROM; ROBERTS, 1988), teoria de agência (HOSKISSON; HITT, 1990) e teoria dos jogos (NALEBUFF; BRANDENBURGER, 1997). Estudos mais recentes vêm enfatizando a

---

<sup>2</sup> Eg. Boston Consulting Group.

importância da estratégia múltipla no cenário atual de alta concorrência e globalização. Estes estudos afirmam que cada vez mais empresas têm sido bem sucedidas adotando mais de uma estratégia simultaneamente (BAROTO, et al., 2012).

Sob a perspectiva das empresas, parte da formulação e implantação de sua estratégia de negócios envolve definir suas fronteiras (BESANKO et al., 2006, GHEMAWAT, 2000), ou seja, segundo Besanko et al. (2006), definir “o que uma empresa deve fazer / produzir / fornecer, que porte ela deve ter e em que negócios se envolver”. O conceito de fronteira (“*boundaries*”) também é encontrado na literatura com as tipologias de “escopo” (“*scope*”) (eg. PETTIGREW et al, 2002) e “limite” (“*limit*”) (eg. GHEMAWAT, 2000). Este estudo utilizou a tipologia “escopo”, mais comumente utilizada na literatura e delimitou o campo de estudo ao escopo da empresa por tratar-se de um campo onde existe atuação intensa de PE nas empresas investidas (SETH; EASTERWOOD, 1993). Besanko et al. (2006) segmenta o escopo da empresa em três partes: escopo horizontal, escopo vertical e diversificação. Ghemawat (2000) acrescenta ainda o escopo geográfico.

### **2.2.1 Escopo horizontal**

O escopo horizontal da empresa define os recursos e capacidades que podem ser divididos entre diferentes negócios, atividades e mercados (GRANT, 2002). Este escopo é determinado por decisões estratégicas de economias de escala e escopo.

A economia de escala resulta em redução de custo unitário de produção e/ou distribuição, ao aumentar o tamanho de uma unidade operacional de produção ou distribuição de determinado produto ou serviço. A economia de escopo resulta da utilização de processos de uma unidade de operação para produzir ou distribuir mais de um produto ou serviço (CHANDLER, 1990).

São várias as fontes de economia de escala e escopo (BESANKO et al., 2006):

- Indivisibilidade e diluição de custos fixos: a indivisibilidade ocorre quando um insumo não pode ser utilizado em escala abaixo de um valor mínimo e a diluição ocorre quando os custos fixos podem ser diluídos quando se aumenta a produção.

- Estoques: economias de escala permitem manutenção de menor nível de estoque e, com isso, reduzem o custo médio de estocagem.
- Lei do quadrado do cubo: esta lei faz uma analogia da capacidade de produção de uma empresa ser proporcional ao volume de um recipiente e o custo total de produção ser proporcional à área de superfície do recipiente. Com isso, ao aumentar-se a produção (volume), os custos totais (área da superfície) não aumenta na mesma proporção.
- Compras: a escala permite compras a menor preço, pois permitem melhor negociação com o fornecedor em função do alto volume de compra.
- Propaganda: o envio de mensagens em escala reduz o custo de propaganda por consumidor. Assim como a produção de produtos, a produção de mensagens possuem custos fixos que são indivisíveis e podem ser diluídos em alta escala. Além disso, a escala permite maior alcance da mensagem, seja pela maior distribuição geográfica da empresa ou pela sinergia da marca “guarda-chuva” onde todas as marcas se beneficiam da propaganda das outras marcas do guarda-chuva.

A economia de escopo é relevante quando o *know how* proprietário é comum a duas ou mais unidades de negócio, pois este conhecimento pode ser utilizado nas diversas unidades (TEECE, 1980). A economia de escopo também pode ser atingida por meio de terceirização e, não necessariamente, pela diversificação (TEECE, 1980).

### **2.2.2 Escopo vertical**

O escopo vertical determina a abrangência das atividades verticalmente conectadas que a empresa abrange, ou seja, o nível de como a empresa deve organizar sua cadeia vertical (GRANT, 2002). Esta organização resulta na decisão de comprar/terceirizar ou produzir/realizar determinada atividade.

A economia de escala é um fator de decisão no escopo vertical quando o mercado possui melhores condições para criar economias de escala e aprendizagem. Em contrapartida, informações proprietárias e *know how* da empresa, considerados vantagens competitivas que

não podem ser disponibilizadas aos fornecedores do mercado, impedem a terceirização (BESANKO et al., 2006).

A teoria de agência afirma gestores tendem a agir em benefício próprio, principalmente em situações de ameaça, a menos que sejam monitorados (HOSKISSON; HITT, 1990; LALE et al., 1998). Terceirizar atividades para o mercado pode reduzir a estrutura hierárquica e facilitar este monitoramento, minimizando o impacto da teoria de agência.

Outros fatores que interferem na decisão são os custos de transação envolvidos na utilização do mercado, pois a gestão de diferentes fornecedores tende a ser mais complexo e custoso. (WILLIAMSON, 1985). O custo de influência decorrente de problemas de mediação interna de recursos no caso de empresas verticalizadas (GRANT, 1988), ou seja, a mediação de como os recursos são alocados nas diferentes unidades de negócio.

O escopo vertical das empresas investidas por PE é determinado pelos ganhos de escala e escopo (SETH; EASTERWOOD, 1993), ou seja, a verticalização ocorre caso haja economia de escala e/ou escopo.

### **2.2.3 Escopo geográfico**

O escopo geográfico define a amplitude de negócios nos aspectos geográficos, definindo seus limites locais, regionais e nacionais (GHEMAWAT, 2000). Os escopos horizontal e vertical e a diversificação são avaliadas conjuntamente na definição estratégica do escopo geográfico.

A diversificação geográfica permite que as empresas aproveitem-se das economias de escala e escopo, auxilia a redução de flutuações de receitas por meio da dispersão geográfica do mercado e aumenta o poder de barganha com fornecedores, distribuidores e clientes (LU; BAEMISH, 2004).

As empresas podem ainda utilizar-se de ativos intangíveis para beneficiar-se da diversificação geográfica, tais como *know-how* tecnológico, patentes, habilidades de gestão e marcas (LU; BAEMISH, 2004). No entanto, o desenvolvimento de ativos intangíveis requer alto investimento de recursos financeiros, tempo e recursos humanos. Como consequência, para as

empresas terem retorno sobre este investimento devem ter alta escala que normalmente é conseguida pela diversificação geográfica (LU; BAEMISH, 2004).

#### **2.2.4 Diversificação**

A estratégia de diversificação das empresas tem uma diversidade de motivos.

"Existem incentivos, recursos e motivos administrativos para diversificar. Os incentivos para a diversificação vêm tanto do ambiente externo como do ambiente interno de uma empresa. Muitas vezes a diversificação é implementada para impedir perda de valor por parte da firma. Entre os incentivos externos incluem-se: as regulamentações antitruste e as leis fiscais. Entre os incentivos internos incluem-se: o baixo desempenho, fluxos de caixa futuros incertos e uma redução global do risco para a firma." SILVA; MAGALHÃES FILHO, 2004, p. 4)

Entre os motivos administrativos estão a diversificação do risco de emprego administrativo e o aumento da remuneração administrativa (SILVA; MAGALHÃES FILHO, 2004).

A diversificação de uma empresa pode ter dois motivos principais: o primeiro é o aumento de eficiência e o segundo por preferência dos gerentes da empresa (BESANKO et al., 2006). O segundo motivo envolve o campo de teoria de agência que está fora do escopo deste trabalho.

A diversificação é justificada quando se tem economia de escopo, mas que se um fator de economia de escopo não estiver totalmente explorado em uma unidade, não há necessidade de diversificar utilizando este fator (RUMELT, 1892). Os fatores de economia de escopo não necessariamente implicam em diversificação, podem também serem vendidos ou compartilhados com outras empresas (TEECE, 1982).

É importante o corpo executivo coordenar, monitorar e controlar as diversas unidades de negócio (GRANT, 1988). Isso envolve alocar recursos entre unidades, formular e coordenar as estratégias, definir metas e monitorar o desempenho das unidades de negócio. Esta alocação de recursos pode proporcionar subsídios cruzados entre as diferentes unidades de negócio (BESANKO et al., 2006).

A diversificação reduz o risco dos investidores e que pode ser uma forma de identificar de oportunidades de empresas subvalorizadas para aquisição. Por outro lado, a diversificação pode aumentar do custos de influência e de gestão de performances e que o subsídio cruzado pode não funcionar adequadamente, sendo os recursos direcionados para as unidades de negócio mais rentáveis (BESANKO et al., 2006).

A diversificação das empresas pode ser classificada em quatro tipos:

- 1) Negócio único;
- 2) Negócios relacionados: habilidades ou recursos comuns são divididos por diferentes
- 3) Negócios não-relacionados: a empresa atua em distintas e não relacionadas linhas de negócio;
- 4) Conglomerado: a empresa atua em mais de dois negócios não relacionados." (SETH, 1993, v. 14, p. 257, tradução nossa)

Sob a perspectiva do PE, estudos indicam que as empresas investidas tendem a diversificar menos suas linhas de negócio e, inclusive, reduzir sua diversificação comparadas a empresas não investidas (WIERSEMA; LIEBESKIND, 1995; SETH; EASTERWOOD, 1993; VESTER, 2011). A principal razão da redução da diversificação é o ganho de eficiência e que a diversificação é mantida apenas quando há ganhos significativos de escala e escopo (SETH; EASTERWOOD, 1993).

Os estudos nas empresas brasileiras listadas na bolsa de valores indicam que as especializadas tendem a ter desempenho superior às empresas mais diversificadas. Acrescenta-se ainda que "[...] a diversificação em segmentos mais relacionados apresenta um efeito menos negativo do que a diversificação em segmentos distintos e o fato de a correlação da diversificação com o valor da empresa ser positiva em tempos de crise econômica." (CARVALHO; MAIA; BARBEDO, 2012).

Todo o referencial teórico de estratégia de escopo foi utilizado para embasar o processo de coleta e análise dos dados e como suporte de validação, interpretação e conclusão da pesquisa.

### 2.3 *Disclosure* de estratégia das empresas

Estudos acadêmicos sobre a qualidade do *disclosure* e dos relatórios anuais das empresas têm sido feitos desde a década de 90 (SANTEMA; RIJT, 2001). A importância destes estudos é fundamentada pelos seus diversos *stakeholders* (analistas financeiros, investidores, fornecedores, funcionários, credores) que utilizam *disclosure* das empresas por suas respectivas razões estratégicas (SCHOLLES; CLUTTERBUCK, 1998). A tendência mais recente aponta que a seção narrativa (não financeira) é a mais importante dos relatórios, pois partem desta seção a maioria das citações das análises dos *stakeholders* (YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002).

