



BRASIL
BOLSA
BALCÃO

SÉRIE HISTÓRIAS QUE INSPIRAM

**Casos de Abertura
de Capital no Brasil**

Sérgio Nunes Muritiba
Patrícia Morilha Muritiba
Coordenadores



SÉRIE HISTÓRIAS QUE INSPIRAM

Casos de Abertura de Capital no Brasil

Coordenadores

Sérgio Nunes Muritiba
Patrícia Morilha Muritiba

Organizador



Apoio



IBGC | Instituto Brasileiro de
Governança Corporativa

Expediente:

B3

Equipe responsável: Cristiana Pereira, Edna Holanda, Adriana Barreto, Tiago Isaac, Rafaela Araújo e Carla Santos

Textos: Sérgio Nunes Muritiba, Patricia Morilha Muritiba, Joaquim Rubens Fontes Filho e Luciana Madureira Domingues

Projeto gráfico e diagramação: Gaudí Creative Thinking

Fotografias: Centro de Memória B3, Linx, Multiplus, Helbor, Raia Drogasil e Shutterstock

Impressão: Centrográfica

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Agência Brasileira do ISBN - Bibliotecária Priscila Pena Machado CRB-7/6971

S485 Série Histórias que Inspiram: Casos de Abertura de Capital no Brasil / coordenadores Sérgio Nunes Muritiba e Patricia Morilha Muritiba. - 2. ed.- São Paulo : Gaudí Creative Thinking : B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão, 2018.
138 p. : il. ; 21 cm.

ISBN 978-85-93388-01-9

1. Administração de empresas. 2. Gerenciamento financeiro.
3. Estratégia empresarial. 4. Mercado de capitais. I. Muritiba,
Sérgio Nunes. II. Muritiba, Patricia Morilha. III. Título.

CDD 658.15224



A B3 tem trabalhado para oferecer um ambiente cada vez mais adequado para que um número maior de empresas, em especial as pequenas e médias, utilize o mercado de capitais como fonte de captação de recursos. Este material ilustra o importante papel que esse mercado possui para o desenvolvimento das empresas brasileiras. À medida em que elas têm acesso ao capital para financiar seus projetos de crescimento, contribuem também para o desenvolvimento do país, geração de empregos e crescimento da economia. Do planejamento à operação, a Bolsa espera acompanhar a evolução das empresas e oferecer solidez, conhecimento e credibilidade ao seu processo de preparação e execução. Esperamos que as histórias aqui selecionadas e exploradas sirvam como uma inspiração única e relevante para a jornada de valor e governança das empresas brasileiras

Edemir Pinto, Ex-Diretor-Presidente da B3



“O apoio da KPMG a esta publicação é parte de nosso propósito e também uma forma de compartilharmos valor e auxiliarmos na promoção do mercado de capitais em nosso país. O conteúdo desta primeira publicação permite ao meio corporativo e acadêmico conhecer mais sobre a história das companhias citadas neste livro, além de interagir com o mercado de capitais brasileiro e disponibilizar casos de sucesso tipicamente brasileiros. A KPMG, como parte desta história, apoia e continuará incentivando iniciativas que contribuem para o desenvolvimento de nosso país e de nossa economia.”

Pedro Melo, Presidente da KPMG no Brasil



“A história da Linx se confunde com a própria história da tecnologia e do varejo no Brasil. Esperamos que ela sirva não apenas para motivar empreendedores a buscar o mercado de capitais como alternativa de crescimento, mas também para inspirar jovens a fazer algo consistente e ao mesmo tempo diferente.”

Alberto Menache, CEO da Linx



“A Multiplus acredita que este projeto é de extrema importância para inspirar outras empresas, mas principalmente a nova geração de líderes que está sendo formada nas escolas de negócios. Para nós, foi uma honra poder compartilhar acertos e aprendizados que tivemos durante o processo de estruturação da empresa, da abertura de capital e da nossa trajetória de sucesso nesses cinco anos. Buscando sempre inovar e se manter na vanguarda, nossa expectativa é mostrar um pouco do espírito precursor da Multiplus, para que este se perpetue em todos os negócios dos quais participamos.”

Roberto Medeiros, Presidente da Multiplus



“Para a Helbor, é gratificante poder ilustrar com a sua história a grande importância do mercado de capitais para a economia como fonte de recursos para o desenvolvimento e o crescimento do País e das companhias brasileiras.”

Henry Borenstein, CEO da Helbor



“Este é um trabalho pioneiro, que enriquecerá o aprendizado dos estudantes de Administração no Brasil ao trazer *cases* próximos da sua realidade.

No caso da Raia Drogasil, é também um registro único da nossa história, do contexto e da visão que levaram Droga Raia e Drogasil a somarem forças, bem como das principais decisões envolvidas na estruturação da transação e na integração da companhia. Por fim, este *case* dará aos estudantes a chance de se colocarem no lugar dos protagonistas e de sugerirem as suas estratégias diante de todos os *trade-offs* envolvidos nesta fusão de iguais que levou à criação da Raia Drogasil.”

Eugenio de Zagottis, Diretor de Planejamento Corporativo e RI

SUMÁRIO

Prefácio

10

1

Do Monza ao IPO:
o caso da Linx

24

2

Dividir para crescer:
a abertura de capital da
Multiplus S. A.

66

Sobre os autores
e coordenadores

14

Apresentação

18

3

**Abertura de capital em
uma empresa familiar:**
o caso da Helbor

92

4

**Criação de valor com
fusão:** o caso da
Raia Drogasil S. A.

110

PREFÁCIOS

O mercado de capitais como fonte de financiamento para as empresas

A Bolsa de Valores é caminho fundamental para o desenvolvimento das empresas. Ela proporciona, tanto acesso a capital quanto à governança, elementos indispensáveis à boa gestão.

Tenho orgulho de ter sido pioneiro nessa área no Brasil com a entrada do Grupo Pão de Açúcar na antiga Bovespa, em 1995. Foi a primeira emissão de ações preferenciais de uma companhia varejista de alimentos na Bolsa paulista. Dois anos depois, fomos a primeira varejista brasileira a negociar ações (via ADRs) na Bolsa de Nova York. Esses recursos foram fundamentais para o crescimento da empresa. Entre 1995 e 2012, seu valor de mercado aumentou 30 vezes. Mas o mais importante foi a transformação de uma empresa familiar em uma empresa pública com acionistas do mercado. Esse comprometimento com os novos acionistas foi fundamental para se atingir um nível de governança corporativa dentro dos melhores padrões mundiais e trazer transparência total para todos os acionistas, mercado e controladores.

É importante entender que a abertura de capital não é um fim em si, mas um começo: o começo de uma nova etapa na evolução da companhia, agora marcada pelo relacionamento rico e dinâmico com seus novos sócios. Ouvi-los e respeitá-los é tão importante quanto entregar retorno sobre o capital investido.

Um dos maiores desafios do início desse processo é equilibrar, na dose certa, o DNA original da companhia com a profissionalização necessária após a entrada na Bolsa.

Quando comecei a profissionalização do Pão de Açúcar, por exemplo, errei ao dar autonomia exagerada ao novo presidente-executivo.

Como presidente do Conselho de Administração, aplaudia seus acertos e tentava não criticar seus erros, dentro da perspectiva de que o importante era formar um novo líder. Não funcionou. E não funcionou porque nós podemos delegar a direção de uma empresa e a execução de uma tarefa, mas nós nunca podemos delegar as responsabilidades do Conselho de ser, antes de tudo, representante dos acionistas, dos donos da companhia.

A Direção Executiva de uma empresa aberta deve ter autonomia. Mas se for fazer algo do qual o Conselho discorda, deve explicar e convencer os donos da empresa, representados pelos conselheiros, de que aquele é o melhor caminho a seguir.

Fiquei muito feliz com a iniciativa da Bolsa de realizar esta série relatando casos bem-sucedidos de aberturas de capital no Brasil. Em um mundo globalizado, de competição sem fronteiras, as empresas brasileiras não podem prescindir de ferramenta tão importante para se desenvolverem. Agora, elas terão mais uma fonte de inspiração e orientação ao longo do caminho.

Abilio Diniz
Ex-Presidente do Conselho da BRF

A Aprendizagem Apoiada no Método do Caso em Administração

O método do caso, foco do presente livro, é amplamente utilizado na construção do conhecimento e no aprendizado em diversas áreas do conhecimento, inclusive na área de Administração. Trata-se de uma técnica pedagógica inovadora que envolve dinâmicas de associação entre prática e teoria em um processo participativo de ensino e aprendizagem. Elaborado com base em situações reais, cada caso representa uma narrativa de ações e estratégias vivenciadas pela organização estudada, com a finalidade de ser analisado e interpretado pelos participantes de um grupo, à luz de teorias, situações e problemas organizacionais. Ao final, o grupo é estimulado a propor ações que potencializem os acertos e minimizem os insucessos do caso analisado. Esse ciclo contribui, portanto, para a construção do conhecimento em administração de organizações.

Geralmente, os casos de ensino em Administração contêm lacunas ou mesmo situações frouxamente estruturadas, visando a estimular o debate e a reflexão, sempre com vistas à criação de um círculo virtuoso envolvendo as relações prática-teoria-prática. O professor atua como uma espécie de mentor de uma equipe, em que alunos aprendem mediante a interação e o debate aprofundado, com o respaldo de teorias e conceitos assimilados antes ou durante a análise de casos específicos. A Harvard Business School, classificada entre as melhores do mundo em diversos *rankings* que medem a qualidade do ensino superior, responsável pela criação e pela popularização do método do caso no ensino de Administração de Negócios, mantém, em 2015, mais de 80% das aulas baseadas nesse método (<http://www.hbs.edu/teaching/inside-hbs/>, consulta em 22 de novembro de 2015). Esse dado indica a importância do caso no ensino em Administração.

No Brasil, o caso de ensino em Administração vem sendo apoiado por diversas instituições, cabendo destacar as seguintes iniciativas: a) da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração (ANPAD), que mantém chamadas de trabalhos neste tema no maior evento científico de Administração brasileiro e segundo maior do mundo, o Encontro Anual da ANPAD, e no Encontro de Ensino e Pesquisa em Administração, realizado a cada dois anos. Além disso, a ANPAD publica casos no periódico Tecnologias de Administração e Contabilidade (TAC); b) da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, pioneira na introdução do método do caso no Brasil e que mantém um

periódico, a GVcasos - Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração (<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvcasos>), especializado na divulgação de casos de ensino em Administração; e c) do Insper, que mantém a Central de Casos Insper (<http://www.insper.edu.br/casos/>) e utiliza o estudo de caso como prática pedagógica em seus cursos. Certamente, há outras instituições que estimulam e utilizam o método do caso no ensino de Administração no Brasil, no entanto o que é importante registrar é que há um longo caminho a ser percorrido para que a técnica seja mais desenvolvida e utilizada no País.

Nessa linha, são louváveis a iniciativa e o esforço da B3 e da KPMG e dos professores Sérgio Muritiba e Patricia Muritiba de lançar este livro, que certamente será um sucesso pedagógico nas diversas escolas de Administração brasileiras, tanto em cursos de graduação como de pós-graduação. Os quatro casos apresentados no livro, das empresas Helbor, Linx, Multiplus e Raia Drogasil, representam muito mais do que narrativas de empresas que realizaram abertura de capital e passaram a ter ações negociadas no segmento denominado Novo Mercado.

O caso da Helbor, antes uma empresa de gestão tipicamente familiar que se profissionaliza e pulveriza a propriedade do capital; o caso da Raia Drogasil, que envolve uma situação típica de aquisição/fusão; o caso da Linx, que atua no mercado altamente competitivo de sistemas e tecnologias de informação e que iniciou suas atividades com capitais privados e aporte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); e o caso da Multiplus, uma empresa que “nasceu grande” e teve suas raízes em Programa de Fidelidade de uma empresa de aviação, são situações multifacetadas, as quais convidam o leitor à reflexão com o aporte de teorias envolvendo o pensamento administrativo.

Todos esses são casos de sucesso de abertura de capital e, também, casos de estudo nos campos da estratégia, das finanças, do processo decisório e em diversos outros campos do conhecimento da gestão de organizações, isto é, contêm uma grande riqueza de estímulos da prática e da teoria e representam uma contribuição inestimável para professores e alunos de cursos de Administração que utilizem o livro como apoio ao processo de ensino e aprendizagem.

Tomas de Aquino Guimarães

Professor Titular da Universidade de Brasília, Presidente da ANPAD - Gestão 2015-2017

SOBRE OS AUTORES

Sérgio Nunes Muritiba

Pós-doutorado pela Columbia Business School (EUA). Doutor em Administração (FEA USP) com Doutorado Sanduíche na Virginia Tech University (EUA). Professor de Governança Corporativa e estratégia da Fundação Getúlio Vargas e Universidade Castelo Branco. Vice-presidente do Instituto GEPR: Inovação para Proprietários. Autor de livros, capítulos e artigos sobre estratégia e governança corporativa.

Patricia Morilha Muritiba

Pós-doutorada pela Columbia Business School (EUA). Doutora em Administração (FEA USP) com Doutorado Sanduíche na Virginia Tech University (EUA). Professora da Universidade Federal do ABC. Vice-presidente do Instituto GEPR: Inovação para Proprietários. Autora de livros, capítulos e artigos sobre governança corporativa e gestão de pessoas, bem como comportamento organizacional.

Joaquim Rubens Fontes Filho

Professor da EBAPE/Fundação Getúlio Vargas e Coordenador do Mestrado Executivo em Gestão Empresarial. Doutor em Administração (EBAPE/FCV) e bacharel em Engenharia de Produção (UFRJ), atuou como membro do Conselho de Administração da Invepar, Linha Amarela e Concessionária Litoral Norte, do Conselho Fiscal da Belgo-Mineira e Caemi, e do Conselho Deliberativo do SINDAPP, como gerente de planejamento estratégico da PREVI e como assessor da Presidência no Banco do Brasil. É consultor em governança corporativa e estratégia e autor de diversos livros e artigos sobre governança corporativa.

Luciana Madureira Domingues

Mestre em Administração pela Universidade Nove de Julho (2013) e bacharel em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (2010). Atualmente, é docente do Centro Estadual de Educação Tecnológica Paula Souza — ETEC Bartolomeu Bueno da Silva — Anhanguera, coordenadora de Operações do Grupo de Estudo com Proprietários, Representantes dos Proprietários e Alta Administração (GEPR) e membro do Conselho Editorial Científico da Revista de Governança Corporativa (RGC).

SOBRE O ORGANIZADOR

B3

A B3 S.A. (B3SA3) é uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo e uma das maiores em valor de mercado, entre as líderes globais do setor de bolsas.

Conecta, desenvolve e viabiliza o mercado financeiro e de capitais e, junto com os clientes e a sociedade, potencializa o crescimento do Brasil.

Atua nos ambientes de bolsa e de balcão, além de oferecer produtos e serviços para a cadeia de financiamento.

Com sede em São Paulo e escritórios em Londres e Xangai, desempenha funções importantes no mercado pela promoção de melhores práticas em governança corporativa, gestão de riscos e sustentabilidade.

SOBRE O APOIADOR

KPMG

A KPMG é uma rede global de firmas independentes que prestam serviços profissionais de Audit, Tax e Advisory. Estamos presentes em 155 países, com 174.000 profissionais atuando em firmas-membro em todo o mundo. As firmas-membro da rede KPMG são independentes entre si e afiliadas à KPMG International Cooperative (“KPMG International”), uma entidade suíça. Cada firma-membro é uma entidade legal independente e separada e descreve-se como tal.

No Brasil, são aproximadamente 4.000 profissionais distribuídos em 13 Estados e no Distrito Federal, 22 cidades e escritórios situados em São Paulo (sede), Belém, Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Cuiabá, Curitiba, Florianópolis, Fortaleza, Goiânia, Joinville, Londrina, Manaus, Osasco, Porto Alegre, Recife, Ribeirão Preto, Rio de Janeiro, Salvador, São Carlos, São José dos Campos e Uberlândia.

Orientada pelo seu propósito de empoderar a mudança, a KPMG tornou-se uma empresa referência no segmento em que atua. Compartilhamos valor e inspiramos confiança no mercado de capitais e nas comunidades há mais de 100 anos, transformando pessoas e empresas e gerando impactos positivos que contribuem para a realização de mudanças sustentáveis em nossos clientes, governos e sociedade civil.

APRESENTAÇÃO

Provavelmente, quem graduou-se em Administração ou fez cursos executivos na área de negócios deparou-se, durante as aulas, com diversos casos de empresas estrangeiras e, infelizmente, com poucos exemplos envolvendo empresas nacionais ou que, ao menos, tenham ocorrido no Brasil. Foi pensando nisso que esta série de livros foi criada: para proporcionar a professores, alunos e executivos a oportunidade de refletir sobre as experiências de empresas brasileiras ou sediadas no Brasil, debatê-las e, assim, formar opinião com base em casos mais próximos da nossa realidade.

Este livro é o primeiro de uma série que se propõe a compartilhar experiências de empresas brasileiras para o uso educacional. Ele foi desenhado para trazer ferramentas para os professores de negócios enriquecerem suas aulas com discussões inspiradoras e calcadas no ambiente em que os alunos e empresários brasileiros estão vivendo.