A lacuna deixada pelos estudos estratégia baseados em *disclosure*, é que a maioria concentra-se nas informações financeiras e poucos focam em aspectos relevantes do processo decisório e relativas à gestão do negócio (FERREIRA; REZENDE, 2007), contrapondo-se às demandas mais atuais do mercado que vem ampliando seu foco de atenção para além dos indicadores exclusivamente financeiros (FLOSTRAND; STROM, 2006). Os relatórios anuais também têm a importância de minimizar a assimetria de informações que existe entre os gestores da empresa e o mercado externo (WHITTINGTON, 2003).

As empresas optam por divulgar suas estratégias por três motivos: querem induzir parceiros a investir em determinadas direções estratégicas, aumentar sua credibilidade e reputação e/ou fortalecer parcerias (FERREIRA; REZENDE, 2007). O PE também tem interesse em divulgar suas estratégias, buscando valorização de seus ativos no processo de desinvestimento em IPO (VESTER, 2011).

Esta dissertação apoia-se na tendência de análise narrativa dos relatórios por meio de sua análise documental de fontes secundárias, considerando-se que estas são importantes fontes de informações que também são utilizadas pelos *stakeholders* das empresas. Contornando-se os vieses citados decorrentes do uso deste tipo de informação, esta revisão teórica suporta o método escolhido por este trabalho.

### 3 MÉTODO DE PESQUISA

#### 3.1 Estratégia de Investigação

O método selecionado, na abordagem qualitativa exploratória, foi o de análise comparativa. A análise comparativa qualitativa busca aplicar a teoria para interpretar os casos ao invés de testar a teoria em si (RAGIN, 1987). Além disso, este método não trabalha com amostras e populações, mas com instâncias relevantes para o estudo qualitativo do fenômeno em questão. Com isso, a existência e entendimento destas instâncias passa a ser mais importante que a frequência das mesmas (RAGIN, 1987).

O método comparativo pode ser dividido em duas linhas: *case-oriented* e *variable-oriented*. As investigações *case-oriented* são usualmente de interpretação histórica e análise casual, enquanto que o método *variable-oriented* enfatiza variáveis e suas relações (RAGIN, 1987). O objetivo deste projeto não foi avaliar os motivos ou a condução histórica das decisões do PE, mas as semelhanças e diferenças nas variáveis estratégicas implantadas. Por este motivo, a linha escolhida foi a *variable-oriented*.

A escolha do tema de investigação e seu método também sofreram influência da experiência do autor deste trabalho. O autor, formado em engenharia e com pós-graduações administração de empresas e marketing, possui longa experiência na área de estratégia no segmento financeiro. Atualmente atua como empreendedor na área de tecnologia e tem expectativas de receber investimentos de PE no longo prazo. Dessa forma, além do escopo da pergunta de pesquisa, a formação em exatas também influenciou a escolha da concepção positivista e o método da análise comparativa. O objeto de estudo também proporcionará ao autor respostas que serão úteis a suas atividades profissionais. No aspecto acadêmico, o autor intenciona continuar seus estudos de forma a obter graduações posteriores ao mestrado.

### 3.2 Seleção de empresas

A técnica de seleção das empresas avaliadas foi intencional (MILES, HUBERMAN, 1994) devido às características específicas desejada dos casos. A seleção intencional dividiu os casos em dois grupos. No primeiro grupo foram selecionadas cinco empresas que tiveram investimento de PE e o IPO foi mecanismo de saída do PE. No segundo grupo foram selecionadas cinco empresas que não tiveram investimento de PE até o IPO.

Com o objetivo de analisar os casos mais recentes e garantir a quantidade da amostra empresas, foram selecionadas empresas que foram a IPO de 2007 a 2012. Adicionalmente, visando minimizar a heterogeneidade dos casos estudados que poderia enviesar o estudo, foram selecionadas empresas de consumo cíclico, conforme segmentação da BMF&BOVESPA. Este setor foi escolhido por apresentar quantidade de empresas suficientes para o estudo e por tratar de um segmento diretamente relacionado ao consumo da classe média, questão bastante relevante na atualidade. Além disso, apenas empresas com sede no Brasil foram consideradas, por tratar-se de estudo no mercado brasileiro. Outras variáveis que pudessem interferir na análise, tais como o tamanho da empresa, foram analisadas na discussão dos resultados, quando pertinentes.

O procedimento de verificação de investimento de PE foi o mesmo utilizado por Gioielli (2007) e Sonoda (2008), que fizeram o levantamento nos prospectos de distribuição pública, geralmente na seção “Composição do Capital Social” ou “Histórico”. Como critério de controle do PE foram considerados todos tipos de controles (compartilhados majoritários, compartilhados minoritários ou total), considerando que o controle majoritário ou total é pouco recorrente no Brasil (SILVA, 2010). Esta identificação foi feita na seção de "Controle" dos prospectos. A determinação do IPO como mecanismo de saída do IPO foi verificada pela análise da seção "Composição atual do capital social e após a oferta" do mesmo relatório, sendo esta saída total ou parcial. A saída parcial é mais utilizada pelos PE no Brasil (SILVA, 2010).

Baseado nos critérios descritos, o Quadro 1 apresenta as empresas selecionadas para a análise comparativa.

**Quadro 1 - Empresas analisadas**

Empresas investidas por PE			Empresas não investidas por PE	
Empresa	Entrada do PE	IPO	Empresa	IPO
Anhanguera	2005	2007	Estácio	2007
Arezzo	2007	2011	Kroton	2007
Locamérica	2008	2012	Marisa	2007
Magazine Luiza	2005	2011	SEB	2007
Technos	2007	2011	Unicasa	2012

Fonte: PROSPECTOS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA

### 3.3 Coleta dos dados

A coleta de dados foi feita por meio de análise documental (MARSHALL; ROSSMAN, 1999) utilizando-se quatro fontes de dados documentais: prospectos de distribuição públicas de ações, relatórios anuais, relatórios de analistas de mercado e notícias de imprensa. Com estes dados foi buscada uma triangulação (JICK, 1979), visando aumentar a confiabilidade qualitativa dos dados, minimizando o viés apontado por Ang e Brau (2002). A análise foi feita no ano do IPO, escolhido como um bom momento para avaliação do impacto do PE na estratégia (BEATTY; ZAJAC, 1994). Os relatórios anuais foram do ano do IPO e os relatórios de analistas de mercado e imprensa até um ano após o IPO, conforme recomendação. Acrescenta-se ainda que no período de 2007 a 2012 apenas oito empresas do setor de consumo cíclico foram a IPO e tiveram investimento de PE. Destas oito empresas, seis empresas tiveram o IPO como mecanismo de saída do PE. Com isso, os cinco casos selecionados para este estudo representam quase que a totalidade do universo delimitado por este estudo, reforçando a representatividade dos casos.

A coleta de dados foi realizada através da leitura dos documentos feita exclusivamente pelo autor deste projeto, de forma a garantir a confiabilidade qualitativa dos dados, evitando o viés de percepção e interpretação que ocorre na utilização de diversos coletores de dados (GIBBS, 2007). Adicionalmente, para o tratamento dos dados foi utilizado o instrumento de codificação (BARDIN, 2004), também visando garantir a confiabilidade da coleta.

Os prospectos de oferta de distribuição pública de ações e relatórios anuais foram obtidos nos sites da internet de relação com investidores das próprias empresas, no site da internet da

BM&FBovespa ou nos sites da internet dos bancos de investimento<sup>3</sup>. A análise das estratégias das empresas foi feita principalmente nas seções "Nossos Pontos Fortes" e "Nossa Estratégia" dos prospectos de distribuição pública. Quando não publicados, os relatórios anuais foram substituídos pelo relatório da administração, relatório de sustentabilidade ou informações anuais publicados nas mesmas fontes.

Os relatórios de analistas de mercado foram pesquisados nas bases de dados da Emerging Markets Information Service e da Thomson Reuters Eikon nas seções de *Research*. As informações de mídia foram pesquisadas nas publicações Exame, Valor Econômico e Diário Comércio Indústria & Serviços.

A quantidade de documentos de analistas de mercado e mídia poderiam ser maiores, porém por limitação de recursos e disponibilidade do pesquisador, esta dissertação limitou a pesquisa às fontes citadas. O Quadro 2 apresenta um resumo das fontes de dados.

**Quadro 2 - Fontes de dados**

Base	Fonte	Período
Prospectos de distribuição pública de ações	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Site da empresa</li> <li>• BMF&amp;Bovespa</li> <li>• Bancos de investimento</li> </ul>	Ano do IPO
Relatórios anuais	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Site da empresa</li> <li>• BMF&amp;Bovespa</li> </ul>	Ano do IPO
Analistas de mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emerging Markets Information Service</li> <li>• Thomson Reuters Eikon</li> </ul>	Ano do IPO ou 1 ano posterior
Mídia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exame</li> <li>• Valor Econômico</li> </ul>	Ano do IPO ou 1 ano posterior

Fonte: AUTOR

Embora tenham sido utilizadas diversas fontes, as informações de estratégia de escopo não foram encontrados em todos os documentos analisados. A fonte mídia, embora tivesse um grande volume de informações das empresas, poucas referiam-se ao escopo da pesquisa. O Quadro do Apêndice A apresenta as fontes utilizadas que efetivamente continham as

<sup>3</sup> Banco Itaú BBA e Banco Credit Suisse.

informações referentes ao escopo desta dissertação. Este fato limitou a utilização da triangulação na coleta de informações. Dessa forma, os dados de cada categoria foram obtidos nos prospectos de distribuição pública e, quando existentes, triangulados por meio das demais fontes.

Durante o processo de leitura dos documentos os dados foram codificados conforme descrito na seção 4.1. Posteriormente, os trechos codificados foram transcritos para um banco de dados simples, organizando as informações por empresa e código.

### **3.4 Procedimentos de análise e interpretação dos dados**

A análise dos dados foi feita utilizando-se a análise de conteúdo que é "[...] um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo de mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens." (BARDIN, 2004). Embora esta técnica tenha sido concebida com base na quantificação, ela também admite abordagem qualitativa (VERGARA, 2005). A abordagem qualitativa recorre a indicadores como presença (ou ausência) ao invés da frequência (BARDIN, 2004).