Nesta primeira edição, apresentamos quatro casos de ensino em Administração, cada qual com uma particularidade: (i) Linx S.A. (que é um caso que apresenta um desinvestimento de um fundo de *private equity* no setor de tecnologia); (ii) Multiplus S.A. (no qual é apresentado um caso de cisão e criação de uma nova empresa a partir de uma entidade já estabelecida); Helbor S.A. (que aborda a abertura de capital de uma empresa familiar); e Raia Drogasil S.A. (que apresenta os elementos e desafios enfrentados no processo de abertura de capital e fusão de duas empresas de capital aberto).

Casos de ensino são “relatos de situações da vida organizacional, construídos com propósitos educacionais específicos” (Roesch, 2007). Eles são exercícios para serem utilizados em sala de aula, que se diferenciam dos exercícios tradicionais por serem baseados em informações verídicas e trazerem, da melhor forma possível, uma percepção mais clara da realidade, simulando o ambiente que os alunos encontrariam se estivessem vivenciando na prática a situação relatada. Assim, eles complementam as aulas trazendo um pouco de experiência para a teoria que está sendo ensinada.

Existem padrões de casos de ensino bastante conhecidos, os quais são próprios de cada instituição. Internacionalmente, podemos citar a Universidade de Harvard, assim como as instituições Universidade de Columbia e MIT *Sloan* ou editoras especializadas, como a Ivey Publishing. Nacionalmente, temos a Associação Nacional de Programas de Pós-graduação (ANPAD), que publicou pré-requisitos de qualidade.

Embora esses padrões tenham características em comum, há muitas diferenças entre eles. Considerando isso, buscamos não focar um padrão específico para os casos, mas sim oferecer ao leitor uma maior variedade, buscando atender a diferentes objetivos educacionais.

**Contudo,
buscamos
obedecer
a cinco
pré-
-requisitos
básicos de
qualidade:**

Base em pesquisa de campo

Os casos apresentados neste livro foram redigidos com base em entrevistas realizadas pessoalmente com os protagonistas da “história” de cada empresa, análise de notícias e outros documentos institucionais fornecidos por estas. Buscamos manter a autenticidade dos fatos da melhor forma possível. Após a primeira redação, os protagonistas das empresas ainda deram sua contribuição, agregando informações que somente eles possuíam e que deram aos casos maior realidade

Notas de ensino

Os quatro casos apresentam notas de ensino destinadas aos docentes que os utilizarem, buscando apoiá-los na preparação da aula e no melhor aproveitamento de cada caso com os alunos

Tamanho adaptado à realidade brasileira

Neste livro, os casos são mais curtos do que normalmente se encontra nas versões internacionais. Isso se dá pela limitação de tempo que os alunos possuem em cursos de graduação e pós-graduação em

Administração e pela própria característica cultural do aluno brasileiro, que se dedica com mais facilidade à discussão do caso em grupo do que à sua análise individual e autocentrada.

Flexibilidade de temas tratados

Os casos foram desenhados com o intuito de permitir que o professor os adapte para seus próprios objetivos educacionais. Assim, nas notas de ensino dos quatro casos aqui apresentados, são sugeridas algumas das possíveis temáticas a serem tratadas nos casos, de forma que o docente possa adaptá-los para servir à sua disciplina.

Resultados do caso

Nas notas de ensino disponibilizamos também um resumo da análise do caso: a “solução” dada pela empresa protagonista. Cabe lembrar que não existe uma só solução para os casos, não há como saber o que teria acontecido se a decisão tomada pela empresa fosse diferente. Dessa forma, o interessante é analisar o potencial de resultados das diferentes e criativas soluções que os alunos irão propor. A “solução” do caso relatada serve somente como base para conhecer o histórico da empresa e as decisões que ela tomou.

Esperamos que os casos aqui apresentados agreguem maior qualidade e profundidade no ensino de Administração.

¹ Roesch, S. M. A. (2007). Notas sobre a construção de casos para ensino. Curitiba: Revista de Administração Contemporânea, v. 11, n. 2.

Convidamos os leitores a acessar informações adicionais e/ou atualizáveis sobre os casos, pelos sites:

- www.b3.com.br
- www.kpmg.com.br
- www.gepra.com.br, *slides* para professores e compartilhamento de outros materiais didáticos.
- www.pontosmultiplus.com.br
- www.linx.com.br
- www.rd.com.br
- www.helbor.com.br

Agradecemos a todos que possibilitaram a realização deste trabalho: à B3 e à KPMG, que idealizaram e financiaram este projeto, indo além de suas atividades-fim para contribuir com a educação em Administração; aos executivos da Multiplus S.A., da Linx S.A., da Helbor S.A. e da Raia Drogasil S.A., que nos receberam em suas sedes, disponibilizaram seu precioso tempo em suas agendas e nos contaram, com empolgação e dedicação, suas histórias, que ficarão aqui registradas para sempre; e aos autores, que cuidaram para que os casos tivessem uma leitura agradável e interessante e insumos para boas discussões. Agradecemos também, de antemão, aos professores, aos alunos e aos executivos que utilizarão estes casos e nos ajudarão a divulgá-los.

Sérgio Nunes Muritiba
Patricia Morilha Muritiba

1

linx 

DO MONZA AO IPO: O CASO DA LINX

Joaquim Rubens Fontes Filho





Cerimônia de comemoração do IPO da Linx. Imagens cedidas pelo Centro de Memória B3 – Fotógrafo Luiz Prado.

O COMEÇO

Começou tensa aquela manhã de outubro de 2012.

– Precisamos abrir o capital ainda no primeiro trimestre do próximo ano. Estamos prontos?

Dennis Herzskowicz, à época, vice-presidente financeiro e de relações com investidores da Linx, que estava à frente do processo de Initial Public Offering (IPO) – quando a empresa inicia a venda de suas ações na bolsa —, recuou a cadeira ante a pergunta direta do CEO Alberto Menache. De fato, havia meses que o tema era prioridade em sua agenda, e muito já havia sido feito. Entretanto, eram enormes ainda os desafios a superar para o IPO, mas compartilhava o CEO com os outros diretores a certeza de que aquele era exatamente o momento. A janela de oportunidade logo poderia se fechar.

Em fevereiro de 2012, a empresa iniciava a implementação do projeto para abertura de capital, mas ainda faltava muito para estar pronta para tal desafio. Desde o ano de 2007, a Linx já percebia que o crescimento não era apenas uma estratégia necessária, mas a única possível. Dada a pulverização do mercado de *software* de varejo no Brasil, resultado de um processo histórico de desenvolvimento, e das exigências específicas de cada segmento de negócio, a consolidação do setor iria ocorrer cedo ou tarde, de modo que suas opções eram adquirir outras empresas ou ser adquirida. Mas o processo de aquisições exigia dinheiro, muito mais dinheiro que a companhia ou seus sócios tinham disponível. A participação do BNDESPar no capital da empresa mostrou que a trajetória de aquisições era correta, confirmada pela posterior entrada na sociedade da General Atlantic, fundo americano de *private equity*.

Na preparação para o IPO, a empresa já havia contratado três bancos e dois escritórios de advocacia que acompanhavam e orientavam o processo de abertura de capital. Significa dizer que muito dinheiro já havia sido investido (ao final, despesas de comissão, *advisory* e apoio ultrapassaram os R\$ 20 milhões), muito aprendizado para dirigentes e técnicos havia sido alcançado, e uma grande exposição no mercado. Afinal, desde o início da crise na economia americana em 2008 que o mercado de IPOs no Brasil encolhera drasticamente, e outras tentativas recentes não tinham alcançado os valores esperados para o preço por ação na oferta.

1 - Do Monza ao IPO²

O ano de 1982 foi mais um ano movimentado na área da computação. Desde o lançamento dos microcomputadores na década anterior, e sua difusão no mercado, os paradigmas na área de Tecnologia da Informação vinham sendo balançados. Os microcomputadores, vistos pelos especialistas como um “brinquedo” incapaz de rivalizar com a utilidade dos grandes *mainframes* para as empresas, iniciavam então uma revolução nas relações dos indivíduos com a tecnologia, reduzindo drasticamente os custos da informática, aproximando os computadores e os sistemas dos usuários finais e iniciando os movimentos que iriam promover uma drástica reengenharia dos modelos de negócio das empresas. A Tecnologia da Informação desmistificava o conceito de computação de massa, em grandes *mainframes*, com custos elevados e disponíveis apenas a poucos grandes conglomerados empresariais. Com a introdução do microcomputador, profissionais liberais e estudantes poderiam se aproximar da computação, e um deles foi exatamente o paulistano Nercio Fernandes, ex-vice presidente de Pesquisa e Desenvolvimento.

²Esta história teve como referência o artigo de Varella, João. O fenômeno do varejo. IstoÉ Dinheiro, 27/06/2014. Disponível em istoedinheiro.com.br/noticias/mercado-digital/20140627/fenomeno-varejo/167152.shtml

Cursando Engenharia Civil em São Paulo, Fernandes percebeu que a microinformática poderia ser um instrumento de grande apoio aos comerciantes de varejo que precisavam controlar suas vendas, estoque, contabilidade e pessoal e que não tinham recursos para utilizar os serviços de um *mainframe*. Na época, para complicar, o Brasil estava submetido à Política de Informática, coordenada pela então famosa Secretaria Especial de Informática (SEI), que desde 1984 restringia a aquisição de equipamentos de informática no exterior, com o objetivo de impulsionar a indústria nacional. Como consequência dessa política, os custos dos equipamentos no Brasil eram bastante elevados, o que exigiu de Fernandes uma difícil decisão: vender seu carro, um Monza, para instalar sua nova empresa e adquirir os equipamentos. Apesar das oportunidades, os riscos do setor ainda eram enormes, pois o mercado ainda não percebia claramente a utilidade da microinformática, mas a veia empreendedora de Fernandes falou mais alto e o Monza “foi para o sacrifício”. Olhando para trás, certamente ele não se arrepende. Enfim, foi nesse contexto que fundou a Linx, em 1985, uma corruptela aportunizada de lynx (lince em Português).

Aos poucos o negócio foi se expandindo, mas o contexto econômico da década de 1980, a chamada “Década Perdida”, não ajudava muito. Entre recessões, crises econômicas, mudança de moeda e inflação, o comércio varejista, principal clientela da empresa, tinha um tímido crescimento. Em 1990, um contrato realizado com a Ellus, uma empresa de moda jeans criada em 1972 e já consolidada no mercado, trouxe novo ânimo à Linx e orientou a formação de suas competências no mercado de roupas, contribuindo para iniciar a formação de uma sólida carteira de clientes nesse setor.

A Linx continuou desenvolvendo sua linha de softwares para o varejo, exemplificada pelo lançamento, em 1994, do sistema ERP Linx (Enterprise Resource Planning) na plataforma Windows, com banco de dados SQL Microsoft. No final da década, o desafio de rever os sistemas e se preparar para o *bug* do milênio ajudou a empresa a acumular novas competências e estabelecer as bases do forte crescimento que ocorreria na década seguinte.

De fato, a estabilidade da moeda alcançada com o Plano Real, em 1994, criou o ambiente que permitiu que as oportunidades de crescimento da Linx começassem a deslançar. A estabilidade trouxe segurança para os investimentos e previsibilidade para os negócios. O grande público, a classe média, foi às compras, movimento que estimulou a disseminação dos *shopping centers* e a expansão do varejo, área de atuação da Linx que, agora, com mais de uma década de vida, já começava a ter uma história para contar e um nome para se apresentar ao mercado como uma empresa especializada em sistemas de gestão para o varejo.

Nesse momento, o fundador já focava suas atividades nos assuntos de tecnologia e desenvolvimento, suas especialidades. Para liderar a empresa, foi convidado para CEO Alberto Menache, que havia entrado como *trainee* em 1991, e se destacou, em uma empresa especializada em tecnologia, por suas habilidades gerenciais.

Um fato significativo na trajetória da Linx ocorreu no início da década de 2000, quando a empresa teve a oportunidade de seguir uma estratégia de internacionalização. Convidada por uma empresa europeia de *software* de *design* para vestuário, que considerou adequados e competitivos os produtos da empresa, a Linx estabeleceu parceria com essa empresa, que conduziu a distribuição de seus *softwares* na Itália, na Espanha e em Portugal. Entretanto, a venda dessa empresa em 2005 levou os sócios da Linx a uma difícil decisão: continuar investindo com recursos próprios na internacionalização ou focar o desenvolvimento do negócio no Brasil. A segunda opção foi a escolhida, mas a maturidade e a experiência obtidas no desenvolvimento do produto para atender às necessidades europeias foram muito importantes para o fortalecimento em sua distribuição aos clientes brasileiros.

A primeira década da empresa foi importante para consolidar sua base tecnológica e oferta de produtos para o varejo — *Point of Sale* (POS) para as lojas e ERP para as atividades gerenciais e de *back office* – e, principalmente, solidificar sua vantagem

competitiva baseada em um profundo conhecimento sobre o mercado de varejo de moda. A criação da Linx S.A., em 2004, colocando sob um mesmo controle os vários negócios do grupo, facilitou a organização societária e a visão do portfólio. Ocorre que, como no famoso ideograma chinês para crise, oportunidades e ameaças são dois lados de uma mesma moeda. Com essa especialização, a empresa aproximava-se de seus limites de mercado.

De fato, o varejo é um mercado muito fragmentado. Além das especificidades de cada negócio quanto a processos de relacionamentos com clientes e fornecedores, na gestão dos estoques, formação de redes, entre outros, também a legislação, em todas as instâncias federativas, é altamente variada, trazendo como consequências elevados custos de entrada para os desenvolvedores de *software*. Se por um lado conhecer o setor de moda de São Paulo e do Rio de Janeiro facilitava a penetração dos produtos da Linx nesse mercado, por outro a tornava cada vez mais distante de grandes mercados de varejo, como farmácia e postos de gasolina, limitando seu crescimento e tornando-a vulnerável a uma aquisição. Mesmo considerando apenas o varejo de moda, diferenças no modelo de negócio — como franquias — e contextos geográficos criavam limitações à expansão da empresa.

Essa situação ficou evidente nas análises realizadas no desenvolvimento do plano estratégico, em 2007. As opções eram claras, como afirmou posteriormente o CEO em uma análise retrospectiva: “Quem não cresce, desaparece. Tínhamos que crescer.” Em 2008, a oportunidade de adquirir a Quadrant Informática apresentou-se como momento de testar, ou viabilizar, a nova estratégia e tornou-se um ponto de inflexão no modelo de negócio.

2 - Adquirindo os concorrentes: crescer ou crescer

O planejamento estratégico de 2007 foi marcante, pois permitiu à empresa compreender seus desafios e revisar o modelo de negócio. A empresa definiu suas capacidades — atuais e necessárias — com base em três focos: verticais de varejo (moda, farmácias, postos etc.), geografias no Brasil (espaços geográficos delimitados de atuação) e tecnologias. Novas tecnologias eram fundamentais para permitir o *cross selling*, uma vez que expandir o portfólio para além dos *softwares* de gestão (POS) e ERP (retaguarda) permitiria aumentar o *share of wallet* e, em consequência, aumentar o *ticket* médio na base de clientes. Esse era o “cubo”, e as aquisições foram vistas como possibilidades de preencher as lacunas desse “cubo”.

No início, a empresa atuava apenas na vertical de moda, especialmente nos mercados do Sudeste do País e que foram a base de seu crescimento até então. A empresa já era uma referência nesse mercado, mas precisava de mais espaço e perspectivas para crescimento, e essa expansão passava por ocupar novas verticais de varejo.

A definição desse planejamento estratégico em 2007, e a primeira aquisição em 2008, foi, nas palavras do vice-presidente financeiro e de relações com investidores, “transformacional”, pois resultou na materialização da estratégia e na aquisição de novos conhecimentos e permitiu à empresa dobrar de tamanho. A aquisição da *Quadrant*, seu maior concorrente à época no mercado de moda, permitiu fechar as portas do mercado para novos entrantes, reduzindo uma ameaça ao negócio que era um dos principais segmentos da empresa. A aquisição possibilitou extrair muita sinergia, trazendo enormes ganhos de eficiência, além de trazer conhecimento e confiança para novas aquisições. A Linx tornou-se a maior *software house* especializada em comércio varejista e atacadista da América Latina, com uma base de 2.500 clientes, 10 mil pontos de venda e cerca de 400 colaboradores³.

³“Linx Sistemas e Quadrant anunciam fusão”, em 15/05/2008, em < <http://www.baguete.com.br/noticias/software/15/05/2008/linx-sistemas-e-quadrant-anunciam-fusao>>

Essa primeira aquisição foi, também, a única realizada com recursos próprios. A dívida gerada na aquisição foi coberta por um empréstimo com o BNDES e rapidamente amortizada pelo aumento na geração de caixa do próprio negócio, ou seja, rapidamente a aquisição se pagou. Mas, além do conhecimento das práticas de M&A (“*Merger & Acquisition*”), a aquisição trouxe um benefício que, na sequência, se mostrou fundamental.

Os recursos tomados com o BNDES permitiram à empresa aproximar-se do banco. Logo após essa primeira operação, o BNDESPar, se motivou a entrar com uma participação na sociedade. Sócios: foi quando essa ideia se tornou viável para os controladores e começou a criar o cenário para o futuro IPO.



Cerimônia de comemoração do IPO da Linx. Imagens cedidas pelo Centro de Memória B3 – Fotógrafo Luiz Prado.

3 - Aprendendo com as aquisições: o novo modelo de negócio

O dilema entre aquisições e crescimento orgânico, com frequência, está presente nas decisões empresariais. Empresas pequenas, focadas em nichos ou segmentos de mercado em geral, conseguem bons lucros e estão protegidas dos ataques de concorrentes, mas até quando? Entretanto, crescer nem sempre é uma opção factível. Com frequência, o crescimento é buscado de forma orgânica, seja via retenção de lucros, seja por novos aportes dos sócios. Eventualmente, alguma dívida é utilizada para o crescimento, apesar de seus custos. Mas esse é um crescimento limitado, e dificilmente irá permitir à empresa superar o “vale da morte” entre o nicho e o mercado amplo. Novos sócios podem ser a única solução, trazendo dinheiro para suportar a expansão, principalmente por aquisições.

No caso da Linx, o *software* de gestão de varejo é diferente para as verticais e porte do cliente. A empresa já tinha produtos de ponta, *state of the art*, garantindo seu sucesso nesse setor, mas esse conhecimento não lhe permitia a entrada ou o conhecimento em outros mercados. O *time to market* para desenvolver internamente novas tecnologias, competências, produtos e relacionamentos seria muito longo, arriscado e caro. Além disso, o *lock-in* (custo de troca) para o cliente é brutal, uma vez que tende a adaptar seu *modus operandi* aos procedimentos do *software*. Dessa forma, a oportunidade de comprar uma nova empresa, já instalada no mercado, operando e com clientes, é ótima opção.

Como explica seu vice-presidente financeiro e de relações com investidores: “Quando adquirimos uma empresa, compramos tudo (clientes, mercado e tecnologia). Em outras palavras: compramos capacidades. Às vezes, como em concessionária de veículos, compramos três empresas em uma mesma vertical, pois também o perfil de varejistas é muito distinto. Em moda, por exemplo, temos redes de lojas próprias (como uma única entidade) ou franquias, que não são obrigadas a seguir o mesmo padrão tecnológico. São soluções diferentes, por isso muitas vezes temos que fazer mais de uma aquisição na

mesma vertical, pois em geral não há uma única aquisição com conhecimento específico, estrutura comercial, rede de suporte e geográfica (o varejo é muito regionalizado). Se adquirir alguém focado em postos no Sudeste, preciso de alguém para adquirir no Nordeste. Não é uma tentativa de consolidação, mas ter a plataforma mais ampla possível para direcionar soluções para o mercado.”

É reconhecido pelo mercado que processos de M&A são complexos e arriscados e, conforme estudo internacional da Harvard Business Review, a taxa de falhas de M&A está situada entre 70% e 90% das operações, não sendo alcançadas as sinergias esperadas e trazendo, muitas vezes, graves problemas como conflitos de equipes, choques culturais, dificuldades de padronização de processos, entre outros. Nesse sentido, a Linx desenvolveu uma estratégia que, inúmeras aquisições depois, parece estar funcionando com sucesso. Eventuais conflitos e perdas de conhecimento e sinergia são minimizados pela permanência dos sócios das empresas adquiridas como gestores da Linx, como ocorreu nas aquisições de entidades como a CNP, CSI, LZT, Intercommerce, entre outras.

É interessante destacar a fala do vice-presidente financeiro e de relações com investidores para explicar como funciona esse processo de M&A e a incorporação das empresas adquiridas na estrutura e na dinâmica da Linx:

“Comparamos algo que conhecemos, o que reduz o risco: compramos empresas maduras de *software* de gestão para mercado de varejo. As dinâmicas de custo, formas de abordar o cliente e áreas internas são muito parecidas. O segundo aspecto é que tocamos todas as aquisições com time próprio, não usamos um banco de investimentos para buscar ou negociar. É quase uma Diretoria de M&A. Acumulamos experiência ao longo das mais de 20 aquisições que fizemos, e identificamos empresas com cultura, modelo de negócio, uma “química” com vendedores... conversamos muito em cada aquisição. Um terceiro aspecto é que normalmente buscamos a manutenção das pessoas, principalmente

⁴Christensen, Clayton M.; Alton, Richard; Rising, Curtis; Waldeck, Andrew. The New M&A Playbook. Harvard Business Review. V. 89, n.3, p. 48-57, Mar. 2011.

as pessoas-chave: os fundadores. Trabalhamos como se fossem Unidades Estratégicas de Negócio (UENs) quase independentes, com cada vertical como se fosse uma UEN (moda, postos etc.), com seu diretor-geral, Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), área de Implantação e de Atendimento a Clientes, que irão gerir seu resultado menos os custos compartilhados. Abaixo dessa estrutura temos um Centro de Serviços Compartilhados (CSC) que atende a essas UENs. Receitas são alocadas em cada UEN, os custos são distribuídos e as margens de contribuição, calculadas. Não queremos ser uma *holding*. Temos estruturas corporativas nas UENs representando os principais processos que acontecem dentro das unidades: comercial, serviços e P&D. Temos diretores corporativos, comerciais, de serviço e de suporte a clientes. Eles irão garantir a padronização de processos, ferramentais e Key Performance Indicators (KPIs) ao redor das UENs. Quando fazemos uma aquisição, é simples. Se ela adiciona uma vertical, vai ser plugada na minha estrutura corporativa; se vai reforçar, ela vai ser incorporada em uma estrutura que já tenho. E o principal gestor vai ser exatamente o empreendedor da aquisição. Será bom para eles, pois farão o que conhecem, vendas e tecnologia, e os liberamos do financeiro, dos custos etc. As regionais respondem aos diretores corporativos de vendas, pois são estruturas comerciais, embora possam ter uma pequena P&D a que vem da aquisição (por exemplo: compramos estrutura de farmácia em Cascavel e mantivemos).”

Essa tecnologia em M&A mostrou-se uma competência essencial, nos fundamentos desse conceito, para a consolidação da estratégia da Linx. Ao BNDESPar interessava uma consolidação do mercado, na linha de atuação do banco de investimentos para o País, mas os dirigentes da Linx reconheciam que simplesmente consolidar, adquirindo concorrentes, não traria os ganhos desejados. A estratégia empreendida de adquirir competência, e não concorrentes, mostrou-se ao final capaz de consolidar seletivamente o mercado.

Para seus dirigentes, o sucesso nas aquisições da Linx é que, ao comprar uma empresa, busca-se agregar uma competência, em geral um *software* já reconhecido para uma determinada vertical ou para uma região ou tecnologia específica. No varejo, mesmo

dentro de uma vertical, podem existir muitas diferenças, o que torna fundamental ter um *software* para cada vertical. Mas o *software* reflete um acúmulo de competências e conhecimentos, que poderiam ser perdidos com a aquisição da empresa, e para evitar essa perda, a Linx sempre busca negociar com o antigo proprietário ou gestores para que permaneçam à frente da empresa adquirida, incorporada em geral como unidade de negócio. As possibilidades de sucesso na aquisição se expandem quando o vendedor pega o dinheiro recebido na transação e o investe em ações da própria Linx.

De forma intencional, mas também com uma parcela de estratégia emergente formada pelo desenvolvimento do negócio, a Linx opera segundo um modelo de negócio conhecido como *Software as a Service* (SaaS), pelo qual o *software* é licenciado ao cliente com base em um contrato anual, o que permite ao cliente reduzir seus custos de investimento e suporte na tecnologia de informação, e ao fornecedor estabelecer uma relação de longo prazo e um fluxo de pagamentos de mais longo prazo. Em outras palavras, ao contrário de comprar toda a infraestrutura de TI e *software*, a empresa contrata uma prestação de serviços. Em consequência, uma vez estabelecida a parceria cliente-fornecedor, esta se mostra muito mais difícil de romper, o que exigiria elevados custos de mudança e reaprendizagem por parte do cliente (*lock-in*), criando sólidas barreiras de entrada na indústria. Assim, adquirir uma empresa com competências e uma carteira de clientes mostra-se uma forma adequada para entrar em um setor, vertical ou região.

Para a empresa de *software* e seus potenciais investidores, o risco torna-se bastante reduzido, refletindo em menor volatilidade da ação, uma vez que a base de clientes e receitas mostra-se muito estável.

Assim, o principal KPI da Linx é a previsibilidade, daí os *earn-out*⁵ e os bônus dos gestores serem 1 ou 0, ou seja, não há possibilidade de bônus caso tenha alcançado 99% da meta. Como lembrou o CEO, a Linx não teve de pagar a última parcela de R\$ 1,1 milhão referente à aquisição da Opus, uma vez que os resultados acordados não foram alcançados.

4 - Aprendendo para o IPO

A dívida gerada para realização da primeira aquisição, embora pequena, permitiu a aproximação com o BNDES (linha Prosoft). Fruto desse relacionamento com a área de crédito, foram estimulados a conversar com o braço de participações do banco, o BNDESPar, e a aproximação avançou para a primeira participação de um sócio investidor externo. Com um aporte de R\$ 50 milhões e após mais cinco aquisições, na virada de 2009 para 2010, a empresa iniciou uma nova fase de abertura para o mercado e a entrada de novos sócios e investidores com perfil distinto da área de tecnologia. Em 2011, a entrada do fundo americano General Atlantic, com um aporte de R\$ 129 milhões, consolidou os novos rumos da empresa.

A entrada desses novos sócios contribuiu para imprimir uma nova dinâmica na Linx. Antes, delimitada às avaliações e às expectativas dos sócios, a empresa teve que aprender a conversar com investidores externos, gestores de portfólio que tinham uma visão bastante diferente sobre a empresa. Ao contrário dos sócios atuais, esses investidores tipicamente têm um comprometimento de médio prazo, uma vez que entram em uma participação para alavancá-la e sair do negócio com ganhos — no caso do fundo *private equity*, essa saída em geral ocorre pelo IPO. De forma imediata, a entrada do BNDESPar e da *General Atlantic* resultou na definição do cargo de CEO e na formação do Conselho de Administração, ainda que mantida a forma de empresa de capital fechado.

A entrada desses sócios não foi acidental, mas parte de uma estratégia que se tornou fundamental desde 2006, quando entrou na agenda o IPO. Nesse ano, as aberturas de capital da Totvs e da Bematech, duas empresas do mesmo setor e com histórias semelhantes, e a mudança do mercado de capitais brasileiros, que já realizava quase 100 IPOs por ano após 2006, facilitando inclusive a abertura de capital de empresas de menor porte, tornou o IPO uma possibilidade real – ou mais que isso: uma necessidade.

⁵*Earn-out* é um mecanismo usado em processos de M&A pelo qual uma parte do preço de compra é contingente, calculado com base no desempenho do negócio adquirido ao longo de um período de tempo especificado, seguinte ao do encerramento da transação (*Crimmins et al.*, *The M&A Journal*, v. 10, n.10).

Nessa estratégia, portanto, a escolha do BNDES como sócio foi consciente. As conversas começaram ao longo de 2009, no auge da crise econômica mundial, quando os fundos internacionais estavam vendendo seus investimentos em mercados emergentes para remunerar seus investidores estrangeiros. Nesse momento, buscar investidores internacionais como sócios poderia ser bom, mas traria uma grande instabilidade, pois a empresa estaria sujeita a grande volatilidade, uma vez que, independentemente de seu desempenho, esses investidores poderiam ser forçados a se desfazer de suas posições rapidamente. O BNDES não investia fora do Brasil, por isso certamente era uma opção que oferecia menor instabilidade.

Em maio de 2011, a entrada da General Atlantic representou outra lógica, ocorrendo em outra dinâmica, pois os mercados estavam mais estabilizados e o Brasil em um momento excepcional. Da General Atlantic esperavam não apenas dinheiro, mas também orientações e apoio para fortalecer a governança e ampliar a exposição ao mercado internacional, um selo de qualidade para um futuro IPO que o BNDES não tinha condições de oferecer. Os executivos da empresa já sabiam que em um processo de IPO seriam questionados sobre se já haviam tido investidores internacionais, suas experiências com eles e relacionamentos, e quais as condições de governança. Assim, ter os dois como sócios era importante para mitigar os riscos e adquirir competências e reconhecimento necessários para um IPO.

Essa entrada dos sócios foi, portanto, um excelente movimento para a aprendizagem. O BNDESPar, caracterizado como um investidor passivo, não buscou indicar gestores ou conselheiros, mas exigiu um acordo de acionistas para lhe dar proteções. Como reconhece o presidente da Linx, “foi bom termos um investidor de fora, para prestar contas e fortalecer nossa capacidade de construção de consenso”.

Com a General Atlantic, o acordo de acionistas ficou mais sofisticado, tripartite, incluindo controladores (sócios), BNDESPar e General Atlantic, além de ser criado o Conselho de Administração para discussão dos acionistas. O novo sócio trouxe

também acesso a um conhecimento de operações de tecnologia mundiais. Como investidores em *growth companies* no mundo inteiro, a General Atlantic trouxe à Linx uma capacidade para acompanhar tendências em TI no mundo, que se revelou muito importante. Apesar de ser também um investidor passivo, sem interferir na gestão e participando de forma direta apenas no Conselho de Administração, a General Atlantic trouxe a contribuição de equipes internacionais com experientes técnicos e ex-CEO que auxiliam como consultores nas empresas que investem, sem custos. Por sua vez, a participação no BNDESPar foi essencial pelo conhecimento que trazia do mercado brasileiro, regulações e procedimentos para abrir capital.

5 - Características da gestão

Uma questão frequente nos debates sobre governança corporativa trata dos impactos que mudanças nas estruturas de propriedade trazidas pelos IPOs e, principalmente, a entrada na sociedade de investidores externos, causam sobre os processos decisórios da empresa e práticas de gestão. Desde sua criação, a Linx sempre cultivou a cultura de proximidade das pessoas — ou, como discutido nas análises de cultura organizacional, uma reduzida distância de poder — e o compartilhamento da decisão.

Essas características permitiram à empresa cultivar um ambiente de confiança entre pares e dos funcionários com os gestores, embora torne, por vezes, mais lento o processo decisório. De fato, a empresa preserva muito de suas origens e ocupa um amplo espaço em um conjunto de escritórios bem próximo ao galpão em que iniciou suas atividades.

Segundo Flávio Menezes, vice-presidente de Marketing e Recursos Humanos e membro do Comitê de Remuneração, a empresa diferencia-se por basear-se em valores pessoais, prevalecendo o espírito colaborativo combinado com um comportamento altamente empreendedor. Além disso, as inúmeras aquisições de outras empresas tornaram natural lidar de forma positiva com a diversidade, com a inovação e com o diferente.

O planejamento estratégico na trajetória de crescimento da empresa, tornou-se um artefato fundamental para a negociação dos objetivos e a alocação das responsabilidades por seu alcance. Atualmente, são 12 objetivos estratégicos, sendo dois atribuídos a cada executivo, e os executivos podem dar sugestões em todas as áreas, prática que facilita a organização matricial. Todos na empresa estão cientes dos benefícios de se alcançar um Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) adequado. Mesmo passando de 800 para mais de 2.700 colaboradores em cerca de cinco anos, a empresa ainda mantém os princípios e as práticas que criam a “liga” que molda sua cultura de confiança. Uma vez ao mês há um *webinar* envolvendo todos os colaboradores, nas diversas unidades da empresa, momento em que as ações são coordenadas.

A gestão da empresa está baseada em alguns pilares fundamentais: o modelo de negócio, o mapa estratégico e o modelo de comunicação, e a gestão de pessoas e desenvolvimento de lideranças. Como lembra o vice-presidente de operações, Jean Carlo Klaumann, este último pilar tem na educação corporativa um aspecto essencial para incluir os novos colaboradores que chegam com as empresas adquiridas. Como, em geral, essas adquiridas são empresas com menos de 100 empregados, por vezes ainda com muitas características e processos informais, a educação corporativa permite manter a integração da cultura corporativa e unidade de valores. Os novos colaboradores logo percebem que os valores são compartilhados por todos, guiando as ações dos dirigentes e do corpo funcional.

6 - O processo do IPO

Ao longo de todo esse processo, a busca pelo IPO foi um passo natural no desenvolvimento da Linx, que precisava de mais recursos para continuar as aquisições, parte fundamental da estratégia. O esforço, a documentação e as expectativas internas estavam bem alinhadas. Como enfatizam os diretores, a empresa estava “de fato” pronta para o IPO. Não foi uma “maquiagem” ou ações pontuais desenvolvidas para tornar a empresa atraente aos investidores, mas as estruturas e as práticas de governança estavam internalizadas na empresa. As relações produtivas entre executivos e conselho, as práticas de prestação de contas e transparência, os valores da equidade e a orientação de longo prazo estavam enraizados no cotidiano da gestão. Assim, o IPO não era uma transformação, mas simplesmente um movimento adicional. Mesmo assim, muito trabalho foi necessário para organizar a informação e a comunicação com o mercado e preparar os procedimentos exigidos para a abertura de capital.

O IPO da Linx ocorreu em 8 de fevereiro de 2013. Em consequência, 2012 foi um ano agitado para seus administradores. Em junho, houve a contratação do gerente de Relações com Investidores (RI) para acompanhar o processo, em julho foram contratados os advogados, e em agosto o primeiro banco que acompanharia a colocação. Em dezembro de 2012 — portanto a apenas dois meses do IPO —, foi realizada a reunião do Conselho de Administração, que aprovou o IPO e nomeou o CFO como diretor de RI, cargo obrigatório em empresas listadas, e ocorreu a primeira entrega de documentos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Alexandre Kelemen, gerente de relações com investidores, lembra, ainda sentindo o gosto das inúmeras esfihas e salgados do Habib's que acompanharam as viradas de noite sobre os computadores e telefones nas conferências internacionais: “Na semana do Natal estávamos eu e o Dennis aqui montando o *pitch*, apresentação para um cliente em potencial ou atual sobre argumentos de uma transação. Virei a noite do meu aniversário aqui preparando a documentação para enviar à CVM e a primeira pessoa a

me dar os parabéns foi o analista do banco, porque eu já tinha esquecido.”