Como citado na seção anterior, foi utilizado o método de codificação, definido como "[...] o processo pelo qual os dados brutos são transformados sistematicamente e agregados em unidades, as quais permitem uma descrição exata das características pertinentes do conteúdo" (BARDIN, 2004). Neste processo foi utilizada uma grade de análise mista, por ser mais adequada a um estudo exploratório (LAVILLE; DIONNE, 1999). Na grade mista, as categorias pertinentes à pesquisa são determinadas preliminarmente, porém novas categorias são inseridas, subdivididas ou excluídas durante o processo de análise (VERGARA, 2005). As categorias inicialmente definidas foram: economia de escala, economia de escopo, verticalização, escopo geográfico e diversificação. A unidade de registro da codificação, segundo os critérios de Bardin (2004), foi o tema, definido como "a unidade de significação que se liberta naturalmente de um texto analisado segundo certos critérios relativos à teoria que serve de guia à leitura" (BARDIN, 2004).

A categorização por temas foi realizada de forma emergente, utilizando-se diversas lentes teóricas (citadas na discussão dos resultados), sendo que releituras aprofundadas dos documentos foram refeitas a cada lente teórica utilizada até que se chegou às categorias de análise finais.

O método Booleano de análise comparativa (RAGIN, 1987) foi utilizado com o objetivo de organizar os dados colhidos na codificação, como exemplificado na seção seguinte. Por meio deste método, foram construídos os constructos analíticos das empresas investidas por PE e não investidas. Por meio destes constructos buscou-se identificar as grandes diferenças e semelhanças entre os dois grupos. "O constructo analítico visa guiar o analista dos dados em um caminho lógico que o leve a conclusões válidas, permitindo que as inferências possam ser feitas repetidamente e confiavelmente" (KRIPPENDORFF, 2013).

#### **3.4.1 Método Booleano**

O método Booleano oferece uma metodologia estruturada na construção de tipologias empíricas, permitindo a comparação de clusters holisticamente e identificação de diferenças entre eles (RAGIN, 1987).

Resumidamente, o método consiste em descrever os dados analisados nos casos em uma tabela binária denominada tabela da verdade (Tabela 1). Nesta tabela são atribuídos valores binários (1 - existente ou 0 - inexistente) para as variáveis a serem estudadas e para a variável de saída de todas as combinações encontradas nos casos estudados. Como variável de saída foi considerada a identificação de investimento por PE (1- investida e 0 - não investidas). Cada linha tabela representa uma empresa. Porém, como não pode haver linhas repetidas, empresas com características idênticas são representadas apenas uma única vez na tabela. A frequência destas repetições não é considerada neste método.

Tabela 1 - Exemplo de tabela da verdade

A	Variáveis		Variável de saída
	B	C	X
1	0	1	1
1	1	1	1
0	1	0	0
0	0	0	0

Fonte: DADOS DA PESQUISA

A partir da Tabela da Verdade são construídas as equações Booleanas. As equações abaixo retratam o exemplo da Tabela 1, onde letras maiúsculas representam o valor 1, letras minúsculas representam o valor 0 e cada linha representa um fator da somatória. Para efeito de comparação, a presença ou não de investimento de PE (X ou x) foram agrupados em fórmulas diferentes.

$$X = AbC + ABC$$

$$x = aBc + abc$$

Posteriormente, as equações passam por processo de minimização, de forma a simplificá-las, eliminar redundâncias e facilitar a análise. As equações reduzidas do exemplo ficam da seguinte forma:

$$X = AC$$

$$x = ac$$

Uma análise simplista do exemplo, indica que empresas investidas por PE (X) utilizam as estratégias A e C conjuntamente, enquanto que as empresas não investidas (x) não as utilizam

(a e c). Adicionalmente, a estratégia B não é identificada como diferença entre os dois grupos analisados.

A aplicação desta técnica considerou o investimento ou não de PE como variável de identificação do grupo e as categorias de análise de conteúdo como as variáveis a serem estudadas.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Categorias

Seguindo o processo de grade mista (VERGARA, 2005) as categorias iniciais definidas na análise de conteúdo foram a presença (ou ausência) de estratégias de economia de escala, economia de escopo, verticalização, escopo geográfico e diversificação. Durante o processo de coleta e análise dos dados, de forma emergente foram utilizadas diferentes lentes teóricas e adicionadas sub-categorias em escopo geográfico e diversificação.

No processo de categorização de escopo geográfico a lente teórica de Lu e Beamish (2004) permitiu um maior aprofundamento de análise. Nesta categoria, foi analisada se a estratégia de escopo geográfico utilizou investimento em ativos intangíveis.

A lente teórica de Seth (1993), que baseia-se na tipologia de negócios relacionados e não-relacionados da diversificação, mostrou-se pouco conclusiva na análise, pois não foram identificadas diferenças entre os grupos estudados. No entanto, a aplicação da lente teórica de Markides e Williamson (1994) permitiu constatações mais contundentes na análise. Por este motivo, na categoria de diversificação, foi adicionada a sub-categoria de ativos estratégicos (MARKIDES; WILLIAMSON, 1994), referindo-se à utilização (ou não) destes ativos na estratégia de diversificação.

Nas demais categorias, o processo de coleta e análise não apresentou indícios de busca de novas lentes teóricas para categorização. Com isso, as seguintes categorias e códigos foram utilizadas na análise final:

- Economia de escala (S)
- Economia de escopo (E)
- Verticalização (V)
- Escopo geográfico - ativos tangíveis (T)
- Escopo geográfico - ativos intangíveis (I)

- Diversificação (D)

- Diversificação - ativos estratégicos (A)

**Economia de escala** - a codificação buscou identificar estratégia de economias de escala conforme os conceitos de Chandler (1990), Grant (2002) e Besanko et al (2006) por meio de declarações explícitas com expressões relacionadas a "economia de escala", "ganho de escala", "escalável", "escalonável", ou por meio de declarações implícitas relacionadas a "diluição de custo fixo", "custo marginal baixo", "poder de barganha" ou "poder de negociação" decorrentes do aumento de produção do produto ou serviço.

**Economia de escopo** - a codificação buscou identificar estratégias de economia de escopo também de acordo com os conceitos de Teece (1980), Chandler (1990) e Besanko et al (2006). A análise ocorreu por meio de descrições explícitas relacionadas "economia de escopo" ou de forma implícita. Neste segundo caso, as declarações foram analisadas sempre quando relacionadas à diversificação dos negócios. A identificação implícita abrangeu três pilares de economia de escopo: operação, canal de distribuição e *know how* proprietário. Em operações, foram analisadas sentenças relacionadas a "sinergia com operação atual", "sinergia operacional", "modelo de negócios integrados", "gestão centralizada" e "redução de custos". Em canal de distribuição: "ampliar linha de produtos", "ampliar base de clientes", "impulsionar novas vendas". Por fim, em *know how* proprietário analisou-se expressões relacionadas a "experiência na operação", "conhecimento do setor" e "experiência na gestão".

**Verticalização** - a codificação de verticalização, alinhada ao conceito de Grant (2002) e Besanko et al (2006) buscou analisar se as empresas adotavam estratégia de verticalização por meio de expressões relacionadas a "verticalização", "integração vertical" e "produção *in house*".

**Escopo geográfico - ativos tangíveis** - a codificação buscou identificar se a estratégia de escopo geográfico foi motivada por economia de escala (ativo tangível) e diluição de riscos ao pulverizar o mercado consumidor (LU; BEAMISH, 2004), por meio de declarações associadas a "ganhos de escala", "potencial de mercado", "existência de demanda" e "aproveitar ciclos econômicos". Embora o estudo de Lu e Beamish (2004) seja aplicado ao escopo geográfico internacional, este estudo utilizou a mesma estrutura para análise do escopo nacional.

**Escopo geográfico - ativos intangíveis** - a codificação buscou identificar se a estratégia de escopo geográfico das empresas utilizou investimento em ativos intangíveis, mais especificamente em marca e transferência de conhecimento conforme os critérios de Lu e Beamish (2004) com expressões como "fortalecer a marca" e "conhecimento em operar diversas regiões".

**Diversificação** - a codificação buscou identificar se as empresas atuam em mais de um negócio, relacionados ou não conforme a classificação de Seth (1993). A diversificação foi identificadas por termos relacionados a "atuação diversificada" e "negócios complementares". No entanto, nesta categoria a própria descrição das atividades das empresas permitiram tal identificação.

**Diversificação - ativos estratégicos** - Em seu estudo, Markides e Williamson (1994) fizeram uma simplificação dos ativos estratégicos, avaliando apenas três classes de ativos e apenas algumas variáveis dentro de cada classe (MARKIDES; WILLIAMSON, 1994). Esta dissertação também simplificou a análise de forma a focar o estudos nas variáveis mais relevantes em cada uma das cinco categorias de ativos estratégicos. Em ativos dos clientes buscou-se identificar se a diversificação trouxe uma base de clientes diferente para o negócio. Por exemplo, se a diversificação amplia a base de clientes ou apenas foca a venda de novos produtos e serviços para a mesma base de clientes. Em ativos do canal buscou-se identificar se a diversificação trouxe um novo canal de distribuição para o negócio. Em ativos de entrada buscou-se identificar se a diversificação trouxe novos fornecedores para o negócio. Em ativos

de processos buscou-se identificar se a diversificação trouxe nova tecnologia proprietária ou experiência funcional específicos do mercado. Por fim, em ativos de conhecimento de mercado: buscou identificar se a diversificação trouxe novo conhecimento do mercado.

O Quadro 3 resume as categorias utilizadas na análise.