Em janeiro, ocorreram os *road shows*, quando os gestores da empresa realizaram inúmeras viagens para fazerem apresentações a analistas, gestores de fundos e potenciais investidores. É importante destacar que, para que as atividades diárias da empresa não fossem prejudicadas pelo esforço exigido no IPO, um time pequeno e focado foi criado para assumir a responsabilidade por manter um rígido controle do processo e dos prazos, além de assegurar o sigilo exigido em vários momentos da operação.

Apesar de todo o alinhamento de interesse no IPO, o processo passou por inúmeras turbulências. São incontáveis as etapas do processo, e muitas vezes ressurgem dúvidas sobre prosseguir ou interromper. Não é só apenas redigir um documento ou prospecto e ir para o IPO. Na Linx, as reuniões entre os vários grupos envolvidos — gestores, investidores, advogados e bancos — tornaram-se intensas a partir de dezembro, e muitos estiveram próximos de desistir do IPO. Como relata o gerente de RI da empresa em um momento em que o *valuation* não estava de acordo com as expectativas: “Houve um dia em que o Dennis (CFO) me chamou e disse: vamos discutir, mas existe a possibilidade real de não prosseguir (o processo de IPO)”.

Apesar de tantas dúvidas, o processo prosseguiu. De fato, eram poucas as alternativas ao IPO. O crescimento orgânico era uma possibilidade, lenta, o que reduziria em muito o ritmo das aquisições. Talvez um *private placement*, com investidores como os próprios BNDESPar, General Atlantic e outros fosse uma possibilidade, mas o avanço das análises e das discussões mostrou que o IPO era, definitivamente, a melhor solução.

A composição da oferta no IPO, conforme descrito no Prospecto Definitivo, e sem as ações do lote suplementar, era a seguinte:

Oferta	Quantidade	Valor	Comissões e despesas	Recursos líquidos
Por ação	1	27,00	1,42	25,58
Oferta primária	11.050.000	298.350.000,00	16.988.225,09	281.361.774,91
Oferta secundária	5.950.000	160.650.000,00	7.112.340,90	153.537.659,10
Total	17.000.000	459.000.000,00	24.100.565,99	434.899.434,01

Fonte: Prospecto Definitivo

A razão da oferta secundária foi alcançar um tamanho mínimo para o IPO, estimado à época em cerca de R\$ 450 milhões. Diversos investidores, principalmente institucionais estrangeiros, têm restrições a participar de IPOs abaixo de determinado volume, uma vez que isso pode prejudicar o *Average Daily Trading Volume – ADTV*⁶, medida do número de ações negociadas diariamente em um período que expressa a liquidez da ação e a facilidade de compra e venda. Como a empresa não tinha destinação para todos esses recursos, foi incluída uma oferta secundária, de 35% do total, para alcançar aquele tamanho (*top-up*). A oferta secundária foi constituída por ações alienadas por parte dos sócios, exceto a General Atlantic:

Oferta secundária	Participação no total da oferta	Participação na oferta secundária
BNDESpar	14,71%	42%
Nercio Fernandes	7,33%	21%
Alberto Menache	6,07%	17%
Alon Dayan	5,32%	15%
Demais sócios	1,57%	4%

Fonte: Prospecto Definitivo

⁶O ADTV, em geral, é estimado como um percentual do valor do IPO (em geral 1%), de modo que se o IPO total da Linx fosse vinculado apenas a suas aplicações planejadas, em torno de R\$ 300 milhões, o volume diário de negociação seria em torno de R\$ 3 milhões, muito pequeno para um investidor que queira formar ou se desfazer de uma posição nas ações da empresa. Assim, não adianta haver um percentual elevado de *free float* se o valor total disponível para negociação for baixo.

Embora não tenha participado da oferta secundária, a General Atlantic também esteve vinculada ao período de *lock-up* de seis meses, quando os acionistas vinculados não estão autorizados a resgatar ou vender ações. Após a oferta, houve uma mudança na participação dos principais sócios, conforme disposto no Prospecto Definitivo apresentado a seguir:

 Na data do prospecto	 Acionistas	 Ações	 Capital total (%)
	BNDESpar	7.337.300	21,7%
	Nercio Fernandes	7.073.157	20,9%
	General Atlantic	6.899.957	20,4%
	Alberto Menache	5.857.670	17,3%
	Alon Dayan	5.146.722	15,2%
	Outros	1.497.414	4,5%
	Total	33.812.220	100,0%
 Após a oferta	 Acionistas	 Ações	 Capital total (%)
	BNDESpar	4.837.300	10,4%
	Nercio Fernandes	5.504.048	11,8%
	General Atlantic	6.899.957	14,8%
	Alberto Menache	4.558.208	9,8%
	Alon Dayan	4.004.976	8,6%
	Outros	20.715.231	44,6%
	Total	46.519.720	100,0%

Fonte: Prospecto Definitivo

O montante de recursos líquidos levantados primariamente no IPO foi de R\$ 323.566.041,15, incluída a emissão de lote suplementar de 15%, o que resultou em emissão primária de 12.707.500 ações, além de 6.842.500 ações em emissão secundária (total de 19 milhões de ações, em vez das 17 milhões originais). A proposta detalhada de Destinação de Recursos (Use of Proceeds) estabelecia que, desse montante, 80% seria destinado a novas aquisições e 20% para reforçar o capital de giro.

Como apresentam os relatórios da empresa, o IPO converteu-se em um sucesso, pois reabriu o mercado após quase um ano sem operações, sendo o primeiro desde 2008 a sair do topo da faixa (negociada já na abertura acima do preço de R\$ 27,00 e fechando no primeiro dia de negociação com alta de 18%) — 100% das reuniões realizadas em Nova York e Chicago se converteram em ordens. Além disso, quanto ao Use of Proceeds, em 20 meses 55% dos recursos foram utilizados da forma planejada.



Cerimônia de comemoração do IPO da Linx: Nercio Fernandes, fundador da Linx e Alberto Menache, Diretor-presidente da Linx. Imagens cedidas pelo Centro de Memória B3 – Fotógrafo Luiz Prado.

7 - Avaliando e refletindo sobre o IPO

Relembrando o momento da definição que iniciou este relato, Alberto Menache recorda-se da conversa com o vice-presidente financeiro e de relações com investidores, naquele setembro de 2012: “Falei para o Dennis, vamos fazer o IPO agora, não vejo motivo para não fazer. Pense até amanhã e me traga boas razões para não fazer. Se for o caso, a gente repensa”. Para ele, o processo naquele momento já estava definido: “A gente pensa em tudo que pode dar errado, e vai fazendo o que está ao nosso alcance para mitigar riscos, e a partir disso sabemos o momento certo de decidir.

Dennis Herszkowicz já esperava aquela conversa, que era apenas o ápice de um longo processo. A empresa já desenvolvia, há tempos, esforços para identificação e mitigação de riscos, o que já se tornava sua filosofia de ação. Segundo Dennis, foram identificados vários riscos incontroláveis na avaliação para o IPO, possíveis apenas de serem acompanhados e antecipados, mas os críticos eram aqueles sobre os quais a empresa tinha controle. Esses riscos foram endereçados de forma metódica e individualizada. Para ele, a preocupação não era com essas questões, mas com os processos e a documentação. “Sabia que para março estaríamos prontos, mas conversando com bancos, acelerando, vi que dava para antecipar em janeiro. A conversa do IPO iniciou-se em abril de 2012 com os bancos, e nessa conversa vimos que os últimos IPOs bem-sucedidos haviam ocorrido em janeiro, pois depois poderia ocorrer alguma coisa no mercado e a janela fechar-se. Acreditamos que abrir o mercado de IPO em janeiro era um fator crítico de sucesso. Por isso, corremos para abrir a temporada de IPOs. Fazia um ano que não ocorria um IPO (Locamérica, em abril de 2012), e o último bem-sucedido, que não saiu da faixa indicativa de preço, foi o da Arezzo, em janeiro de 2012. Estávamos certos de que estar pronto em janeiro era fundamental.”

Um IPO exige um cronograma bastante detalhado, envolvendo *due diligence*, construção do Data Site para acesso e análise da situação da empresa, *due diligence* legal, elaboração do formulário de referência, adaptação do estatuto para empresa de capital aberto, entre outras inúmeras etapas. A mudança do estatuto foi fundamental para adequar a empresa às condições de listagem no Novo Mercado (segmento especial de listagem), tais como *tag along* (extensão do direito de recesso ao minoritário), processo de arbitragem e conselheiros independentes.

A decisão de listar no Novo Mercado não é óbvia, mas para a maioria das empresas que está abrindo o capital é, atualmente, a que faz mais sentido, pois evidencia o compromisso da empresa com as boas práticas de governança corporativa. Exceto para empresas grandes, com estruturas societárias complexas, a ida ao Novo Mercado é praticamente algo natural. Como reflete o gerente de RI: “Somos ‘leves’, não tentamos segurar o controle, as decisões tendem para o bem geral. As pessoas na empresa são *light*, próximas e tranquilas. Estão aqui há muitos anos. Enfim, não havia justificativas para não ir. Por que não dar direitos políticos aos acionistas? Por que não dar 100% *tag along*?”

Mas competência interna e disposição não são suficientes para realizar o IPO. Um processo de IPO deve envolver inúmeros agentes especializados, com conhecimentos particulares e relacionamentos com mercados, o que envolve custos que devem ser considerados na avaliação da atratividade da colocação. No caso da Linx, foi escolhido como coordenador-líder o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A., e como coordenadores o Banco Morgan Stanley S.A., o Banco BTG Pactual S.A. e o Banco Itaú BBA S.A. Foram envolvidos também advogados nacionais e internacionais, consultores e auditores (KPMG). Ao final, as comissões da oferta e os tributos e outras retenções pagos pela empresa e pelos acionistas vendedores, como disposto no prospecto definitivo, alcançaram 4,0% em relação ao valor total da oferta:

Custos	Custo da companhia (R\$)	Custo dos acionistas vendedores (R\$)	Custo total (R\$)	% em relação ao valor total da oferta	Custo por ação (R\$)	% em relação ao preço por ação
Comissões da oferta	11.934.000,00	6.426.000,00	18.360.000,00	4,00%	1,08	4,00%
Comissão de coordenação	1.491.750,00	803.250,00	2.295.000,00	0,50%	0,14	0,50%
Comissão de colocação	4.475.250,00	2.409.750,00	6.885.000,00	1,50%	0,41	1,50%
Comissão de garantia firme de liquidação	1.491.750,00	803.250,00	2.295.000,00	0,50%	0,14	0,50%
Comissão de incentivo	4.475.250,00	2.409.750,00	6.885.000,00	1,50%	0,41	1,50%
Despesas da oferta (a)	5.054.225,09	686.340,90	5.740.565,99	1,25%	0,34	1,25%
Tributos e outras retenções	1.274.633,09	686.340,90	1.960.973,99	0,43%	0,12	0,43%
Registro da oferta pela CVM	165.740,00	0,00	165.740,00	0,04%	0,01	0,04%
Registro da oferta pela ANBIMA	12.852,00	0,00	12.852,00	0,00%	0,00	0,00%
Custos da Bolsa	51.000,00	0,00	51.000,00	0,01%	0,00	0,01%
Advogados e consultores (b)	2.000.000,00	0,00	2.000.000,00	0,44%	0,12	0,44%
Auditores	650.000,00	0,00	650.000,00	0,14%	0,04	0,14%
Outros (c)	900.000,00	0,00	900.000,00	0,20%	0,05	0,20%
Total de comissões e despesas da oferta	16.988.255,09	7.112.340,90	24.100.565,99	5,25%	1,42	5,25%

Fonte: Prospecto Definitivo

a. Despesas estimadas, inclusive em relação aos esforços de colocação no exterior.

b. Inclusive os contratados em relação aos esforços de colocação no exterior.

c. Custos com publicidade, apresentações de *road show* e outros.

Setembro de 2012 foi certamente o *tipping point* para a empresa, aquele momento em que uma ideia ou estratégia ultrapassa os limites da indefinição e ganha força para prosseguir, quando se torna definitiva. Desde 2003 a empresa, de alguma forma, se preparava para esse evento, disciplinando seu processo orçamentário e contratando, no ano seguinte, uma consultoria externa. Foram, portanto, quase dez anos de preparação, de modo que a empresa estava pronta para se apresentar aos investidores, aos novos sócios e ao mercado. Nada disso era então estranho para seus sócios, gestores, gerentes e técnicos.

NOTAS DE ENSINO

O caso da abertura de capital da Linx apresenta a evolução do processo decisório de uma empresa, a formação de sua estratégia e as motivações que tornaram a decisão do IPO fundamental. A descrição apresentada evidencia os desafios estratégicos enfrentados no processo de crescimento, a necessidade de revisar o modelo de negócio após a saturação de uma determinada condição (o varejo de moda), a construção de parcerias, as condições para seleção e incorporação de empresas adquiridas, as dúvidas e os desafios na preparação para o IPO e as principais informações financeiras sobre o processo.

Assim, apesar do foco principal no processo de IPO, o caso permite trabalhar uma série de temas em governança e gestão.

QUESTÕES PARA ANÁLISE E DISCUSSÃO:

Essas questões devem ser propostas para preparação individual e trabalhadas nas discussões em grupo. Dependendo da técnica utilizada ou da abordagem temática escolhida para a sessão plenária, podem ou não ser discutidas diretamente.

- 1** - Descreva a estratégia da Linx. Nessa estratégia, qual a lógica do processo de aquisições?
- 2** - Quais seriam as estratégias alternativas para a empresa?
- 3** - Quais as vantagens do IPO para sustentar uma estratégia baseada em aquisições? Existiria uma alternativa adequada?
- 4** - Quais variáveis poderiam ser consideradas e inviabilizariam ou tornariam desinteressante o processo de IPO?
- 5** - Quais condições favorecem uma adequada execução de processos de aquisição de empresas? Como isso vem sendo realizado pela Linx?

PÚBLICO-ALVO

O caso Linx pode ser utilizado com alunos de pós-graduação, graduação em Administração de Empresas ou Contabilidade ou em cursos executivos. Para turmas de graduação, é preferível que seja utilizado nos últimos períodos, principalmente após disciplinas de estratégia e finanças empresariais, e quando os alunos já tenham conhecimento suficiente e experiência prática do mercado para compreender as questões societárias e do mercado de capitais. Nas três áreas temáticas propostas para sua aplicação — governança corporativa, estratégia e finanças —, o caso foi modulado para permitir diferentes graus de complexidade na discussão, segundo as opções do instrutor e o desenvolvimento da turma. Inúmeros materiais adicionais podem ser referenciados na Internet, com recomendação especial para uso do *site* da empresa, para as informações aos investidores e para os documentos ao mercado, em particular o Formulário de Referência.

SUGESTÃO DE ABORDAGENS DE ENSINO

Em um curso de Governança Corporativa, a leitura do caso deve conduzir à reflexão e à discussão sobre as razões que motivam o IPO de uma empresa. Uma questão inicial (*cold call*) poderia, portanto, ser exatamente sobre esse ponto: “Em sua avaliação, a Linx deveria abrir o capital?” Considerando o momento recessivo do País vivenciado em 2015, uma questão adicional para reflexão poderia ser “E no ambiente recessivo de queda do poder aquisitivo da classe média, índices do mercado de capitais em baixa, inflação e redução do PIB, seria interessante a abertura de capital da Linx?”

A discussão de governança proposta permite compreender melhor as vantagens e os desafios de um IPO, identificando em parte os inúmeros esforços necessários à sua realização e, principalmente, conscientizando para a necessidade de um elevado comprometimento e convergência da Alta Direção quanto ao processo. O caso mostra também ser possível, em um prazo de tempo inferior a um ano, preparar a empresa para o IPO desde que certas condições da estrutura de governança já estejam adequadas. Essas condições são, principalmente, de natureza comportamental, pois envolvem a capacidade de os donos ou sócios-fundadores compreenderem os interesses legítimos de outros investidores e aprenderem a dividir as decisões estratégicas da empresa.

A Linx evidencia um caso de sucesso, tanto nas escolhas estratégicas quanto no processo de IPO, e o acompanhamento posterior do caso mostra que essa era uma estratégia sustentável. Certamente, o modelo de negócio baseado em receitas recorrentes torna-se muito interessante em situações de crise econômica, quando oferece garantias estáveis de fluxo de recursos, para a empresa, e dividendos, para os acionistas.

Além disso, ao detalhar o processo de abertura de capital de uma empresa no Brasil, já no Novo Mercado, espera-se também evidenciar que, apesar de trabalhoso, é um processo possível e recomendável para inúmeras empresas no País, que podem aproveitar-se da listagem em Bolsa para obter novos recursos financeiros, maior credibilidade com os agentes do mercado (o que, inclusive, pode reduzir custos de dívida), melhorias no processo decisório e profissionalização da gestão. O vídeo institucional, que apresenta o IPO, pode ser útil para discussão do caso: <https://www.youtube.com/watch?v=LWb3EEgZsX8&list=FLgy4D2ESnXSGPUwvi16tt8A>.