**Quadro 3 - Categorias**

<b>Categorias</b>	<b>Componentes</b>	<b>Exemplos</b>
Economia de escala (S)	Escala	"ganho de escala"
	Custo fixo	"diluição de custo fixo"
Economia de escopo (E)	Escopo	"ganho de economia de escopo"
	Operação	"sinergia operacional"
	Canal de de distribuição	"ampliar linha de produtos"
	<i>Know How</i> proprietário	"utilizar experiência na gestão"
Verticalização (V)	Verticalização	"integração vertical"
Escopo geográfico - ativos tangíveis (T)	Escala	"expandir gerando escala"
	Risco	"dispersão minimiza risco"
	Poder de negociação	"expansão aumenta poder de negociação"
Escopo geográfico - ativos intangíveis (I)	Marca	"fortalecer a marca"
	Conhecimento	"conhecimento em operar diversas regiões"
Diversificação (D)	Diversificação	"atuação diversificada"
Diversificação - ativos estratégicos (A)	Clientes	"expandir público-alvo"
	Canal	"novos canais de venda"
	Entrada	"novos fornecedores"
	Processos	"novas tecnologias"
	Mercado	"traz conhecimento do mercado"

Fonte: DADOS DA PESQUISA

### **4.1.1 Diversificação por ativos estratégicos**

Markides e Williamson (1994) ampliam a perspectiva de Besanko (2006), Rumelt (1982) e Seth (1993), argumentando que os benefícios oriundos da diversificação vão além da economia de escopo quando se trata de diversificação relacionada, ou seja, a diversificação está relacionada ao negócio principal da empresa. Markides e Williamson acreditam que a economia de escopo na diversificação traz benefícios de curto prazo para as empresas, enquanto que a criação e acumulação de ativos estratégicos na diversificação trazem benefícios de longo prazo (MARKIDES; WILLIAMSON, 1994). Segundo eles, estes ativos podem ser divididos em cinco classes:

- Ativos dos clientes, tais como o reconhecimento da marca, fidelização e base instalada;
- Ativos do canal, tais como acesso ao canal estabelecido, lealdade do distribuidor e pipeline de pedidos;
- Ativos de entrada, como o conhecimento de fatores imperfeitos de mercado, lealdade de fornecedores e capacidade financeira;
- Ativos de processos, tais como tecnologia proprietária, produto ou experiência funcional específicos do mercado (por exemplo, em marketing ou produção) e os sistemas organizacionais;
- Ativos de conhecimento de mercado, tais como informações acumuladas sobre os objetivos e o comportamento dos concorrentes, a elasticidade-preço da demanda ou a resposta do mercado para o ciclo de negócios." (MARKIDES; WILLIAMSON, 1994, v. 15, p. 157-158, tradução nossa).

## **4.2 Codificação**

### **4.2.1 Economia de escala**

A economia de escala apresentou-se de uma forma explícita em todos os casos estudados, sem diferenciação entre as empresas investidas por PE e as não investidas. As expressões "ganhos

de escala", "escalável" e "escalonável" foram bastante recorrentes em todos documentos analisados. A única exceção ocorreu com a Technos, que não apresentou a economia de escala de forma explícita em sua estratégia, mas que demonstrou sua aplicação por meio da declaração que o aumento de vendas e concentração de montagem de seus produtos em uma planta centralizada gera menor incremento de custos diretos e indiretos" (prospecto de distribuição pública, 2011).

A Arezzo declarou a indivisibilidade e diluição de custos fixos como fontes de suas economias de escala. As empresas Locamerica, Magazine Luiza, Marisa e Unicasa, além desta fonte, adicionaram ainda o poder de negociação nas compras como fonte da economia de escala, conforme as classificações de Besanko et al (2006). A declaração da Marisa exemplifica bem a estratégia de economia de escala:

"Acreditamos que a expansão dos nossos negócios por meio da abertura de novas lojas, ampliação de lojas existentes e do aumento da variedade de produtos aumentará o volume de mercadorias por nós comercializadas. Isso deverá acarretar um volume maior de produtos negociados com os nossos atuais fornecedores, eventualmente a contratação de novos fornecedores, assim como maximizar o uso de nossa infra-estrutura, aumentando a nossa produtividade e eficiência operacional. Devido à economia de escala gerada, pretendemos otimizar nossas operações, reduzindo custos fixos" (prospecto de distribuição pública, 2007).

Analistas de mercado reforçaram a estratégia de aquisições do Magazine Luiza como forma de "[...] tornar maiores e com maior poder de negociação com fornecedores" (tradução nossa, Euromonitor International, 2011).

As empresas voltadas a serviço (Anhanguera, Estácio, Kroton e SEB), também utilizavam-se da estratégia de indivisibilidade e diluição de custos fixos, porém esta estratégia foi declarada pelo termo "replicabilidade", com argumentos que uma estrutura padronizada e centralizada poderia ser replicada de forma a gerar economia de escala, como por exemplo as declarações da Anhanguera: "[...] replicação de nosso modelo de negócio em novas localidades, gera ganhos de escala cada vez maiores" (prospecto de distribuição pública, 2007) e da Kroton: "Os serviços e produtos são padronizados e replicáveis, possibilitando a ocupação territorial simultaneamente a ganhos de produtividade e sinergia entre os negócios da educação básica e do ensino superior, gerando significativos ganhos de escala." (relatório anual, 2007). Outras

fontes, como a mídia, reforçaram a importância da estratégia: "[...] escala e gestão são itens cruciais no modelo de negócios da Anhanguera." (Exame, 2008)<sup>4</sup>. O Quadro 4 resume os resultados encontrados.

**Quadro 4 - Economia de escala**

Empresa	S
Anhanguera	sim
Arezzo	sim
Estácio	sim
Kroton	sim
Locamérica	sim
Magazine Luiza	sim
Marisa	sim
SEB	sim
Technos	sim
Unicasa	sim

Fonte: DADOS DA PESQUISA

#### 4.2.2 Economia de escopo

Dentre as empresas estudadas, a economia de escopo era atingida por meio de compartilhamento de unidades de operação e canais de distribuição. Por exemplo, a SEB explicitou a estratégia de economia de escopo ao citar sua diversificação de negócios: "[...] um modelo de negócios integrado que nos permite aproveitar as sinergias de cada um de nossos segmentos de atuação" (prospecto de distribuição pública, 2007). Empresas como a Marisa e Arezzo, beneficiavam-se da operação e canal de distribuição conjuntamente. O canal de distribuição era utilizado na ampliação da linha de produtos a serem distribuídos, como declarou a Marisa: "Pretendemos continuar a estender todos os nossos produtos e benefícios às famílias de nossas clientes, criando conveniência para que elas comprem produtos para toda a família em um mesmo local" (prospecto de distribuição pública, 2007). A Kroton foi a única dentre as empresas analisadas que declarou o *know how* proprietário como estratégia de

<sup>4</sup> Exame. Educação para as massas. 2007. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0898/noticias/educacao-para-as-massas-m0134446>> . Acesso em: 15 jun. 2013.

escopo: "[...] experiência na operação de rede de escolas em modelo padronizado e replicável" (prospecto de distribuição pública, 2007). Adicionou ainda que este *know how* possibilitava "[...] a ocupação territorial simultaneamente a ganhos de produtividade e sinergia entre os negócios da educação básica e do ensino superior, gerando significativos ganhos de escala" (relatório anual, 2007).

Anhanguera, Estácio e Unicasa não se utilizavam da estratégia de economia de escopo. O Quadro 5 resume os resultados encontrados.

**Quadro 5 - Economia de escopo**

Empresa	E
Anhanguera	não
Arezzo	sim
Estácio	não
Kroton	sim
Locamérica	sim
Magazine Luiza	sim
Marisa	sim
SEB	sim
Technos	sim
Unicasa	não

Fonte: DADOS DA PESQUISA

### 4.2.3 Verticalização

Apenas a Arezzo possuía a estratégia de verticalização ao atuar na produção dos calçados e vendas por meio de canais de varejo próprios, conforme declarou ao justificar a inauguração de uma loja própria: "[...] em linha com nossa estratégia de verticalização, inauguramos nossa loja na Rua Oscar Freire, na Cidade de São Paulo, orientando nosso foco para o varejo" (prospecto de distribuição pública, 2011). O Quadro 6 resume os resultados encontrados.

**Quadro 6 - Verticalização**

Empresa	V
Anhanguera	não
Arezzo	sim
Estácio	não
Kroton	não
Locamérica	não
Magazine Luiza	não
Marisa	não
SEB	não
Technos	não
Unicasa	não

Fonte: DADOS DA PESQUISA

#### 4.2.4 Escopo geográfico - ativos tangíveis

Todas empresas utilizavam a economia de escala como objetivo do escopo geográfico. A Anhanguera declarou que a "[...] implementação do plano de expansão de unidades mediante a replicação de nosso modelo de negócio em novas localidades, gera ganhos de escala cada vez maiores" (prospecto de distribuição pública, 2007). A grande maioria das empresas (sete) também referiu-se à expansão geográfica como forma de exposição aos diferentes ciclos econômicos do país aproveitando o crescimento de cada uma das regiões, a exemplo da Kroton: "[...] fontes de receita diversificadas e nos permite reagir com maior agilidade às oportunidades de mercado" (prospecto de distribuição pública, 2007) ou na Estácio que "[...] procura localizar suas unidades em locais com grande potencial para capturar novos alunos" (analista Coinvalores, 2008). A Marisa foi a única entre as analisadas que tinha como estratégia a diluição de riscos: "[...] nossa presença nacional minimiza o risco de inadimplência a que estamos expostos por dispersá-lo em diversas regiões do País [...]" (prospecto de distribuição pública, 2007).

O Quadro 7 resume os resultados encontrados por tipo de ativo. A variável T apresenta o resultado final considerando que basta a empresa utilizar um ativo tangível para ser considerada a estratégia de escopo geográfico com ativos tangíveis.

**Quadro 7 - Escopo geográfico - ativos tangíveis**

Empresa	Escala	Risco	T
Anhanguera	sim	não	sim
Arezzo	sim	não	sim
Estácio	sim	não	sim
Kroton	sim	não	sim
Locamérica	sim	não	sim
Magazine Luiza	sim	não	sim
Marisa	sim	sim	sim
SEB	sim	não	sim
Technos	sim	não	sim
Unicasa	sim	não	sim

Fonte: DADOS DA PESQUISA

#### 4.2.5 Escopo geográfico - ativos intangíveis

A utilização de ativos intangíveis na estratégia de escopo geográfico era adotada por todas as empresas analisadas. Os ativos de marca e conhecimento estavam presentes de forma isolada ou conjunta nas empresas avaliadas. A expansão geográfica poderia ser utilizada para fortalecer a marca, como a declaração da Arezzo de "[...] fortalecer a consolidação e o crescimento das nossas marcas" (prospecto de distribuição pública, 2011) ou então a marca poderia auxiliar a expansão como no caso da Kroton: "[...] marcas fortes e bem posicionadas garantem a sinergia das operações e levam a resultados crescentes, com melhores margens, além de proporcionarem a captura de novas oportunidades de negócios" (relatório anual, 2007). Empresas como a Unicasa beneficiavam-se do ganho de conhecimento de mercado em sua estratégia geográfica: "[...] nos permite adquirir conhecimento de cada mercado e suas particularidades" (prospecto de distribuição pública, 2012), assim como a Marisa: "A cobertura nacional confere à Marisa um amplo conhecimento e experiência quanto às particularidades em operar em diversas regiões do Brasil, tais como concorrência, preferências e características da população de cada região, clima, biotipo e perfil de renda." (relatório da administração, 2007).