Em estratégia, o caso da Linx pode ser útil também para compreender melhor o papel dos chamados “complementadores”. Os cursos de estratégia tipicamente discutem a indústria e o posicionamento da empresa com base no modelo das cinco forças, proposto por Michael Porter (1980). Posteriormente, Ghemawat (2002) trouxe uma nova ideia ao modelo, defendendo que havia um conjunto de empresas que atuavam como complementadores na indústria, ampliando as vantagens competitivas de um grupo de empresa. Segundo este autor, “Os complementadores são definidos como a imagem dos concorrentes (inclusive novos concorrentes e substitutos, bem como os rivais existentes). No lado da demanda, eles aumentam a disposição dos compradores para pagar pelos produtos; no lado da oferta, reduzem o preço exigido pelos fornecedores por seus insumos” (p. 43). Nesse sentido, pode ser útil aos instrutores apresentar o vídeo institucional no qual a empresa mostra que seu papel é facilitar a vida dos varejistas (em <https://www.youtube.com/user/linxretail>).

ANÁLISE

Para as questões propostas para análise e reflexão dos alunos e dos grupos, os seguintes pontos podem ser considerados:

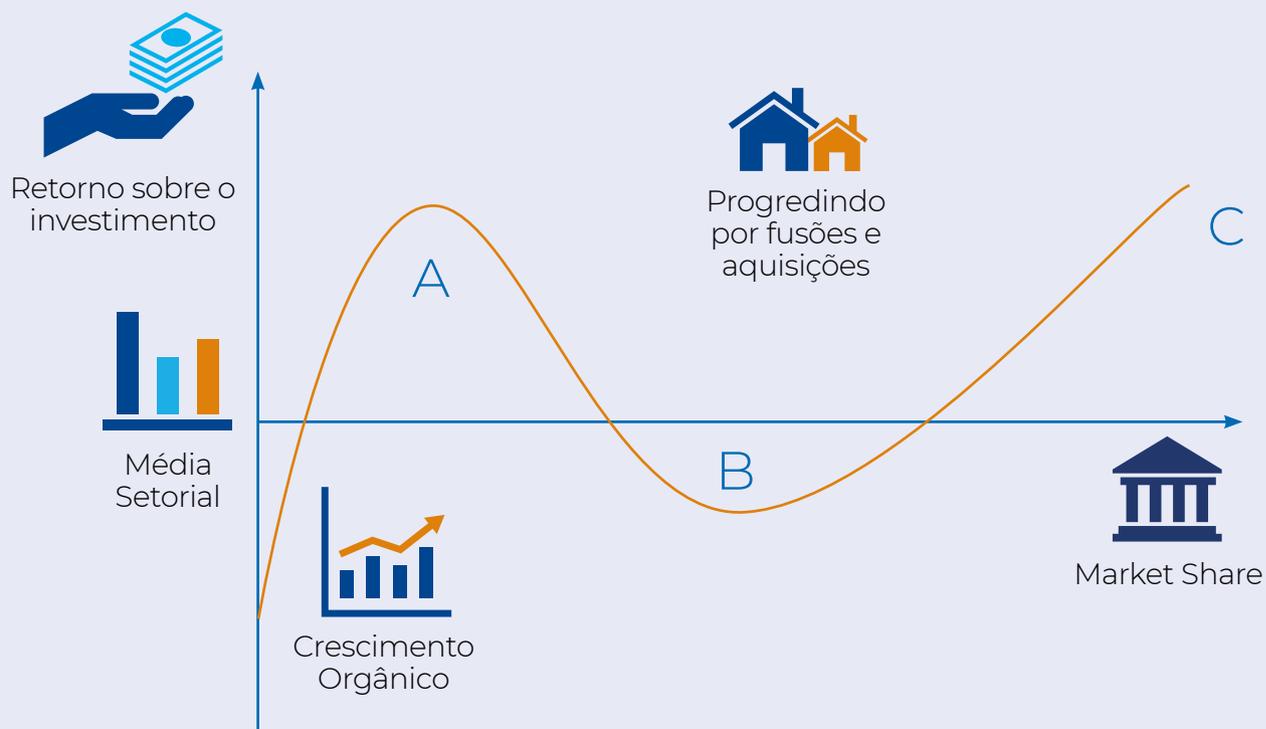
1 - Descreva a estratégia da Linx. Nessa estratégia, qual a lógica do processo de aquisições?

A Linx desenvolveu uma arquitetura estratégica em torno de suas competências essenciais (Hamel & Prahalad, 1995). Essa arquitetura pode ser descrita pelas verticais, geografias e capacidades, que, juntamente com suas competências de desenvolvimento de soluções para varejo e incorporação de empresas adquiridas, permitiram à empresa construir uma vantagem competitiva sólida. Uma apresentação desses conceitos, em Inglês, pelo autor C. K. Prahalad, pode ser vista em <https://www.youtube.com/watch?v=WfP-VICbLRA>, sendo útil para instrutores, também, <https://www.youtube.com/watch?v=oVugEBoJFSE&feature=youtu.be>. A lógica das aquisições, como discutida no texto, foi a forma encontrada pela Linx para sair de sua posição única em uma determinada vertical de varejo, em um negócio em que há fortes barreiras de entrada dadas pela especialização do mercado, exigência de profundo conhecimento da legislação do setor e fidelidade dos clientes. Sobre esse último ponto, a empresa, com a estratégia de aquisições, constrói uma carteira sólida de clientes baseada principalmente em serviços, modelo SaaS, o que representa um *lock-in*, quando uma empresa cria elevadas barreiras de mudança a seus clientes. A competência em aquisições é tão crítica para a empresa que é sempre conduzida diretamente por seus executivos e especialistas, nunca terceirizada.

2 - Quais seriam as estratégias alternativas para a empresa?

Em 2007, ao ver seu mercado sendo ocupado por concorrentes que se abriam nos IPOs (Totvs e Bematech), a empresa percebeu as crescentes dificuldades que teria para manter sua posição. Ghoshal e Tanure (2004) discutem as dificuldades que empresas enfrentam para manter suas posições a partir, apenas, de um crescimento orgânico. Uma boa estratégia permite à empresa desenvolver-se e alcançar um Retorno sobre o Investimento (ROI) superior ao mercado, mas fica em uma posição frágil, pois não tem como se expandir, e vulnerável a consolidadores. Nessa situação, a melhor forma de progredir de forma sustentável é por fusões e aquisições, e o acesso ao capital se torna uma variável crítica. Essa era a situação da empresa em 2007. Assim, manter-se nesse mercado iria exigir um crescimento. Estratégias alternativas deveriam ser baseadas em diversificações, principalmente horizontais, partindo para novos negócios não relacionados.

CRESCIMENTO ORGÂNICO X FUSÕES



Ghoshal e Tanure, 2004

3 - Quais as vantagens do IPO para sustentar uma estratégia baseada em aquisições? Existiria uma alternativa adequada?

Como apresentado na figura anterior (Ghoshal e Tanure, 2004), as aquisições mostram-se como a forma mais adequada para expansão no mercado, uma vez que os limites de expansão orgânica são alcançados. Entretanto, para essas aquisições em geral são necessários recursos financeiros, obtidos basicamente das seguintes fontes: retenção de lucros, dívida (*debt*) ou capital (*equity*). Essas opções podem ser consideradas em um curso de finanças, principalmente à luz da tributação brasileira e do papel do BNDES no fomento ao crescimento das empresas, mas existe um ponto em que o capital de investidores torna-se o único capaz de fomentar, de forma sustentável, as estratégias de crescimento e expansão. As vantagens do IPO são ter acesso ao mercado de capitais e obter recursos para financiar projetos de investimento; utilizar as ações negociadas em Bolsa como forma de pagamento na aquisição de outras empresas; criar referencial de avaliação do negócio, baseado também nas expectativas dos investidores; fortalecer a profissionalização da gestão; oferecer liquidez para empreendedores ou viabilizar a saída de sócios investidores, por exemplo, fundos de *private equity* ou *venture capital*; melhorar a imagem institucional e fortalecer o relacionamento com públicos diversos.

Algumas alternativas ao IPO poderiam ser avaliadas pela companhia:

Empréstimo bancário

A companhia também poderia recorrer a empréstimos bancários com instituições financeiras.

Fusões e aquisições

Outra alternativa para crescer ou se capitalizar poderia ser a compra ou a venda de uma empresa ou uma unidade de negócio da companhia.

Joint ventures

Um acordo com um concorrente para a formação de uma nova empresa e a entrada em um novo mercado poderia ser uma forma de expansão e também de ter acesso a fundos e tecnologia.

Emissão de títulos de dívida

Emissão de títulos de dívida poderia ser um caminho mais curto e acessível para a companhia, já que não teria que passar pelo processo de abertura de capital.

Private equity

É uma alternativa de financiamento de longo prazo onde os riscos do negócio são compartilhados, por meio da parceria entre gestores e empreendedores para agregar valor à empresa investida. O gestor injeta capital e profissionaliza a companhia para, no momento certo, vender a sua participação com lucro.

4 - Quais variáveis poderiam ser consideradas e inviabilizariam ou tornariam desinteressante o processo de IPO?

Inúmeras variáveis podem inibir ou tornar desinteressante um processo de IPO, das quais duas são destacadas: custos do processo e preço-alvo da ação. Um IPO não é um processo barato, ficando seus custos relacionados a comissões, advogados, auditores, documentação, *road show* e outros, totalizando em torno de 6% da captação total, embora no caso da Linx, como apresentado, tenham chegado a “apenas” 4%. Assim, se a empresa não estiver fortemente decidida pelo IPO e efetivamente tiver aplicações adequadas para os recursos captados (*use of proceeds*), os custos da abertura de capital podem torná-la desinteressante. Uma vez realizado o IPO, a empresa deve elaborar uma série de relatórios, realizar eventos com investidores, acompanhar a liquidez de seu papel e uma série de outras ações que também envolvem custos, mas que, de fato, são as que trazem as vantagens da abertura de capital. O Preço por Ação é, possivelmente, aquela variável que mais dificuldade traz e, como relatado no caso, foi motivo de dúvida na continuidade do IPO.

Conforme o prospecto definitivo da Linx, “O Preço por Ação foi fixado após a conclusão do Procedimento de Bookbuilding. Nos termos do artigo 170, parágrafo 1º, inciso III, da Lei das Sociedades por Ações, a escolha do critério para determinação do Preço por Ação é justificada pelo fato de que o Preço por Ação não promoverá a diluição injustificada dos nossos acionistas e de que as Ações serão distribuídas por meio de oferta pública, em que o valor de mercado das Ações foi aferido tendo como parâmetro o resultado do Procedimento de Bookbuilding, que reflete o valor pelo qual os Investidores Institucionais apresentaram suas intenções de investimento no contexto da Oferta.” (p. 44). Embora mais dedicada aos aspectos financeiros, a dissertação de Marquetotti (2014) traz um bom detalhamento e discussão do processo de precificação do valor-alvo da ação.

5 - Quais condições favorecem uma adequada execução de processos de aquisições de empresas? Como isso vem sendo realizado pela Linx?

Fusões e aquisições, ou no Inglês Mergers & Acquisitions (M&A), são situações cada vez mais presentes no mercado, mas ainda com elevada taxa de insucesso. No caso da Linx, basicamente envolve aquisições quando há a compra de uma empresa por outra. Essa estratégia é muito bem consolidada:

- As empresas adquiridas têm lógicas muito semelhantes, em termos de tecnologia, mercados e negócios, o que reduz os conflitos na incorporação da adquirida.

- Uma vez adquirida, a Linx busca a permanência das pessoas, principalmente gestores, reduzindo os traumas nas equipes da adquirida e evitando a perda das competências.

- As aquisições são conduzidas pessoalmente pelos gestores e técnicos da Linx, sem bancos envolvidos no processo direto.

- Quando uma adquirida adiciona algo novo, como software para um mercado ainda não explorado pela Linx, na arquitetura estratégica refletida na estrutura organizacional, é criada uma nova vertical. Caso contrário, a nova empresa é incorporada por uma vertical existente.

Desde 2008, a Linx realiza aquisições como parte natural de suas atividades, e as informações permitem compreender que esse procedimento, como realizado, possibilita a incorporação da adquirida sem fricções ou traumas, representando hoje uma importante competência da empresa.

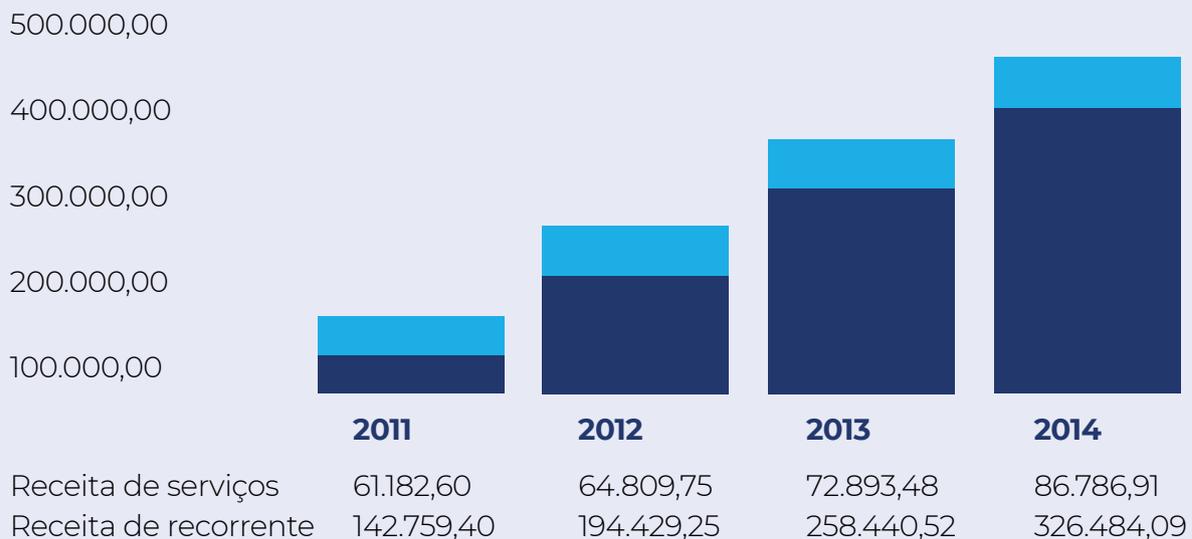
UPDATE

O quadro seguinte mostra, até o ano de 2015, a sequência das aquisições realizadas pela empresa:

Data	Empresa	Vertical do Varejo/Tecnologia
Mai/08	Quadrant	Vestuário
Dez/09	Formata Data Business	Vestuário
Dez/09	Inter Commerce	Loja de Materiais para Construção
Dez/09	CSI	Eletrônicos, Supermercados e Drogarias
Dez/10	DiaSystem	Concessionárias
Dez/10	CNP Engenharia de Sistemas	Concessionárias
Fev/11	Custom	Vestuário e Eletrônicos
Jun/11	Spress Software	Concessionárias
Dez/11	MicroVix	Franquias/Cloud
Ago/12	Compacta Tecnologia	Serviço de Alimentação/Cloud
Out/12	Bitix	Móvel/Cloud
08/02/13 Initial Public Offering		
Mar/13	Seller	Postos de Gasolina e Lojas de Conveniência
Mar/13	Direção	TEF para Pequenos Varejistas
Jul/13	Opus Software	Varejo de Serviços
Nov/13	Ionics	Postos de Gasolina e Lojas de Conveniência
Nov/13	LZT Sistemas	Postos de Gasolina e Lojas de Conveniência
Mai/14	Rezende Sistemas	Postos de Gasolina, Lojas de Conveniência e Food Service
Out/14	BIG Sistemas	Farmácias
Dez/14	Soft Pharma	Farmácias
Set/15	Neemu	E-commerce
Set/15	Chaordic	E-commerce

Fonte: Site de RI da Linx

Passados pouco mais de três anos do IPO e cumprido o *use of proceeds*, a empresa é líder isolada no mercado em fornecimento de soluções de *software* em *cloud* e *on premise* para o setor varejista no Brasil, com um *market share* de 35,5%, uma carteira de clientes de mais de 38 mil varejistas e taxa de renovação de clientes de 98,6%. O crescimento das receitas tem evidenciado um avanço consistente, destacando principalmente o aumento do percentual das receitas de recorrente, garantindo uma certa estabilidade de acordo com o *revenue model* baseado no SaaS.



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas demonstrações financeiras da empresa.

Após o seu IPO na B3, as ações da Linx tiveram uma expressiva valorização, principalmente até o fim de 2014, quando, no seu auge, o valor de mercado da empresa praticamente havia dobrado em relação ao dia da sua oferta pública de ações e a ação chegou a alcançar uma máxima de R\$ 60,00 em 28 de novembro de 2014. Na execução de sua estratégia, as aquisições se mantiveram de forma bastante intensa, tendo a Linx adquirido mais sete empresas e alguns ativos de outras nesses quase três anos de IPO. Alberto Menache, entretanto, mostra-se cauteloso ao falar no assunto, reconhecendo que, após 18 aquisições, as empresas adequadas a serem incorporadas ao portfólio da Linx ficaram cada vez mais difíceis de serem encontradas.

Além do crescimento inorgânico, a Linx também avança no crescimento orgânico, impulsionada pela expansão do varejo no País nos últimos anos e pelo aumento da penetração de *softwares* de ERP e POS. Um considerável investimento em P&D para o desenvolvimento de novos produtos também é visto como diferencial para a empresa.

Em setembro de 2015, época em que esse caso foi redigido, as ações da empresa alcançaram uma máxima de R\$ 44,00, um valor 63% superior àquele do IPO. É interessante também observar que, tanto pela característica do negócio quanto pela cultura e pelas práticas da empresa, o negócio tem atraído principalmente investidores estáveis, orientados para o longo prazo. Como consequência provável, o Conselho tem sido ocupado por profissionais com visão e perfis semelhantes, alinhados aos valores da empresa e visão de futuro. Isso cria, segundo o CEO, uma parceria entre os executivos e os conselheiros, os quais contribuem para a melhor qualidade da decisão.

Em setembro de 2016, a Linx, mais uma vez, usou o mercado de capitais para financiar seu projeto de crescimento. A companhia fez um follow on, ou seja, uma oferta subsequente, e captou R\$ 444 milhões. Segundo Fato Relevante emitido pela Linx em 26/09/2016, a empresa pretende utilizar os recursos líquidos provenientes da oferta para realizar novas aquisições, conforme a estratégia de expansão definida.

REFERÊNCIAS

GHEMAWAT, Pankaj. A estratégia e o cenário dos negócios. São Paulo: Makron Books, 1993. Porto Alegre: Bookman, 2002.

GHOSHAL, Sumantra; TANURE, Betania. Estratégia e gestão empresarial: construindo empresas brasileiras de sucesso: estudos de casos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004

HAMEL, Gary; PRAHALAD, C.K. Competindo pelo futuro: estratégias inovadoras para obter o controle do seu setor e criar os mercados de amanhã. Rio de Janeiro: Campus, 1995.

MARQUETOTTI, Daniel Menestrino. IPO e o custo de capital: um estudo de caso no setor de serviços de locação de máquinas e equipamentos. Dissertação (mestrado em administração). Fundação Pedro Leopoldo: Pedro Leopoldo, 2014. Em http://www.fpl.edu.br/2013/media/pdfs/mestrado/dissertacoes_2014/dissertacao_daniel_menestrino_marquetotti_2014.pdf.

PORTER, Michael. Estratégia competitiva: técnicas para análise da indústria e da concorrência. Rio de Janeiro: Campus, 1980.

2

multiplus 

DIVIDIR PARA CRESCER: A ABERTURA DE CAPITAL DA MULTIPLUS S.A.

Sérgio Nunes Muritiba
Patricia Morilha Muritiba





Escritório da Multiplus - Imagem cedida pela Multiplus S.A.

APRESENTAÇÃO

No momento em que se passa a decisão deste caso de ensino, a Multiplus é apenas a área de Fidelidade de uma das gigantes brasileiras de aviação: a TAM. Em pouco tempo, essa área de relacionamento com os passageiros frequentes deixou de fazer parte da TAM, tornando-se uma nova empresa, de capital aberto (listada no Novo Mercado) e, para surpresa mesmo do analista mais otimista da época, tornou-se mais valiosa do que a tradicional empresa que a formou. A abertura de capital da Multiplus S.A., em 2010, é um caso emblemático de sucesso de uma *startup*, pois em seu primeiro mês já apresentava um faturamento de, aproximadamente, 65 milhões de reais.

Desta forma, seu Desafio Principal neste caso é recriar os passos que fizeram a Multiplus alcançar tamanho sucesso em tão curto espaço de tempo. Procure responder:

Quais etapas você cumpriria em seu planejamento e no início da operação para assegurar o sucesso da Multiplus?

Você também pode aceitar um ou mais Desafios Complementares do caso:

- Como a Multiplus – agora uma nova empresa – deveria desenhar sua estratégia para manter e/ou aumentar sua rentabilidade? Pense que essa pergunta certamente foi feita aos analistas na época do seu IPO.
- Como deveria ser estruturada a governança corporativa no caso da Multiplus S.A.?
- Como organizar a estrutura da nova empresa e os aspectos de gestão de pessoas?
- Como deveriam ser resolvidas as questões contábeis do início da Multiplus? Lembre-se de que ela iniciou suas operações como empresa independente, mas já possuindo clientes e operações anteriores como área funcional.
- Como os recursos captados com o IPO da Multiplus poderiam contribuir para seu crescimento nos anos seguintes? Como poderiam ser utilizados?
- O processo do IPO da Multiplus teve início em 2009 e, apenas três meses depois, as ações da empresa estavam sendo negociadas. Como realizar um processo de IPO em tempo tão curto?

O próximo tópico traz as informações necessárias para que você comece a pensar no Desafio Principal do caso. A seguir, as sessões numeradas trazem informações específicas de cada um dos desafios complementares, que você pode ler na sequência que desejar.

DESAFIO PRINCIPAL

Nem sempre se tem notícia de casos de abertura de capital tão bem-sucedidos quanto o da Multiplus S.A. Um ano depois do IPO (*“Initial Public Offering”*), suas ações já tinham valorizado 107,8% e seu valor de mercado estava beirando os 5,2 bilhões de reais, próximo ao da companhia-mãe, a TAM, avaliada em 5,3 bilhões de reais. Além disso, a Multiplus tornou-se uma das empresas brasileiras mais bem-sucedidas, sendo seguida por outros competidores. E sua abertura de capital, cujo projeto se iniciou em novembro de 2009, foi feita em tempo muito curto: três meses depois, as ações da empresa estavam sendo negociadas.

A seguir, é apresentado o histórico da Multiplus e como ela nasceu, assim como a decisão sobre o IPO e os desafios de separação da TAM.

Como a Multiplus nasceu

Conta-se que o Comandante Rolim (fundador da TAM) tinha o hábito de recepcionar pessoalmente as pessoas que iriam viajar pela sua empresa: a TAM. Ele apertava as mãos delas, uma a uma, no salão de embarque ou mesmo na porta do avião e guardava os cartões de visita que trocava com os passageiros. Um dia ele chegou com uma pilha de cartões de visitas na TAM e ordenou: “façam um programa de fidelidade”. Assim começou o TAM Fidelidade — a raiz que anos depois viria a dar origem à Multiplus. Dizem também que a essência da primeira forma do programa de fidelidade foi inspirada em uma pizzaria que o Comandante Rolim gostava. Nela, a cada dez pizzas o cliente ganhava uma. A primeira promoção do TAM Fidelidade era assim também: a cada dez voos (acúmulo de 1.000 pontos por voo) o cliente ganhava um (resgate de 10.000 pontos). Assim, em 1993, o programa TAM Fidelidade foi lançado, a partir de um cadastro de 70.000 passageiros que já haviam voado pela companhia. Seu crescimento foi exponencial, e o programa foi conseguindo parceiros.

Dois anos depois da fundação, foi lançado o primeiro cartão de crédito *co-brand* com o Banco Itamaraty — o qual apresentava as duas marcas, a da TAM e a do Banco — com inúmeras vantagens para o detentor do cartão.

O sucesso do TAM Fidelidade chamou a atenção de potenciais investidores anos depois, quando a TAM S.A. fez sua abertura de capital, em 2005. Então, pensou-se, por que não investir também na abertura de capital de seu programa de fidelidade?

Nessa época, o TAM Fidelidade era uma área da TAM, subordinada ao setor de Marketing. O programa gerenciava os pontos que os passageiros juntavam para trocar depois por passagens aéreas promocionais e todo o relacionamento do viajante frequente com a companhia aérea.

No Canadá, a Air Canada tinha feito uma manobra interessante. Sua área de programa de fidelidade — a Aeroplan — tinha se separado da empresa-mãe e se tornado uma empresa independente e de capital aberto. O grande sucesso da Aeroplan fez com que muitos analistas questionassem a TAM, em 2005, levantando a possibilidade de a companhia fazer o mesmo. “Separar o TAM Fidelidade da TAM e torná-lo outra empresa?”, questionaram-se os diretores da TAM. Não parecia má ideia.

A TAM, como a maioria das companhias aéreas, tem áreas operacionais que, se analisadas mais criteriosamente, podem ser negócios ou empresas independentes, prestando serviços não apenas para uma companhia aérea. Essas áreas são capazes de gerar valor por si só, por exemplo, em operações de rampa de aeroporto, transporte de carga, manutenção de aeronaves e o Programa de Fidelidade, que futuramente se tornaria a Multiplus.

Em 2009, a unidade de negócios do TAM Fidelidade possuía cerca de 20 pessoas ligadas ao *call center* e mais cinco pessoas que administravam o TAM Fidelidade, subordinadas à área de Marketing.

A decisão do Initial Public Offering (IPO)

Em 2009, o setor de aviação passava por um momento econômico muito favorável — o dólar estava baixo, o que impulsionava as viagens para o exterior e reduzia os custos com operação de aeronaves (combustível e *leasing*). Além disso, o dólar tinha também um efeito positivo sobre os programas de milhagem: como os cartões de crédito distribuem em média um ponto para cada dólar gasto, os gastos em reais dos clientes dos bancos geravam muitos pontos. Cada ponto gerado a mais era caixa para os programas de fidelidade.

As passagens aéreas eram os prêmios mais cobiçados pelos usuários dos cartões, ainda mais com o Brasil passando por um momento de crescimento econômico, no qual as pessoas acabam por viajar mais.

Desde 2005, a ideia de abrir capital já estava sendo considerada pelos executivos da TAM, e com o momento econômico favorável, foi tomada então a decisão de iniciar oficialmente esse processo.

Desafios na separação da TAM

A decisão de separar o TAM Fidelidade e transformá-lo em uma empresa independente estava tomada. O que fazer agora? Quais os próximos passos a tomar? Com uma equipe enxuta – de 25 pessoas inicialmente –, o desafio inicial era grande. Não era só uma nova *startup*, também existia outra missão importante: a de se tornar mais uma empresa de capital aberto, adotando os mais altos critérios de governança. Não foi fácil, mas com certeza foi feito em tempo recorde. Em 13 de novembro de 2009, a equipe da abertura de capital reuniu-se para iniciar o projeto. Três meses depois, as ações da Multiplus estavam sendo negociadas em bolsa.

Assim, a estrutura da Multiplus S.A. começou a ser montada. Mas muitos desafios faziam parte da criação dessa nova empresa.

DESAFIOS COMPLEMENTARES

Estratégia

Como parte da TAM, o programa de fidelidade seguia os interesses da empresa-mãe. Como uma empresa separada, a Multiplus precisava agora de uma estratégia bem desenhada, que também atendesse a investidores financeiros e garantisse um futuro sustentável. Como a Multiplus, agora uma nova empresa, deveria desenhar sua estratégia para manter e aumentar sua rentabilidade? Pense que essa pergunta certamente foi feita aos analistas na época do seu IPO.

O TAM Fidelidade era uma importante unidade de negócios para a TAM. Mas não se sabia exatamente o quanto isso era significativo antes de 2009.

Para entender melhor o faturamento de um programa de fidelidade, é necessário detalhar suas três fontes.

- A primeira é chamada de *spread*: que é a diferença entre o valor de compra de pontos por parte dos parceiros e o valor pago pelo prêmio resgatado. Quando uma pessoa física pede para transferir seus pontos do cartão de crédito para um programa de fidelidade, a administradora do cartão de crédito paga ao programa de fidelidade pelos pontos adquiridos, os quais são creditados na conta do cliente. Este resultado (venda de pontos por determinado valor) menos o valor pago pelo prêmio resgatado, uma passagem aérea ou mesmo uma televisão de 32", gera o *spread*. Como qualquer outro negócio: receita menos custo.

- A segunda, de *floating*: há um tempo decorrido entre o momento do acúmulo (transferência de pontos do cartão de crédito para a Multiplus) e o resgate (momento

em que a Multiplus deve comprar o bem ou o serviço para entregar ao participante). Nesse meio tempo, o programa recebeu pelos pontos, mas não está gastando nada na aquisição de prêmios. Por isso, é possível aplicar esse dinheiro no mercado financeiro.

- A terceira é o *breakage*: que é quando os pontos resgatados não são utilizados, assim foram pagos ao programa de fidelidade, que não desembolsou nada em troca. O *breakage*, além de apresentar margem de 100%, pode ser contabilizado gradativamente no resultado da Multiplus; em 2015, o percentual de *breakage* foi de, aproximadamente, 18%.

Para aumentar o faturamento, seria preciso aumentar a compra de pontos por parte de parceiros. Em seus primeiros meses de existência, a Multiplus possuía contratos com empresas parceiras compradoras de pontos, em sua maioria os cartões de crédito dos grandes bancos. O primeiro faturamento da Multiplus foi de 65 milhões de reais. Destes, 51 milhões vieram de compras de pontos por parte de bancos. Os outros 15 milhões viriam da própria TAM: com a separação das empresas, a TAM também passava a comprar pontos da Multiplus para os viajantes frequentes do seu programa de fidelidade.

O nascimento da Multiplus trazia consigo mais um desafio: lidar com as ameaças do mercado, concorrentes e produtos substitutos, que, agora, precisavam ser mapeados pelos executivos da empresa. Naquele momento, a abertura da Multiplus S.A. daria origem à única empresa de coalização no Brasil com capital aberto. Havia outros programas de fidelidade, mas na época eles eram de empresas aéreas concorrentes — ou não eram de empresas independentes e limitavam-se à troca de pontos de cartão de crédito por passagens aéreas, ou eram programas exclusivos de grandes redes varejistas.

Governança corporativa

A governança corporativa é parte essencial da criação de uma empresa, em especial daquelas que ingressarão no mercado de capitais com a chancela do Novo Mercado. A Multiplus ingressaria no segmento de Novo Mercado da B3, que possui regras específicas de governança corporativa. Então, como deveria ser estruturada a governança corporativa no caso da Multiplus S.A.?

Além da estrutura de governança que ainda não existia na organização, pois o TAM Fidelidade era uma unidade de negócios da TAM, havia também a preocupação de como seria regulamentado o relacionamento entre a TAM e a Multiplus. A TAM S.A. não deixaria de ser a maior acionista da Multiplus e, ao mesmo tempo, a Multiplus era uma empresa independente da TAM, mas também era cliente e fornecedora de sua empresa-irmã (portanto, relação caracterizada como partes relacionadas). Esse relacionamento poderia ser fonte de problemas se não fosse adequadamente regulamentado.

Todo esse relacionamento entre a TAM e a Multiplus, principalmente o financeiro e o transacional (compra e venda de pontos e assentos em aeronaves), que torna a TAM cliente e fornecedora da Multiplus, e vice-versa, precisava ser auditado e assegurado contratualmente numa estrutura de governança que deixasse os investidores seguros quanto à sustentabilidade e *arm's length* do negócio.

Além da relação comercial entre cliente e fornecedor, havia a necessidade de se estabelecer como a Multiplus pagaria por alguns serviços prestados pela TAM em forma de Centro de Serviços Compartilhados. Por fim, como ficariam os contratos que inicialmente tinham como interveniente a TAM e não a Multiplus?

Estrutura organizacional e desafios com pessoas

A Multiplus era uma empresa que, de certa forma, já estava operando. Mas ela operava como parte de outra empresa, o que significa que áreas funcionais como Gestão de Pessoas, Marketing, Tecnologia da Informação e parte financeira não existiam. A TAM era responsável por isso. Para a Multiplus iniciar, seria necessário que as atividades vitais dessas funções fossem realizadas de forma independente pela empresa.

Como organizar a estrutura da nova empresa e os aspectos de gestão de pessoas?

Poder-se-ia pensar em contratar pessoas para ocupar essas funções. Mas não parecia viável em tão pouco tempo nem totalmente necessário em uma empresa que se iniciava de uma área com 25 pessoas. A gestão da Multiplus precisaria também equacionar essa questão.

Institucionalmente, a TAM e a Multiplus virariam empresas-irmãs, sob o guarda-chuva da TAM S.A., que abriu capital em 2005.

A estrutura inicial da Multiplus contava com poucas pessoas, e a maior parte veio da estrutura anterior do TAM Fidelidade. Como assegurar que a Multiplus teria recursos humanos adequados ao seu novo papel e aos desafios estratégicos que iria enfrentar? Como transferir essas pessoas para uma nova entidade jurídica e como motivá-las para os novos desafios e riscos?

Por outro lado, a estrutura do TAM Fidelidade também fazia um trabalho que continuaria sendo de vital importância para a TAM: a gestão dos seus clientes fiéis. Todas as informações sobre esses clientes, que voos preferiam, quanto gastavam e como isso influenciava as estratégias de *Marketing* da TAM, continuariam sendo importantes para a estratégia dela. Como conciliar esse papel com os novos desafios da Multiplus?

Outro desafio estrutural era o sistema transacional (controle de acúmulo e resgate de pontos), que inicialmente controlava tão somente o volume de pontos e a conta-corrente dos participantes, mas não controlava os preços/valores dos pontos vendidos a cada parceiro. O TAM Fidelidade possuía um sistema de informações desenvolvido internamente para o gerenciamento dos pontos dos seus clientes fiéis, mas com a nova estratégia da Multiplus, o número de clientes que possuem pontos deveria subir, na medida em que novos parceiros fossem premiando pessoas com pontos Multiplus. Havia dúvidas se o sistema desenvolvido internamente teria a escalabilidade necessária para comportar esses novos clientes que viriam com a devida segurança. Além disso, como esse sistema operacional estaria conectado aos demais sistemas inerentes a uma grande empresa e a outros sistemas de interface com os clientes (*call center*, Internet etc.)?