O Quadro 8 resume os resultados encontrados por tipo de ativo. A variável I apresenta o resultado final considerando que basta a empresa utilizar um ativo intangível para ser considerada a estratégia de escopo geográfico com ativos intangíveis.

**Quadro 8 - Escopo geográfico - ativos intangíveis**

Empresa	Marca	Conhecimento	T
Anhanguera	sim	não	sim
Arezzo	sim	não	sim
Estácio	sim	sim	sim
Kroton	sim	sim	sim
Locamérica	não	sim	sim
Magazine Luiza	não	sim	sim
Marisa	não	sim	sim
SEB	sim	sim	sim
Technos	sim	não	sim
Unicasa	sim	sim	sim

Fonte: DADOS DA PESQUISA

#### 4.2.6 Diversificação

A diversificação foi identificada como parte da estratégia declarada das empresas, como por exemplo a Arezzo: "[...] Avaliar oportunidades de aquisições estratégicas complementares em nosso segmento de atuação" (prospecto de distribuição pública, 2012) e reforçado pelo mercado "[...] a empresa tem várias formas de crescer; assim sendo, continua testando novas categorias de produtos [...]"<sup>5</sup> e a Kroton: "Atuação integrada e diversificada" (prospecto de distribuição pública, 2007). Em outros casos, embora não tenha sido encontrada uma declaração explícita da estratégia de diversificação, a própria descrição dos negócios indicou a existência (ou não) da diversificação na empresa.

<sup>5</sup> KAHIL, Gustavo. Arezzo reflete o "prêmio dos calçados" na bolsa. 2012. *Exame*. 02 out. 2012. Disponível em: < [http:// http://exame.abril.com.br/mercados/analises-de-acoess/noticias/arezzo-reflete-o-premio-dos-calcados-na-bolsa](http://http://exame.abril.com.br/mercados/analises-de-acoess/noticias/arezzo-reflete-o-premio-dos-calcados-na-bolsa) > . Acesso em: 23 jun. 2013.

Anhanguera, Estácio e Unicasa não diversificavam seus negócios. As demais empresas possuíam diversificação de negócios. O Quadro 9 resume os resultados encontrados.

**Quadro 9 - Diversificação**

Empresa	D
Anhanguera	não
Arezzo	sim
Estácio	não
Kroton	sim
Locamérica	sim
Magazine Luiza	sim
Marisa	sim
SEB	sim
Technos	sim
Unicasa	não

Fonte: DADOS DA PESQUISA

#### 4.2.7 Diversificação - ativos estratégicos

Por não diversificarem os negócios, as empresas Anhanguera, Estácio e Unicasa não apresentaram nenhum dos ativos. As Arezzo, Locamérica, Magazine Luiza e Technos, embora tenham diversificação, também não apresentaram a utilização de ativos estratégicos.

Kroton, Marisa e SEB obtinham de suas diversificações novas bases de clientes. A Kroton utilizava ainda o negócio de ensino básico para fornecer conhecimento de mercado ao negócio de ensino superior. A SEB utilizava-se de todos ativos estratégicos na sua diversificação: "Atuamos em vários segmentos do setor educacional no Brasil, desde a educação infantil até a pós-graduação, com um modelo de negócios integrado que nos permite aproveitar as sinergias de cada um de nossos segmentos de atuação" (prospecto de distribuição pública, 2007); "[...] as salas de aulas das escolas parceiras são utilizadas para oferecer o EAD no período noturno, de forma que, nos períodos da manhã e da tarde, são utilizadas pelo Sistema de Ensino Básico, o que permite a otimização da estrutura de apoio necessária" (prospecto de

distribuição pública, 2007) e "Com essa estratégia de atuação, a instituição dilui seu risco e aproveita o potencial de crescimento de diversos segmentos." (Exame, 2008<sup>6</sup>)

O Quadro 10 resume os resultados encontrados por tipo de ativo. A variável Q apresenta o resultado final considerando que basta a empresa utilizar um ativo estratégico para ser considerada a estratégia de diversificação com ativos estratégicos.

**Quadro 10 - Diversificação - ativos estratégicos**

Empresa	Clientes	Canal	Entrada	Processos	Mercado	A
Anhanguera	não	não	não	não	não	não
Arezzo	não	não	não	não	não	não
Estácio	não	não	não	não	não	não
Kroton	sim	não	não	não	sim	sim
Locamérica	não	não	não	não	não	não
Magazine Luiza	não	não	não	não	não	não
Marisa	sim	não	não	não	não	sim
SEB	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Technos	não	não	não	não	não	não
Unicasa	não	não	não	não	não	não

Fonte: DADOS DA PESQUISA

#### 4.2.8 Consolidação dos resultados

Finalizada a codificação, os dados foram tabulados na Tabela 2, sendo que a existência da respectiva estratégia foi representada pelo algarismo 1 (um) e a ausência pelo algarismo 0 (zero).

<sup>6</sup> Fator recomenda ações de educação. 2012. *Exame*. 14 mai. 2008. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/fator-recomenda-acoes-de-educacao-m0159410>> . Acesso em: 23 jun. 2013.

Tabela 2 - Tabela binária de codificação

Empresa	Escala (S)	Escopo (E)	Verticalização (V)	Geográfico tangíveis (T)	Geográfico intangíveis (I)	Diversificação (D)	Diversificação ativos estratégicos (A)
Anhanguera	1	0	0	1	1	0	0
Arezzo	1	1	1	1	1	1	0
Estácio	1	0	0	1	1	0	0
Kroton	1	1	0	1	1	1	1
Locamérica	1	1	0	1	1	1	0
Magazine Luiza	1	1	0	1	1	1	0
Marisa	1	1	0	1	1	1	1
SEB	1	1	0	1	1	1	1
Technos	1	1	0	1	1	1	0
Unicasa	1	0	0	1	1	0	0

Fonte: DADOS DA PESQUISA

### 4.3 Constructo analítico

Baseado na tabela binária das empresas avaliadas foi obtida na tabela da verdade Booleana (Tabela 3). O investimento de PE representado pela variável X é identificado pelo algarismo 1 (um) e a ausência de investimento pelo algarismo 0 (zero).

Tabela 3 - Tabela da verdade

S	E	Variáveis				Variável de saída	
		V	T	I	D	A	X
1	0	0	1	1	0	0	0
1	1	0	1	1	1	1	0
1	0	0	1	1	0	0	1
1	1	0	1	1	1	0	1
1	1	1	1	1	1	0	1

Fonte: DADOS DA PESQUISA

A tabela de verdade derivou a seguinte fórmula para empresas não investidas por PE:

$$x = SevTIda + SEvTIDA$$

$$x = SvTI (eda + EDA) \quad (1)$$

Para empresas investidas por PE, resultou na seguinte fórmula:

$$X = SevTIda + SEvTIDa + SEVTIDa$$

$$X = STIa (evd + EvD + EVD)$$

$$X = STIa (evd + ED) \quad (2)$$

Dessa forma, a fórmula 1 representa o constructo analítico para o grupo não investido por PE e a fórmula 2 o constructo analítico para o grupo de empresas investidas.

#### 4.4 Resultados

Organizando as fórmulas 1 e 2 para facilitar a comparação resultou nas fórmulas 3 e 4.

$$x = STI (v (dea) + v (DEA)) \quad (3)$$

$$X = STI (v (dea) + (DEa)) \quad (4)$$

Semanticamente, estas fórmulas (constructos analíticos) apresentam os principais resultados:

- i) Ambos grupos utilizam estratégia de economia de escala e ativos tangíveis e intangíveis no escopo geográfico (STI).
- ii) Em ambos grupos, a diversificação está sempre relacionada a economia de escopo (DE).
- iii) Quando não há diversificação, os grupos não apresentam diferença de estratégia (vdea).
- iv) Quando há diversificação, o grupo não investido por PE investe em ativos estratégicos (DA), enquanto que o outro grupo não investe (Da).

Estes constructos não permitem inferências referentes às demais estratégias, relações entre elas ou outras comparações entre os grupos.

Para efeito de discussão, estes quatro principais resultados serão denominados da seguinte maneira, respectivamente:

- i) Estratégia de escala e escopo geográfico semelhantes.**
- ii) Alinhamento entre diversificação e economia de escopo.**
- iii) Estratégia de não diversificação semelhantes.**
- iv) Estratégia de diversificação diferentes.**

## 5 DISCUSSÃO

### 5.1 Estratégia de escala e escopo geográfico semelhantes

Todas empresas analisadas utilizavam a estratégia de economia de escala. Este resultado pode ser decorrência do critério de seleção de empresas restrito àquelas que foram a IPO. Em função da existência de elevados custos fixos<sup>7</sup>, apenas empresas acima de determinado tamanho abrem capital na bolsa de valores (CUMMING; MACINTOSH, 2003). O elevado desconto exigido pelos investidores (*underpricing*) amplia significativamente o custo do IPO, além dos custos de manutenção, que incluem auditoria independente e divulgação de informações, tornando o processo muito custoso para empresas menores (RIBEIRO; ALMEIDA, 2005). A seleção de empresas que foram a IPO também implica em escolha das empresas mais lucrativas e por isso foram a IPO (RIBEIRO; ALMEIDA, 2005).

Como resultado, ao selecionar empresas que foram a IPO, possivelmente apenas as grandes e lucrativas foram analisadas e, conseqüentemente, foram aquelas que utilizavam a economia de escala para beneficiarem-se de seu tamanho e serem lucrativas.

Sob a perspectiva das empresas investidas por PE, o ciclo de investimentos do PE implica necessariamente em saída para realização de retorno financeiro (GOMPERS; LERNER, 1999) e a ampliação da escala é uma das atividades implantadas pelo PE nas empresas investidas, pela própria definição de investir em empresas com alto potencial de crescimento. Com isso, era esperado este resultado de utilização de economia de escala.

Alguns estudos apontam que o PE consegue reduzir o requisito de tamanho mínimo das empresas<sup>8</sup> que vão a IPO em comparação às empresas não investidas (RIBEIRO; ALMEIDA, 2005). Porém, este fato não foi observado ao avaliar o tamanho das empresas pelo faturamento comparando-se os dois grupos (Tabela 4).

---

<sup>7</sup> Comissão para os bancos, honorários advocatícios, emolumentos pagos à bolsa de valores, contadores e auditores (RIBEIRO; ALMEIDA, 2005)

<sup>8</sup> Ribeiro e Almeida (2005) alegam que os IPOs feitos por PE possuem menores custos, podendo assim serem feitos por empresas de menor porte e mais jovens.

**Tabela 4 - Faturamento**

Investida por PE	Faturamento no ano anterior ao IPO (R\$ milhões)			Faturamento
	Faturamento	IPO	Não investida por PE	
Anhanguera	185	2007	Estácio	1043
Arezzo	513	2011	Kroton	48
Locamérica	391	2012	Marisa	744
Magazine Luiza	5700	2011	SEB	27
Technos	264	2011	Unicasa	402

Fonte: PROSPECTOS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA

Em relação à estratégia de escopo geográfico por ativos tangíveis, esta estratégia estava diretamente relacionada à economia de escala em todas empresas, ou seja, todas adotavam a expansão geográfica como forma de ganhar escala. Outro fato identificado foi o escopo essencialmente doméstico da estratégia geográfica. Com exceção da Unicasa, todas adotavam estratégias locais, apresentando uma baixa tendência à internacionalização. Dentre os principais determinantes de internacionalização das empresas<sup>9</sup>, as condições econômicas favoráveis do Brasil, além dos próprios objetivos estratégicos das empresas, podem explicar a não internacionalização das mesmas. Todas empresas analisadas indicaram a existência de grande potencial a ser explorado no mercado doméstico, o que indicava condição favorável à não internacionalização. A expansão internacional da Unicasa não foi justificada de forma explícita, dando poucos subsídios para entendimento desta estratégia.

A estratégia de escopo geográfico por ativos intangíveis também era adotada por todas empresas analisadas, não havendo um padrão claro da utilização de conhecimento de mercado e marca nas estratégias utilizadas.

Considerando o escopo de empresas que foram a IPO, os resultados encontrados indicam que não há diferenças na estratégia de economia de escala e de escopo geográfico entre empresas investidas por PE comparadas às não investidas. Estes resultados poderiam ser diferentes em

<sup>9</sup> Honório (2008) classifica os determinantes em três fontes: características individuais, características organizacionais e características ambientais. As características individuais dizem respeito às percepções do tomador de decisões sobre as oportunidades que surgem do mercado internacional" (Eg. características pessoais, orientação internacional, estilo de liderança, competência gerencial e expectativas gerenciais). Quanto às características organizacionais, destacam-se: objetivos corporativos, disponibilidades de recursos, natureza dos produtos e vantagens diferenciais da firma". As características ambientais compreendem a localização do país, disponibilidade de insumos para a produção, condições econômicas dominantes, facilidades de infra-estrutura e políticas governamentais de apoio à internacionalização.

outros tipos de mecanismos de saída do PE (eg. venda estratégica) onde o tamanho da empresa não interfere no mecanismo de saída ou em grupo de empresas pertencentes a outros segmentos de atuação.

## **5.2 Alinhamento entre diversificação e economia de escopo**

A maioria das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores atuam em segmentos extremamente relacionados (CARVALHO; MAIA; BARBEDO, 2012). Isso representa uma estratégia de diversificação alinhada à economia de escopo. As empresas analisadas confirmaram esta afirmação. Todas que possuíam diversificação, diversificavam em segmentos relacionados e com utilização de economia de escopo. O motivo desta estratégia pode ser explicado pelo fato da diversificação em segmentos relacionados trazer retornos financeiros superiores quando comparados às diversificações não relacionadas (CARVALHO; MAIA; BARBEDO, 2012).

Sob a perspectiva do PE, confirmou-se a afirmação de Seth e Easterwood (1993) que a diversificação é mantida apenas quando há ganhos de escopo. Isso porque o PE busca maximizar o retorno em sua saída (GOMPERS; LERNER, 1999) e a economia de escopo influencia positivamente no retorno financeiro da empresa. No entanto, não se confirmou a afirmativa que as empresas investidas tendem a diversificar menos suas linhas de negócio e, inclusive, reduzir sua diversificação comparadas às empresas não investidas (WIERSEMA; LIEBESKIND, 1995; SETH; EASTERWOOD, 1993; VESTER, 2011). Das três empresas que não diversificavam, duas não eram investidas por PE. As outras sete empresas diversificavam. Cabe destacar que a diversificação das empresas investidas por PE estava sempre relacionada ao ganho de escala no mercado principal da empresa, enquanto que a diversificação do outro grupo de empresas buscava diversificar também mercados. Este ganho de escala pode explicar a diversificação das empresas investidas por PE. Esta questão será melhor discutida a seguir.

No escopo de análise desta dissertação, mais uma vez não foram identificadas diferenças no campo das estratégias de escopo de empresas investidas por PE comparadas às não investidas. Para ambos os grupos, a diversificação era atrelada a ganhos de economia de escopo.

### 5.3 Estratégia de não diversificação semelhantes

As empresas Anhanguera, Estácio e Unicasa estavam classificadas no grupo de empresas especializadas que têm como principal característica a não diversificação e, conseqüentemente, não utilizavam economia de escopo e não verticalizavam. O valor de mercado das empresas especializadas listadas na bolsa de valores são superiores<sup>10</sup> em relação às empresas diversificadas (CARVALHO; MAIA; BARBEDO, 2012). Era esperado que houvesse indícios de especialização mais intensa nas empresas investidas por PE (WIERSEMA; LIEBESKIND, 1995; SETH; EASTERWOOD, 1993; VESTER, 2011), mas como citado na seção anterior, este fato não se confirmou.

A Anhanguera e a Estácio apontaram duas principais vantagens da especialização: modelo de negócio padronizado que facilitava a expansão e aumentava o ganho de escala; e maior conhecimento da regulamentação específica do setor que agiliza expansão e reduz custos. Ao especializar, as empresas adotavam administração centralizada com baixos custos de agência e modelos padronizados que podiam ser replicados em todo o país rapidamente. O fator regulatório devia-se principalmente à alta complexidade do país. A Unicasa não apresentou razão clara para sua estratégia de especialização.

Desconsiderando as estratégias de diversificação, escopo e verticalização que não estão presentes em empresas especializadas, restaram as estratégias de escala e escopo geográfico. Conseqüentemente, retorna-se à questão já discutida na seção 5.1. sobre o escopo geográfico como consequência de estratégia de escala e as relações entre tamanho da empresa, abertura de capital e economia de escala.

Com isso, ao analisar as empresas especializadas, também não foram encontradas diferenças entre as empresas investidas por PE comparadas às não investidas.

---

<sup>10</sup> Carvalho, Maia e Barbedo analisaram 70 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 2003 a 2008, utilizando o padrão adotado pela Comissão Nacional de Classificação (CONCLA) para identificar o nível de diversificação.

#### 5.4 Estratégia de diversificação diferentes

As empresas analisadas que foram investidas por PE não utilizavam a diversificação por ativos estratégicos. Este tipo de diversificação traz benefícios de longo prazo, porém sua implantação pode trazer altos custos e consumo de tempo no curto prazo (MARKIDES; WILLIAMSON, 1994). Estes altos custos e consumo de tempo impõem barreiras de entradas mais altas aos concorrentes e por isso são considerados ativos estratégicos (MARKIDES; WILLIAMSON, 1994). Este fato é um indício do motivo pelo qual empresas investidas por PE não se utilizam de ativos estratégicos na diversificação. Pela própria natureza do ciclo de investimento, o PE tem um prazo de desinvestimento, que é o momento em que busca maximizar seu retorno. Dada esta característica, naturalmente não fazem investimentos cujos retornos serão obtidos após sua saída (longo prazo) e não assumem custos que possam interferir neste retorno no curto prazo. Nas empresas analisadas o PE permaneceu no máximo 6 anos até sua saída, sendo 4 anos na média (Tabela 5). Neste contexto, os ativos estratégicos enquadram-se de forma contrária aos objetivos do PE ao implicarem em altos custos e consumo de tempo iniciais, justificando sua não utilização.

**Tabela 5 - Tempo de permanência do PE**

Empresa	Tempo
Anhanguera	2 anos
Arezzo	4 anos
Locamérica	4 anos
Magazine Luiza	6 anos
Technos	4 anos

Fonte: PROSPECTOS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA

Em contrapartida, as empresas não investidas por PE tendem a buscar sustentabilidade dos negócios em detrimento da maximização do retorno no curto prazo, ao investir em ativos estratégicos. Nestas empresas, os acionistas majoritários não saíram da empresa no IPO (Tabela 6). No entanto, ao observar as empresas não investidas, os acionistas majoritários também permaneceram na empresa após a saída do PE. Mesmo permanecendo na empresa

após o IPO, os acionistas majoritários das empresas investidas por PE não optaram por estratégias de longo prazo. Este pode ser um indício de que a motivação da entrada do PE pode ter sido mais influenciado por questões de financiamento que por contribuição de gestão e estratégia. Sob esta perspectiva, um estudo que avalie as mudanças de estratégia após a saída do PE poderia responder esta questão.

**Tabela 6 - Participação dos acionistas majoritários**

Investida por PE	Participação dos acionistas majoritários		Não investida por PE	Participação dos acionistas majoritários	
	Antes IPO	Pós IPO		Antes IPO	Pós IPO
Anhanguera	83,1%	78,8%	Estácio	97,0%	72,2%
Arezzo	50,5%	44,7%	Kroton	50,0%	46,0%
Locamérica	65,4%	47,1%	Marisa	74,8%	53,6%
Magazine Luiza	75,4%	61,5%	SEB	95,2%	88,8%
Technos	94,3%	63,2%	Unicasa	73,7%	44,2%

Fonte: PROSPECTOS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA

### 5.5 Demais estratégias

As empresas analisadas não apresentaram indícios conclusivos sobre semelhanças e diferenças sobre estratégia de verticalização. Apenas a Arezzo utilizava a verticalização ao produzir calçados e ao mesmo tempo atuar na venda com lojas próprias. Três objetivos principais norteavam a estratégia de lojas próprias: exposição de marca por meio de lojas conceito, servir como lojas *benchmark* para franqueados e obter maior margem nos principais mercados do país. Com isso, não foi possível fazer inferências baseado em apenas uma única empresa.