DESAFIOS CONTÁBEIS

A Multiplus estava iniciando do zero sua estrutura contábil. Porém, embora não fosse uma empresa independente antes de sua criação, ela já possuía clientes, contratos e compromissos assumidos quando era o TAM Fidelidade. Tudo isso deixava sua parte contábil mais complexa do que é comum para empresas que estão iniciando suas atividades.

Como deveriam ser resolvidas as questões contábeis do início da Multiplus? Lembre-se de que quando ela iniciou suas operações como empresa independente já possuía clientes e operações anteriores (passivo de pontos, caixa e ativos) como área funcional.

A Multiplus já existia como um centro de custos na TAM, e seu “faturamento”, ou seja, o que era obtido com a venda de pontos para os parceiros, já estava sendo contabilizado, bem como as “carteiras” de pontos dos participantes do Programa. No entanto, e os seus custos? Como contabilizar os resgates, por competência, suas receitas e seus custos? A TAM já havia distribuído pontos para seus clientes através do TAM Fidelidade.

Esses clientes poderiam decidir resgatar esses pontos a qualquer momento. Esse era, portanto, um “passivo” de pontos. A dúvida era então: como administrar o passivo de pontos que o TAM Fidelidade já havia distribuído? A Multiplus começaria suas atividades com um passivo tão grande? Como contabilizar os pontos que vencem (mais conhecidos como *breakage*) se eles não geram custos, mas são uma importante receita para as empresas de fidelidade?

Recursos do IPO

Abrir capital é uma fonte de financiamento importante a ser considerada. Muitas vezes, pode ser a única fonte viável para que uma empresa possa obter um montante expressivo de recursos, com menor custo do que poderia captar em outras fontes.

Contudo, uma das questões mais importantes ao se captar recursos com emissão de ações é qual uso será dado para esse dinheiro. O uso incorreto de recursos do IPO pode levar a empresa a ter problemas com seus investidores. Ao captar recursos, a empresa compromete-se a ter crescimento e rendimentos futuros, gerando resultados para os distribuir àqueles que nela investiram.

Como os recursos captados com o IPO da Multiplus poderiam contribuir para seu crescimento nos anos seguintes? Como poderiam ser utilizados? Qual é a melhor forma de captar esses recursos: com uma emissão primária ou secundária?

Ao abrir capital, a Multiplus S.A. captou na Bolsa de Valores de São Paulo 692 milhões de reais¹ com a venda de parte de suas ações. Como parte do planejamento da abertura de capital, os analistas da Multiplus também se depararam com a seguinte questão: onde investir esse montante, uma vez que seja captado? E quais seriam as melhores opções?

¹Fonte: retirado de <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/993/noticias/um-ano-para-dobrar-de-valor>

Timing para o IPO

Existe, em geral, uma ideia de que a abertura de capital é um processo longo, demorado e burocrático.

Como já comentado anteriormente, a Multiplus teria menos de três meses entre o início do projeto do IPO e a negociação das suas ações em Bolsa. Como a Multiplus poderia conseguir realizar a sua abertura de capital em tempo tão curto? Quais os passos que a levaram até isso?

Cabe lembrar aqui que a preparação da empresa para a abertura de capital — como sua estratégia e pré-requisitos de governança corporativa — já vinha sendo trabalhada na TAM há alguns anos, desde que esta fez seu IPO. Assim, boa parte da estrutura interna e da cultura de relacionamento com investidores já havia sido herdada pela Multiplus. No entanto, o processo da abertura de capital era o mesmo requerido para qualquer empresa.



Cerimônia de comemoração do IPO da Multiplus. Imagens cedidas pelo Centro de Memória B3 – Fotógrafo Luiz Prado.

NOTAS DE ENSINO

O caso de ensino da criação e abertura de capital da Multiplus traz uma história interessante para os alunos, que se diferencia pelo fato de ser uma empresa criada a partir de uma unidade de negócios de outra empresa, o que se chama carve out. Esse processo traz à tona para investidores uma área de negócios que, de outra forma, ficaria “escondida” na estrutura de uma empresa acima, além de dar a esta a oportunidade de crescimento.

A Multiplus, em adição ao sucesso que obteve com a venda de suas ações, realizou o processo do IPO em tempo diferenciado, o que pode desmistificar para os alunos a complexidade de se abrir capital na Bolsa de Valores no Brasil.

Objetivos educacionais

Embora os professores possam dar outros direcionamentos a este caso, nossa sugestão foi de um Desafio Principal e seis Desafios Complementares, que podem ser utilizados para aulas nos temas de estratégia, governança corporativa, gestão financeira, estrutura organizacional, gestão de pessoas, contabilidade e fiscal. As questões sugeridas para cada um destes temas são:

QUESTÕES PARA ANÁLISE E DISCUSSÃO:

1 - Estratégia: Como a Multiplus — agora uma nova empresa — deveria desenhar sua estratégia para manter e/ou aumentar sua rentabilidade? Pense que essa pergunta certamente foi feita aos analistas na época do seu IPO.

2 - Governança corporativa: Como deveria ser estruturada a governança corporativa no caso da Multiplus S.A., tendo como parte relacionada a TAM Linhas Aéreas?

3 - Estrutura organizacional e desafios com pessoas: Como organizar a estrutura da nova empresa e os aspectos de gestão de pessoas?

4 - Desafios contábeis: Como deveriam ser resolvidas as questões contábeis do início da Multiplus? Lembre-se de que ela iniciou suas operações como empresa independente, mas já possuindo clientes e operações anteriores como área funcional. Qual é o melhor modelo fiscal.

5 - Destinação dos recursos do IPO: A forma (operação primária ou secundária) e como os recursos captados com o IPO da Multiplus poderiam contribuir para seu crescimento nos anos seguintes? Como poderiam ser utilizados?

6 - Processo de abertura de capital: O processo do IPO da Multiplus teve início em 2009 e, três meses depois, as ações da empresa estavam sendo negociadas. Como realizar um processo de IPO em tempo tão curto?

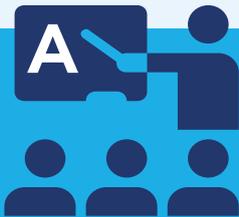
Público-alvo

Sugere-se que este caso seja utilizado com alunos de pós-graduação, graduação ou cursos executivos em Administração de Empresas ou Contabilidade. Ele também pode ser utilizado em cursos de curta duração ou outros tipos de treinamento. Como o caso envolve discussão por parte dos alunos, ele é adaptável ao nível de conhecimento destes — alunos de níveis mais avançados terão discussões mais avançadas — permitindo seu uso em turmas diversas em termos de idade e experiência profissional.

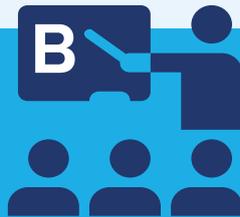
SUGESTÃO PARA UTILIZAÇÃO DO CASO

• Alternativas para a leitura do caso

Este caso permite algumas variações na sua utilização com os alunos. Aqui, sugerimos três delas:



Entrega prévia do caso aos alunos para leitura. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente. Leitura recomendada.



Leitura recomendada. Entrega prévia do caso aos alunos para leitura. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente.



Apresentação (pelo docente) de slides que sintetizam o caso. Entrega do caso para os alunos para consulta. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente.

A variação desses três tipos de interação entre o docente e o aluno se dá em relação ao momento em que os alunos vão ler o caso. Se houver a oportunidade, o caso pode ser entregue para os alunos com antecedência para leitura antes do encontro ou da aula virtual. Caso o encontro não permita leitura prévia, os alunos podem ler o caso durante a aula ou, ainda, como na alternativa C, o professor pode fazer uma apresentação com *slides* sobre o caso, sintetizando-o. A alternativa C permite maior profundidade (que seria obtida com a leitura do caso) por maior tempo para discussão, o que pode ser interessante em cursos para executivos.

• Número de desafios propostos

Sugere-se que os alunos respondam a um ou mais dos desafios propostos no caso. Não há necessidade de se responder a todos os desafios — isso permite customizar o caso para os objetivos de aula do docente.

• Devolutiva do caso e sugestões de leitura

No tópico a seguir, encontra-se uma síntese das decisões que foram tomadas pela empresa para as questões propostas.

Não existe resposta certa ou errada para o caso, o objetivo maior é provocar discussão e reflexão por parte dos alunos. No entanto, é interessante que o professor apresente para eles as decisões que foram tomadas na história real da empresa e os resultados que ela obteve, já que se trata de um caso real.

As leituras mais indicadas irão variar de docente para docente. No entanto, fornecemos no Quadro 1 uma relação de leituras indicadas para cada um dos desafios propostos. A escolha das leituras foi feita com base em uma seleção de textos prioritariamente em Português, acadêmicos e de leitura mais difundida na área de Administração. Notadamente, os docentes poderão escolher leituras que considerem mais adequadas para o seu público de alunos participantes do caso. O objetivo desta seleção de leituras é situar o docente no contexto bibliográfico e teórico em que o caso foi elaborado. Assim, é uma sugestão mais para o docente do que para o aluno em si.

QUADRO 1 - QUESTÕES E LEITURAS RECOMENDADAS

Objetivo educacional	Questão proposta aos alunos	Leituras recomendadas
Desafio geral	Quais passos você daria para garantir o sucesso da Multiplus?	FERRAZ, J. M.; TEIXEIRA, R.M. A criação de spin-offs corporativos: analisando a relação da organização-mãe e o spin-off. Anais do VIII Encontro de Estudos em Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas (EGEPE). Março, 2014. LUC, D.; FILION, L.J.; FORTIN, P. Guia de <i>spin-off</i> de empresas: em direção a novas práticas empresariais. Agosto de 2002.
Estratégia	Como a Multiplus — agora uma nova empresa — deveria desenhar sua estratégia para manter e/ou aumentar sua rentabilidade? Pense que essa pergunta certamente foi feita aos analistas na época do seu IPO?	MINTZBERG, H.; LAMPEL, J.; QUINN, J.B.; GHOSHAL, S. O processo da estratégia. Porto Alegre: Artmed, 2007. KOCKANNY, M.M.; MARCHETTI, R.Z.; PRADO, P.H. Proposição e Teste de um Modelo de Avaliação de Programas de Fidelidade no Setor de Aviação Comercial. Anais do ENANPAD. Rio de Janeiro: ANPAD, 2003.
Governança corporativa	Como deveria ser estruturada a governança corporativa no caso da Multiplus S.A.?	ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2007, 3ª. Ed. SEWARD, J.K.; WALSH, J.P. The governance and control of voluntary corporate spin-offs. <i>Strategic Management Journal</i> , Jan 1996; 17, 1; pg. 25
Estrutura organizacional e desafios com pessoas	Como organizar a estrutura da nova empresa e os aspectos de gestão de pessoas?	CORLEY, K. G.; GIOIA, D.A. <i>Identity Ambiguity and Change in the Wake of a Corporate Spin-off</i> . <i>Administrative Science Quarterly</i> , June 2004, vol. 49 n° 2 173-208.

Objetivo educacional**Questão proposta aos alunos****Leituras recomendadas****Desafios contábeis**

Como deveriam ser resolvidas as questões contábeis do início da Multiplus? Lembre-se de que ela iniciou suas operações como empresa independente, mas já possuindo clientes e operações anteriores como área funcional.

CFC. Conselho Federal de Contabilidade. Princípios fundamentais e normas brasileiras de contabilidade. CFC, 200: 920.

Horngrree, Charles T. Cost accounting: a managerial emphasis. Boston: Prentice Hall, 2012, 14ª ed.

Bergamini Júnior, Sebastião. Controles internos como instrumento de governança corporativa. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 149-188, 2005.

Destinação dos recursos do IPO

Como os recursos captados com o IPO da Multiplus poderiam contribuir para seu crescimento nos anos seguintes? Como poderiam ser utilizados?

Porto, J. M. Manual dos mercados financeiros e de capitais. São Paulo: Atlas, 2015.

Ser companhia aberta é poder contar com o mercado de capitais para crescer: <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014F7099317425CF>

Mercado de capitais: mecanismos para acesso a recursos para investimento. CVM. <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cartilhas/Cartilha-MercCap-MPE.PDF>

Processo de abertura de capital

O processo do IPO da Multiplus teve início em 2009 e, três meses depois, as ações da empresa estavam sendo negociadas. Como realizar um processo de IPO em tempo tão curto?

Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): início de uma nova década de crescimento. <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014F709C2F7A2821>

Mercado de capitais: mecanismos para acesso a recursos para investimento. CVM. <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cartilhas/Cartilha-MercCap-MPE.PDF>

DESFECHO DO CASO

Neste item, o leitor encontra uma síntese das decisões que foram tomadas na Multiplus S.A. e que podem ser apresentadas aos alunos participantes do caso após o exercício de discussão.

Estratégia

A definição da estratégia da Multiplus S.A. não foi simples, uma vez que não existia no Brasil empresa semelhante que pudesse servir como *benchmark* e, mesmo internacionalmente, empresas de fidelidade com perfis semelhantes eram poucas.

A geração de capital em uma empresa de fidelidade se dá através da venda de pontos para empresas parceiras. Até sua criação, a Multiplus trabalhava somente com os pontos distribuídos pelos cartões de crédito parceiros e pela própria TAM. A saída para o crescimento da empresa centrou-se, então, na busca por novos parceiros, de preferência de grande porte, que pudessem dar um aporte de pontos para a Multiplus nos primeiros anos de operação.

Foi criada uma área na Multiplus voltada essencialmente à busca por novos parceiros de operação. Logo, a Multiplus atuava com grandes redes, como Ipiranga, Walmart e Rede Accor de hotéis, o que no início foram de grande importância para seu crescimento.

Os parceiros de coalizão (acúmulo e resgate de pontos) são importantes, pois trazem menor dependência do acúmulo vindo de cartões de crédito e viabilizam diferentes produtos e serviços resgatados (reduzindo os custos e gerando maior atratividade para os participantes).

Estrutura organizacional e de pessoas

Como a estrutura da Multiplus era muito enxuta, não havia necessidade, num primeiro momento, de contratar funcionários para realizar tarefas de áreas funcionais, como Departamentos de Pessoal, Marketing, *call center* e outras atividades. Assim, foi feito um acordo operacional com a TAM, no qual esta prestava esses serviços para a Multiplus, cobrando por eles — um acordo de *shared services* ou centro de serviços compartilhados. Esse acordo ficou em vigência por alguns anos, até que a Multiplus cresceu tanto que precisou ter suas próprias áreas funcionais independentes da TAM. A importância de mapeamento de processos, estabelecimento de pontos de controle, auditoria e mapas de risco pode ser explorada no assunto de internalização de processos (trazê-los da TAM para a Multiplus).

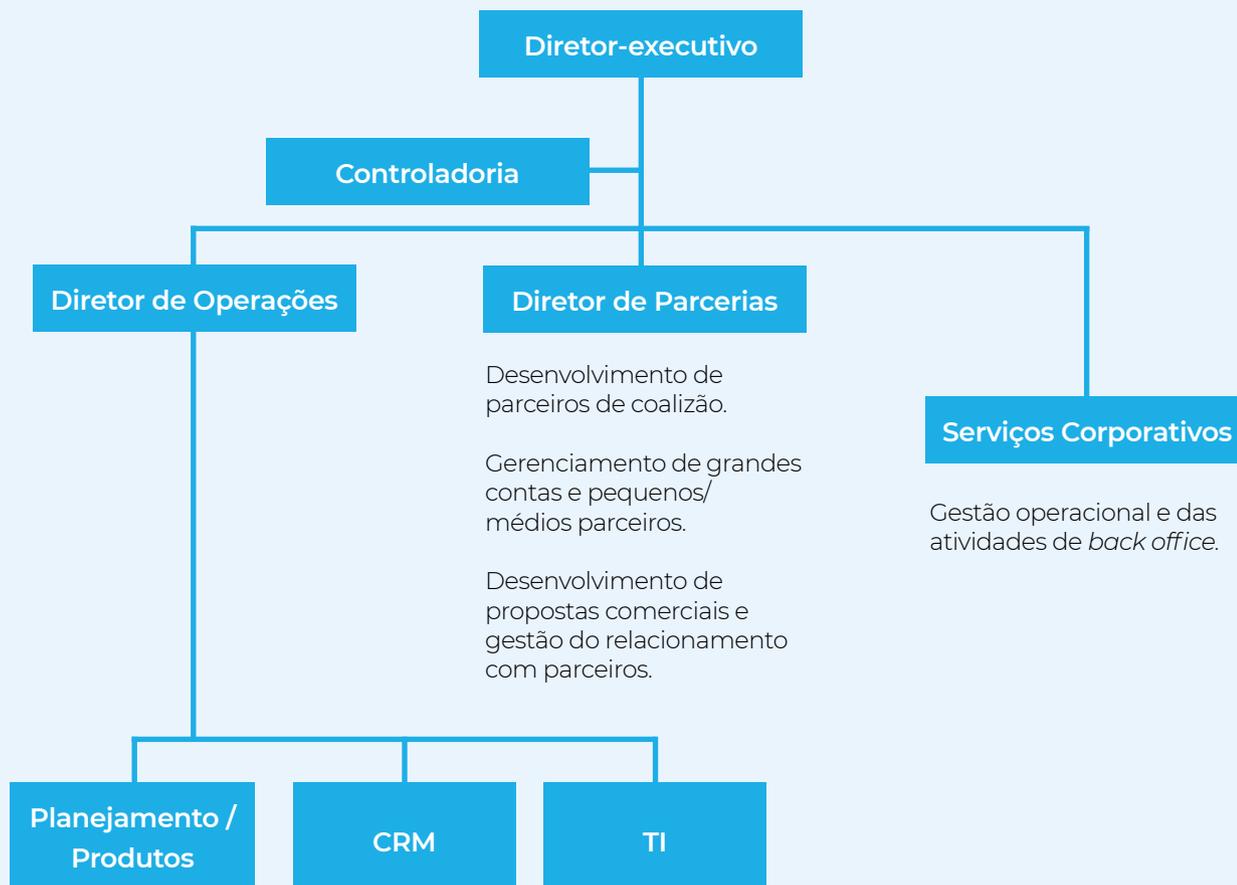
O número de funcionários da Multiplus passou de 25 pessoas para mais de 50 em um período de seis meses, que foi o tempo entre a estruturação da Multiplus e o IPO.