## 5.6 Perguntas de pesquisa

Resumindo as constatações desta dissertação e retomando as questões secundárias da pesquisa:

### **As estratégias de economia de escala são diferentes nos grupos avaliados?**

Não, a estratégia de economia de escala esteve presente nos dois grupos. Esta semelhança de estratégia pode ser decorrente da seleção de empresas que foram a IPO, que são empresas grandes e lucrativas. A análise de empresas menores poderia apresentar resultados diferentes. No entanto, para seleção de empresas menores teria que ser estudado outras modalidades de saída do PE.

### **As estratégias de economia de escopo são diferentes nos grupos avaliados?**

Não, as estratégias de economia de escopo eram semelhantes e a diversificação das empresas analisadas foi sempre atrelada à economia de escopo. Outros estudos indicaram que esta é uma tendência comum nas empresas brasileiras listadas na bolsa de valores.

### **As estratégias de verticalização são diferentes entre os grupos avaliados?**

Não foi possível obter conclusões nesta questão. A estratégia de verticalização esteve presente em apenas uma empresa e com poucos indícios que permitissem a comparação entre os grupos.

### **As estratégias de escopo geográfico são diferentes entre os grupos avaliados?**

Não, ambos grupos utilizavam estratégias de escopo geográfico com ativos tangíveis e intangíveis e, de uma forma geral, restringiam-se ao mercado doméstico. Esta estratégia era adotada essencialmente como forma de ganho de escala.

### **As estratégias de diversificação são diferentes entre os grupos avaliados?**

Sim, as empresas não investidas por PE diversificavam de forma ganhar economia de escopo a acumular ativos estratégicos enquanto que as empresas investidas diversificavam apenas para ganho de economia de escopo. A acumulação de ativos estratégicos implica em investimento de tempo e recursos financeiros, sendo o possível motivo de não utilização na estratégia do PE.

Respondendo a questão principal de pesquisa, **Quais as semelhanças e diferenças básicas em termos de estratégias de escopo entre empresas investidas e não investidas por PE e que foram a IPO no Brasil?**

As estratégias de escopo empresas investidas e não investidas por PE e que foram a IPO no Brasil são semelhantes, exceto a estratégia de diversificação, em que o primeiro grupo busca estratégias de curto prazo, enquanto que o segundo grupo busca estratégias de longo prazo.

## 6 CONCLUSÃO

Sob a perspectiva de estratégia de escopo não foram identificadas grandes diferenças entre empresas investidas por PE e as não investidas, exceto pela diversificação por ativos estratégicos. Baseado nestes resultados, esta dissertação abre dois principais questionamentos sobre a atuação do PE nas empresas investidas:

- O papel do PE nas empresas investidas no Brasil vai além da fonte de recursos financeiros?
- O investimento do PE é benéfico para acionistas que desejam permanecer na empresa após a saída do PE?

Em relação ao primeiro questionamento, derivam-se outras perguntas. Esta dissertação avaliou um campo restrito da estratégia de escopo. A conclusão de que não existem diferenças relevantes de estratégia poderia ser ampliada para outros campos da estratégia? E para outros campos de estudo? Existe outro campo onde seriam encontradas diferenças nos dois grupos de empresas se não o campo de finanças? Partindo para outra perspectiva do questionamento inicial, estas empresas tinham outras fontes de financiamento além do PE? Caso houvesse alternativas, estas empresas buscariam o PE? Não buscando o PE, estas empresas atingiriam o mesmo estágio de desenvolvimento que estão atualmente? Este estudo exploratório apresenta indícios que sim. O grupo de controle apresenta empresas que atingiram os mesmos níveis de tamanho e atratividade de mercado que as levaram ao IPO. Alega-se que o PE traz grande contribuição à gestão da empresa. Empresas sem investimento de PE e chegam a porte de IPO não teriam capacidade de atingir o mesmo nível de gestão por meio de contratação de profissionais próprios altamente qualificados que trouxessem a mesma expertise de gestão de um PE? Todas empresas analisadas, sem distinção de grupo, apresentaram como ponto forte a qualidade de seus profissionais.

Sob outro aspecto, Baeyens e Manigart (2003) afirmam que as empresas são atraídas pelo PE como fonte de financiamento. Considerando o cenário brasileiro onde o acesso a financiamento pode ser difícil, seria o PE a única fonte de financiamento por empresas que optaram por ele? Logicamente, o escopo desta dissertação é limitado, mas poderíamos concluir que o PE é apenas uma alternativa para empresas que buscam financiamento e que, em termos de estratégia e gestão, as empresas atingiriam o mesmo nível das empresas

investidas por si próprias? Qual seria o diferencial do PE além do financiamento? Se fossem consideradas empresas de menor porte, as conclusões seriam diferentes e o PE teria um papel diferente?

Em relação ao segundo principal questionamento, observa-se nos resultados da pesquisa que as empresas investidas por PE diversificam sem ativos estratégicos, ou seja, focam em resultados de curto prazo. Esta estratégia é benéfica para os acionistas que permanecem na empresa após a saída do PE? Embora tenha sido declarado por este trabalho que o objetivo não seria avaliar se a interferência do PE é benéfica ou não, os resultados não deixam fugir deste questionamento. Os acionistas majoritários de todas as empresas investidas pelo PE estudadas permaneceram na empresa após a saída do PE. Com exceção da Unicasa, que realizou lucro no IPO, todas demais utilizaram os recursos advindos do IPO para investir na empresa, principalmente no seu crescimento. Sob este aspecto, quando o objetivo não é realizar lucro, esta estratégia de curto prazo é vantajosa para os acionistas remanescentes? O crescimento acelerado da empresa com o investimento do PE pode ser uma vantagem identificada por estes acionistas. Após a saída do PE, estas empresas modificaram a estratégia alternando-a para uma estratégia de longo prazo?

Em resumo, considerando empresas com porte para IPO, as conclusões que esta dissertação traz é expor a possibilidade que no Brasil o papel do PE é exclusivamente de financiamento e que esta opção é buscada por empresas que não encontraram outras alternativas, mesmo que esta escolha implique em estratégias de curto prazo. Adicionalmente, a atuação do PE não gera diferenciais quando comparadas às empresas não investidas. Estas empresas tem capacidade para atingir mesmos níveis de eficiência, gestão e rentabilidade.

Estas suposições podem indicar uma diferença do PE no Brasil comparado aos Estados Unidos e Europa onde estudos indicam a interferência do PE comparado às empresas não investidas em campos como estratégia, governança, além do financeiro. O desenvolvimento da bolsa de valores no Brasil pode modificar este cenário, a exemplo da BOVESPA MAIS que busca atrair empresas menores para bolsa de valores. A existência de mais empresas de menor porte e com estratégia de saída viabilizada por IPO pode apresentar um papel diferente na atuação de PE no Brasil. Baseado nas conclusões desta dissertação, pode-se supor que o PE teria um papel diferente em empresas de menor porte. Neste caso, seu papel poderia ser mais amplo quando comparado ao grupo de empresas analisados neste estudo.

Logicamente, estas conclusões não são definitivas. A limitação do trabalho ao campo de estratégia de escopo e análise temporal pontual (apenas no momento do IPO) são limitações do estudo. Além disso, o fato do estudo ser pautado por fontes secundárias pode não refletir a realidade das empresas, dado que as mesmas podem divulgar informações que sejam de interesse próprio e diferentes da prática efetiva. No entanto, estudos futuros podem mitigar tais limitações de forma a confirmar os resultados apresentados neste trabalho.

Sugere-se ainda estudos que consolidem outros campos (estratégia, financeiro, governança, gestão, etc) e identifiquem as diferenças entre as empresas investidas e não investidas por PE no Brasil. Esta consolidação poderá trazer uma visão mais ampla da atuação do PE e em quais campos esta atuação gera maior impacto nas empresas brasileiras. Estudos sobre as alternativas de financiamento disponíveis para as empresas e as motivações que determinaram a escolha do PE também complementariam os resultados encontrados neste trabalho.

Considerando seu escopo, este trabalho pode trazer mais clareza e questionamentos para empresas que buscam investimento de PE, para os *stakeholders* que analisam as empresas e um novo caminho para estudos acadêmicos futuros de PE no Brasil.

## 7 REFERÊNCIAS

- ANDREWS, Kenneth R. The concept of corporate strategy. In: FOSS, Nicolai J. *Resources firms and strategies: a reader in the resource-based perspective*. Nova Iorque: Oxford University Press, 1971. cap. 5.
- ANG, James S.; BRAU, James C. Firm transparency and the costs of going public. *The Journal of Financial Research*, Oxford, v. 25, n. 1, p. 1-17, Mar. 2002.
- ANSOFF Igor H. *Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion*. Nova Iorque: McGraw-Hill, 1965.
- BAEYENS, Katleen; MANIGART, Sophie. Dynamic financing strategies: the role of venture capital. *Journal of Private Equity*, Londres, v. 7, n. 1, p. 50-58, Dez. 2003.
- BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. 3.ed. Lisboa: Edições 70, 2004.
- BAROTO, Mas B.; ABDULLAH, Muhammad M. B. e WAN, Hooi L. Hybrid strategy: a new strategy for competitive advantage. *International Journal of Business & Management*, Toronto, v. 7, n. 20, p. 120-133, Out. 2012.
- BARRY, Chrstopher. New directions in research on venture capital finance. *The Journal of the Financial Management Association*, Tampa, v. 23, n. 3, p. 3-15, Set. 1994.
- BEATTY, Randolph P.; ZAJAC, Edward. J. Managerial incentives, monitoring and risk bearing: a study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, Ithaca, v. 39, n. 2, p. 313-335, Jun. 1994.
- BESANKO, David et al. *A economia da estratégia*. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- BRUTON, Garry D. et al. Governance, ownership structure, and performance of ipo firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, Hoboken, v. 31, n. 5, p. 491-509, Mai. 2010.
- CAO, Jerry.; LERNER, Josh. The performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, Oxford, v. 91, n. 2, p. 139-157, Fev. 2009.
- CARVALHO, Thomaz F.; MAIA, Marcelo V.; BARBEDO, Claudio H. S. O efeito da diversificação no valor das empresas listadas em bolsa no Brasil. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 13, n. 1, p. 87-109, Fev. 2012.
- CHANDLER, Alfred D. *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 1962.
- CHANDLER, Alfred D. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Londres: The Belknap Press of Harvard University Press, 1990.
- CONGRESSO ABVCAP, São Paulo. *Dados da indústria de private equity e venture capital - 2011/2012*. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2003.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2013.

- CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, v. 27, n. 3, p. 511-548, Mar. 2003.
- FERREIRA, Daniel; REZENDE, Marcelo. Corporate strategy and information disclosure. *RAND Journal of Economics*, Santa Monica, v. 38, n. 1, p. 164-184, Mar. 2007.
- FLOSTRAND, Per; STROM, Niklas. The valuation relevance of non-financial information. *Management Research News*, Uppsala, v. 29, n. 9, p. 580-597, Set. 2006.
- GHEMAWAT, Pankaj. *A estratégia e o cenário de negócios: textos e casos*. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- GIBBS, Graham. *Analysing qualitative data*. Londres: SAGE Publications, 2007.
- GIOIELLI, Sabrina P. O. *Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das Empresas Estreantes na BOVESPA*. 2007. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- GOMPERS, Paul; LERNER Josh. *The venture capital cycle*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1999.
- GOMPERS, Paul; LERNER Josh. The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*. v. 15, n. 5, p. 145-168, 1999.
- GORMAN, Michael; SAHLMAN, William. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, v. 4, n. 4, p. 231-248, Jul. 1989.
- GRANT, Robert M. On 'dominant logic', relatedness and the link between diversity and performance. *Strategic Management Journal*, Hoboken, v. 9, n. 6, p. 639-642, Nov./Dez. 1988.
- GRANT, Robert M. Corporate strategy: managing scope and strategy content. In: PETTIGREW, Andrew M.; THOMAS, Howard; WHITTINGTON, Richard. *Handbook of strategy and management*. 2.ed. Londres: SAGE Publications, 2002. cap. 4, p. 72-97.
- GVCEPE. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital 2º Censo Brasileiro*. EAESP-FGV, 2011.
- HONÓRIO, Luiz C. A internacionalização de empresas brasileiras em uma perspectiva motivacional. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 9, n. 2, p. 128-151, 2008.
- HOSKISSON, Robert E.; HITT, Michael A. Antecedents and performance outcomes of diversification: a review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, Londres, v. 16, n. 2, p. 461-509, Jun. 1990.
- JICK, Todd D. Mixing qualitative and quantitative methods: triangulation in action. *Administrative Science Quarterly*, Ithaca, v. 24, n. 4, p. 602-611, Dez. 1979.
- KRIPPENDORFF, Klaus. *Content Analysis: an introduction to its methodology*. Thousand

Oaks: Sage Publications, 2013.

LANE, Peter J. et al. Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: amihud and lev reconsidered. *Strategic Management Journal*, Hoboken, v. 19, n. 6, p. 555-578, Jun. 1998.

LAVILLE, Christian; DIONNE, Jean. *A construção do saber: manual de metodologia da pesquisa em ciências humanas*. Porto Alegre: Artmed; Belo Horizonte: Editora UFMG, 1999.

LEVIS, Mario. The performance of private equity-backed IPOs. *Financial Management*, Oxford, v. 40, n. 1, p. 253-277, Mar. 2011.

LU, Jane W.; BEAMISH, Paul W. International diversification and firm performance: the s-curve hypothesis. *Academy of Management Journal*, v. 47, n. 4, p. 598-609, Ago. 2004.

MARSHALL, Catherine; ROSSMAN, Gretchen B. *Designing Qualitative Research*. 3.ed. London: Sage, 1999.

MARKIDS, Constantinos C.; WILLIAMSON, Peter J. Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic Management Journal*, v. 15, p. 149-165, 1994.

MILES, Matthew B.; HUBERMAN, A. Michael. *Qualitative data analysis: an expanded source book*. 2.ed. Los Angeles: Sage, 1994.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. An economic approach to influence activities in organizations. *American Journal of Sociology*, Chicago, v. 94, n. 94, p. 154-179, Jul. 1988.

NALEBUFF, Barry J.; BRANDENBURGER, Adam M. *Co-opetition: a revolutionary mindset that combines competition and cooperation : the game theory strategy that's changing the game of business*. Nova Iorque: Currency Doubleday, 1996.

PETTIGREW, Andrew M.; THOMAS, Howard; WHITTINGTON, Richard. *Handbook of strategy and management*. 2.ed. Londres: SAGE Publications, 2002.

PORTER, Michael. *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. Nova Iorque: Free, 1980.

RAGIN, Charles C. *The comparative method: moving beyond qualitative and quantitative strategies*. Berkeley: University of California, 1989.

RIBEIRO, Leonardo de L.; ALMEIDA, Martinho I. R. Estratégia de Saída em Capital de Risco. *RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 40, n. 1, p. 55-67, Jan./Mar. 2005.

RITTER, Jay R.; WELCH, Ivo. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, Oxford, v. 57, n. 4, p. 1795-1828, Ago. 2002.

SANTEMA, Sicco; RIJT, Jeroen. V. Strategy disclosure in dutch annual reports. *European Management Journal*, Oxford, v. 19, n. 1, p. 101-108, Fev. 2001.

SCHOLLES, Eileen; CLUTTERBUCK, David. Communication with stakeholders: an integrated approach. *Long Range Planning*, Oxford, v. 31, n. 2, p. 227–238, Abr. 1998.

SETH, Anju; EASTERWOOD, John. Strategic redirection in large management buyouts: the evidence from post-buyout restructuring activity. *Strategic Management Journal*, Hoboken, v. 14, n. 4, p. 251-273, Mai. 1993.

SILVA, Thiago M. de S. *O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity listadas na BM&FBovespa*. 2010. Dissertação (Mestrado) - Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

SILVA, Wesley M.; MAGALHÃES FILHO, Paulo A. de O. Existe Alguma Associação entre Governança Corporativa e Diversificação da Firma? Um Estudo Empírico com Indústrias Brasileiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 18., 2004, Curitiba. *Anais eletrônicos...* Curitiba. Disponível em <[http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad\\_2004/FIN/FIN2311.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2004/FIN/FIN2311.pdf)>. Acesso em 17 jul. 2013.

SONODA, Fabio. *Análise da influência do private equity e venture capital no underpricing dos ipos das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007*. 2008. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

TEECE, David J. Economies of scope and the scope of enterprise. *Journal of Economic Behavior and Organization*, Stanford, v. 1, n. 3, p. 223-247, Set. 1980.

TEECE, David J. Toward an economic theory of multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior and Organization*, Berkeley, v. 3, n. 1, p. 39-63, Mar. 1982.

VERGARA, Sylvia C. *Métodos de Pesquisa em Administração*. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

VESTER, John. How do private equity investors create value? A summary of findings from Ernst & Young's extensive research in North America over the past four years. *The Journal of Private Equity*, Londres, v. 14, n. 4, p. 7-20, 2011.

WHITTINGTON, Richard. The work of strategising and organizing: for a practice perspective. *Strategic Organization*, Londres, v. 1, n. 1, p. 117-125, 2003.

WIERSEMA, Margarethe F.; LIEBESKIND, Julia P. The effects of leveraged buyouts on corporate growth and diversification in large firms. *Strategic Management Journal*, Hoboken, v. 16, n. 6, p. 447–60, Set. 1995.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism: firms, markets and relational contracting*. New York: Free Press, 1985.

WOOD, Geoffrey; WRIGHT, Mike. Private equity: a review and synthesis. *International Journal of Management Reviews*, Oxford, v. 11, n. 4, p. 361-380, Dez. 2009.

WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken. Venture capital and private equity: a review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, Oxford, v. 25, n. 5/6, p. 521-570, Jun./Jul. 1998.

WRIGHT, Mike; GILLIGAN, John; AMESS, Kevin. The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital*, Oxfordshire, v. 11, n. 1, p. 1-21, Jan. 2009.

YUTHAS, Kristi; ROGERS, Rodney; DILLARD, Jesse F. Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 41, n. 1/2, p. 141-157, Nov./Dez. 2002.

## 8 GLOSSÁRIO

**BOVESPA MAIS:** é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado administrado pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazos e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepe-se à necessidade de liquidez imediata.

**Capital comprometido:** é a soma dos valores já investidos e do saldo ainda disponível para novos investimentos, dos fundos em operação em 31/12/2012 (ou seja, inclui fundos captados desde o início da década passada até fundos captados em 2012).

**Consumo cíclico:** segundo a BMF&Bovespa, para a classificação das empresas, são analisados os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, considerando-se, ainda, as receitas geradas no âmbito de empresas investidas de forma proporcional às participações acionárias detidas. No caso de companhias de participação, foi considerada a contribuição de cada setor na formação das receitas consolidadas, sendo que se algum setor representou participação maior ou igual a dois terços das receitas, a empresa de participação foi classificada nesse setor. Caso contrário, a empresa de participação foi classificada como holding diversificada. O setor de consumo cíclico engloba: produtos diversos, tecidos, vestuário, calçados, aluguel de carros, programas de fidelização, serviços educacionais, hotelaria, restaurante e similares, jornais, livros, revistas, produção e difusão de filmes e programas, publicidade e propaganda, acessórios, calçados, fios e tecidos, eletrodomésticos, móveis, utensílios domésticos, bicicletas, brinquedos, jogos, parques de diversão e produção de eventos e shows.

**Disclosure:** divulgação pública de informações.

**IPO:** abertura de capital na bolsa de valores.

## Apêndice A - Documentos utilizados

**Quadro 11 - Documentos utilizados**

Empresa	Documentos utilizados
Anhanguera	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2007</li> <li>• Relatório da Administração 2007</li> <li>• Análise Lafis 2008</li> <li>• Exame</li> </ul>
Arezzo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2011</li> <li>• Relatório de Sustentabilidade 2011</li> <li>• Exame</li> </ul>
Estácio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2007</li> <li>• Relatório da Administração 2007</li> <li>• Análise Coinvalores 2008</li> <li>• Análise Banco Fator Corretora 2008</li> </ul>
Kroton	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2007</li> <li>• Relatório Anual 2007</li> <li>• Análise Banco Fator Corretora 2008</li> </ul>
Locamérica	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2012</li> <li>• Exame</li> </ul>
Magazine Luiza	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2011</li> <li>• Relatório Anual 2012</li> <li>• Euromonitor International 2011</li> <li>• Lafis Serviços Financeiros e de Investimentos para a América Latina 2011</li> <li>• Exame</li> </ul>
Marisa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2007</li> <li>• Relatório da Administração 2007</li> </ul>
SEB	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2007</li> <li>• Informações Anuais 2007</li> <li>• Exame</li> </ul>
Technos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações</li> </ul>

---

	Ordinárias 2011
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Relatório da Administração 2011</li></ul>
Unicasa	<ul style="list-style-type: none"><li>• Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias 2012</li><li>• Relatório da Administração 2012</li></ul>

---