Para constituir a Multiplus, foram contratados diretores para sua gestão. Foi contratado um diretor comercial, já com a missão de conseguir mais parceiros para geração de venda de pontos e resgate em diferentes produtos e serviços, isso em tempo recorde, para que em 2010, na época do IPO, a Multiplus já tivesse novos parceiros. A estrutura comercial iniciou-se com parceiros em redes de varejo que também queriam premiar seus clientes fiéis, tais como varejistas, rede de hotéis, aluguel de carros, livrarias, supermercados etc.

Também foi criado o cargo de diretor de Tecnologia e Operações. Esse cargo teria a importante missão de viabilizar as novas parcerias e o aumento que certamente aconteceria no número de associados ao programa de fidelidade, uma vez que ele se desvinculasse da TAM. Como uma de suas primeiras atribuições, o sistema interno de gerenciamento que existia na TAM foi substituído por uma ferramenta Oracle, para viabilizar a nova escala de clientes, além, é claro, de uma importante área de Customer Relationship Management (CRM), que viria a ser fundamental para as futuras aspirações da companhia.

A nova estrutura organizacional da Multiplus S.A. ficou, inicialmente, como mostrado na Ilustração 1.

Ilustração 1 - Estrutura organizacional inicial da Multiplus S.A.



Fonte: Adaptado de material corporativo da Multiplus S.A.

Governança

Foi feito um acordo operacional entre a TAM Linhas Aéreas e a Multiplus, com vigência de 15 anos, prorrogáveis por mais 15, que estabelece contratualmente a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro entre as duas companhias. Inclusive, nesse acordo são tratadas questões sobre o preço cobrado pela TAM para os assentos dos voos vendidos para a Multiplus e o preço que a Multiplus cobra por seus pontos. As empresas também são controladas por Conselhos de Administração diferentes, com conselheiros independentes e seguindo as regras do Novo Mercado. Foi estabelecido, também, um importante contrato de Serviços Compartilhados pelo qual a TAM prestaria serviços administrativos e financeiros em troca de uma remuneração de mercado paga pela Multiplus.

Desafios contábeis

No acordo entre a Multiplus e a TAM, optou-se por não transferir para a Multiplus o passivo de pontos do TAM Fidelidade. A Multiplus iniciou seu passivo de pontos do zero, o que foi fundamental para seu crescimento nos primeiros anos de existência. O acúmulo de pontos Multiplus iniciou-se em 1º de janeiro de 2010. Todos os pontos acumulados antes dessa data eram considerados pontos TAM Fidelidade. Os custos desses últimos, quando resgatados depois de 2010, eram repassados em parte (*pro rata*) para a TAM pela Multiplus. Após 24 meses, todos os pontos TAM Fidelidade ou foram resgatados ou expiraram, e a rede passou a utilizar somente pontos Multiplus.

Como contabilizar os pontos que vencem? Para isso, foi desenvolvida metodologia para estimar e provisionar (antecipando) em resultado a receita advinda dos pontos que vencem.

Os pontos vendidos pela Multiplus têm sua receita reconhecida somente quando são resgatados pelos participantes. Entretanto, uma vez que cada ponto emitido tem validade de dois anos, parte desses pontos expira sem que sejam resgatados. Essa situação é

conhecida como *breakage* e gera uma receita livre de custo para a companhia. No fim de cada mês, a companhia faz uma provisão do montante equivalente à receita esperada de *breakage* (denominado passivo de *breakage*) e promove um reconhecimento gradual dessa receita na demonstração do resultado. O passivo de *breakage* é calculado com base na média de 12 meses do percentual de pontos emitidos e não utilizados até o vencimento, aplicada sobre o faturamento de pontos. O reconhecimento gradual da receita de *breakage* é realizado de acordo com a média de 12 meses do percentual de realização dos resgates, ou seja, pelo percentual de pontos acumulados e resgatados no período, aplicado sobre o passivo calculado na forma acima e limitado ao saldo registrado nesse passivo de *breakage*.

Registro do *Breakage* + Receita Efetiva - Reversão da Provisão que foi feita.

Para registro do passivo de *breakage*, são levados em conta: 1) a receita diferida do balanço do faturamento acumulado de 24 meses; 2) o *breakage* médio de 12 meses; 3) o passivo do *breakage* do balanço e 4) a curva de resgate (tempo em que são realizados os resgates em cada segmento) — ajuste mensal.

O *breakage* efetivo é calculado pela multiplicação do volume de pontos vencidos pelo preço faturado.

A reversão do passivo é a diferença da receita efetiva com o montante reconhecido.



Recursos do IPO

Com a abertura de capital, a Multiplus captou um montante de recursos reais através da venda de parte das ações. Esse valor foi destinado à compra antecipada de passagens aéreas da TAM a preços menores devido à antecipação do pagamento. Isso diminuiu os custos de operação da Multiplus para o resgate de pontos futuros.

Timing para o IPO

Embora o processo do IPO tenha durado três meses, o planejamento para que isso ocorresse já havia sido negociado na TAM há algum tempo. Uma das coisas que leva mais tempo em um IPO é a negociação interna relacionada à abertura de capital, a quebra da cultura existente e o “encaixe” do IPO na estratégia da empresa. Isso tudo já havia sido equacionado na TAM desde a abertura de capital da TAM S.A., quando houve a proposta para que futuramente ela fizesse o *spin-off* do seu programa de fidelidade. A TAM já possuía experiência e cultura do mercado de capitais. Em termos de processo de abertura de capital, houve maior agilidade e uma equipe dedicada inteiramente ao projeto para que fosse possível cumprir esse curto prazo e no final do ano, compreendendo ainda os feriados de Natal e Ano Novo.

3



ABERTURA DE CAPITAL EM UMA EMPRESA FAMILIAR: O CASO DA HELBOR

Sérgio Nunes Muritiba
Luciana Madureira Domingues





Cerimônia de comemoração pelo "Dia da Empresa Helbor - 5 anos de listagem": Henrique Borenstein, Presidente do Conselho de Administração, com membros da Diretoria da Helbor – imagens cedidas pelo Centro de Memória B3
Fotógrafo Chico Ferreira.

APRESENTAÇÃO

Em apenas cinco anos, a Helbor, uma incorporadora sediada em Mogi das Cruzes, que abriu capital em 2007, teve suas ações valorizadas em 265%. Seu volume de lançamentos passou de R\$ 951 milhões em 2007 para R\$ 1.835 bilhão em 2012 — nesse período, aos 40 funcionários que ela tinha, agregou outros 260ⁱⁱ. Como uma empresa do setor de incorporação imobiliária, que iniciou suas atividades fora da região metropolitana, conseguiu ser uma das empresas mais rentáveis do mercado imobiliário brasileiro?

Em 2007, a Helbor encontrava-se em um momento importante de sua história. Estava prestes a abrir capital, uma decisão que impactaria o futuro e o crescimento da empresa nos próximos anos e mudaria para sempre sua estrutura.

Considerando a breve introdução acima e os elementos deste estudo de caso que serão apresentados a seguir, seu Desafio Principal, neste caso é analisar estrategicamente o crescimento da Helbor antes, durante e depois da abertura de capital. Para isso, responda:

Como você faria para ter o sucesso que a Helbor teve com a abertura de capital?

Você também pode aceitar o seguinte Desafio Complementar para o caso:

Como você lidaria com as expectativas do mercado ao estabelecer a estratégia da Helbor?

Na estrutura a seguir, são apresentadas as informações necessárias para que você comece a pensar no Desafio Principal e Complementar para o caso.

ⁱⁱ O Diário de Mogi das Cruzes. A trajetória da Helbor. 31 de outubro de 2012.

DESAFIO PRINCIPAL

Histórico da Helbor

A Helbor é uma incorporadora, não uma construtora, como se poderia imaginar. A incorporadora é uma empresa que trabalha gerenciando o projeto todo de uma incorporação, desde a sua idealização até a sua comercialização. Quando se constrói um prédio, a construção é apenas parte do processo, e a incorporadora responsabiliza-se pelo projeto todo: a compra do terreno, o planejamento de que tipo de construção será mais rentável naquela localidade, o design da construção, a parceria com a construtora, sua comercialização e acompanhamento de qualidade. Assim, é uma atividade de gestão de projetos de construção e não da construção em si. Seu foco é em empreendimentos comerciais e residenciais destinados à classe média/alta.

Ela foi fundada em 1977, na cidade de Mogi das Cruzes, nos arredores da metrópole de São Paulo.

O nome Helbor explica muito sobre a história da empresa. Ele foi dado em homenagem ao patriarca da família Borenstein, Sr. Hélio, um imigrante que veio da Ucrânia, em 1917. Ele saiu de seu país natal em razão da 1ª Guerra Mundial, desembarcando no Brasil. Devido à dificuldade com o idioma, acabou descendo na estação errada e ficando em Mogi das Cruzes, nos arredores de São Paulo.

O Sr. Hélio faleceu em 1964 e não viu a Helbor nascer. Entretanto, sua história, cultura e modo de ser empreendedor marcaram toda a história da família e desenharam o que anos depois viria a ser a Helbor.

A Helbor teve um crescimento orgânico e sólido, saindo de Mogi para atuar no Brasil todo. Na década de 90, ela já atuava nas cidades ao redor de Mogi, tais como Taubaté, São José

dos Campos e Bertioga. Anos depois, começou sua atuação na metrópole de São Paulo — um grande e promissor mercado, mas onde também estão os maiores concorrentes do setor de construção. Ao mesmo tempo, começou sua atuação em outras regiões promissoras do Brasil, tais como Joinville, Goiânia, Salvador, Fortaleza, onde havia ainda maior disponibilidade de terrenos promissores para construção. Pode parecer que este crescimento para outras cidades é simples, mas, em termos de Brasil, é quase como se a Helbor fosse atuando em diferentes países: são muitas nuances de cultura, economia, renda e preferências dos consumidores que ela precisou aprender ao longo dos anos.

O negócio de incorporação

A incorporação é um trabalho de gestão, mais do que de engenharia de construção. Como explicou o presidente do Conselho de Administração da Helbor, Sr. Henrique Borenstein:

“Desde a nossa fundação, buscamos fazer o que acreditamos que sabemos fazer. Não construímos, porque não sabemos construir. Nosso trabalho está muito mais ligado à gestão financeira e administrativa de todo o processo imobiliário, principalmente nas escolhas de nossos parceiros. Por isso, somos uma incorporadora pura.” Henrique Borenstein, Presidente da Helbor.

A atividade de incorporação é basicamente uma atividade de alocação de capital. A empresa compra terrenos onde não existe nada construído, monta o projeto e, a partir daí, contrata pessoas para desenvolvê-lo e comercializa o projeto pronto. Assim, é um negócio intensivo em capital. Quanto maior a capacidade da empresa em adquirir terrenos promissores, maior será o lucro dela nos anos futuros.

Quando se fala em anos futuros, imagine que o ciclo da construção civil é de, aproximadamente, quatro anos. Este é o tempo médio entre a compra de um terreno, o desenho do projeto, sua comercialização e a entrega efetiva para os compradores. Ocorre que quatro anos é um tempo longo: pode haver mudanças econômicas, de perfil de consumidores, da região onde se comprou o terreno, e até crises, tudo nesse período de

tempo. Assim, o planejamento de longo prazo é uma das competências essenciais para o negócio da incorporação.

Além disso, a gestão do prazo e o custo dos projetos são fundamentais para que a empresa se sustente. Imagine que, em obras pequenas desenvolvidas por pessoas físicas, é comum que os gastos finais da obra superem muito o orçamento inicial. Em obras de grande porte, se isso ocorrer, o projeto dará prejuízo, pois não é possível repassar os gastos extras para os consumidores. Multas por prazos estourados também são cobradas da incorporadora, que estabelece tudo em contrato. Assim, a gestão detalhada dos negócios é crucial para a sobrevivência de uma incorporadora.

Uma terceira competência é a capacidade de ter bons parceiros. A incorporadora gerencia a obra, mas quem constrói é a construtora. Uma construtora que execute projetos de pior qualidade irá gerar problemas sérios para a incorporadora, pois é ela quem mantém os relacionamentos com os clientes.

O estilo de gestão da Helbor

O que você faria em um negócio no qual é preciso planejar em longo prazo, gerenciar custos e prazos de projetos com maestria e manter ótimos relacionamentos com parceiros comerciais de longa data? Na Helbor, desde sua fundação, o que facilitou muito ter essas competências foi o olhar criterioso e próximo dos fundadores — os Srs. Henrique Borenstein e seu filho, Henry Borenstein.

A Helbor sempre foi uma empresa de controle familiar. Seu fundador, Henrique Borenstein, sempre esteve por perto supervisionando os negócios da empresa. Ele veio de uma experiência com bancos, era um dos antigos acionistas do banco BCN, que foi vendido para o Bradesco em 1997. Então, ele também tinha competências de investidor financeiro — daí seu tato para a alocação de capital nos projetos de incorporação da Helbor e também a experiência com o mercado de capitais.

A ideia de abrir capital

Em 2007, o cenário econômico encontrava-se muito favorável para o crescimento das empresas do setor da construção civil. Os bancos estavam oferecendo crédito para financiamento habitacional de longo prazo com taxas de juros menores. Ao mesmo tempo, o Brasil passava por um momento econômico com taxa de desemprego muito baixa e crescimento de renda da população. O déficit habitacional estava muito grande, o que impulsionava o mercado da construção civil.

Nesse mesmo período, várias empresas do setor abriram capital. E os gerentes de vendas da Helbor começaram a notar que os clientes estavam valorizando a abertura de capital como um “selo de qualidade” das empresas de construção: se iam investir em um apartamento na planta, sempre perguntavam se a Helbor tinha capital aberto, pois isso para eles era sinônimo de que o apartamento seria entregue no prazo e com qualidade. Essa visão dos clientes foi um dos fatores que levou a Helbor a pensar em abrir capital. Mas não o único.

Para lançar novos empreendimentos, o capital inicial da compra de terrenos vinha, historicamente, de recursos próprios da família e também de recursos de famílias de amigos — numa proporção de cerca de 60% de recursos próprios e o restante proveniente dos investidores. Com o tempo, esse modelo de ter investidores pessoa física, amigos da família, começou a se complicar, pois a Helbor começou a ter que negociar com os sucessores dos investidores da empresa. Não era mais o patrimônio de uma pessoa só, pois alguns desses investidores vieram a falecer, mas sim dos seus descendentes. E esse modelo também era mais pessoal e menos profissional.

Os concorrentes da Helbor também estavam maiores e mais capitalizados, em decorrência de terem aberto capital e tido acesso a um montante de recursos para investimentos que, de outra forma, seria difícil conseguirem.

Além disso, por ser uma empresa familiar, os proprietários da Helbor sentiam que poderiam beneficiar-se com as exigências de profissionalização de uma empresa de capital aberto — naturalmente, a Helbor teria de ter Conselho de Administração, regras de sucessão e outros requisitos que ajudariam a empresa a ser mais perene.

Além disso, abrir capital poderia mudar muito pouco a estrutura da Helbor: na Diretoria, poderiam ficar as mesmas pessoas que estavam com eles há anos, porém assumindo novas responsabilidades. Por exemplo, o diretor de vendas, que estava com eles há 20 anos, seria então diretor de vendas de uma companhia aberta. Isso traria mais transparência e responsabilidade, mas também mais desafios e possíveis lucros com *stock options*.

Por outro lado, a Helbor não era uma empresa que precisava de capital para se financiar. Os negócios iam bem e o acesso a mais capital poderia ser até perigoso se mal gerenciado — várias empresas do setor caíram na armadilha de crescer desenfreadamente, lançando muitos projetos de imóveis e não conseguindo dar conta de gerenciar todos com a mesma qualidade.

Além disso, ao mesmo tempo em que a economia crescia, o setor da construção enfrentava dificuldades em encontrar mão de obra qualificada para atender à alta demanda pela construção. E o custo da mão de obra, nesse cenário de escassez, subia muito, o que poderia dificultar novos lançamentos.

Os proprietários preocupavam-se muito com o que representava ser uma empresa de capital aberto — trabalhar com o dinheiro de outras pessoas. Eles imaginavam: “A gente se preocupa muito com o nosso capital; quando tem capital de terceiros, a preocupação é maior ainda. Demorou uma década para construir nosso nome no mercado; a gente não quer perder isso aí”.

O road show

O *road show* é o processo pelo qual a empresa que está por abrir capital visita investidores com a intenção de gerar interesse em investir em suas ações. A Helbor fez visitas a potenciais investidores no Brasil e no exterior.

No entanto, o *road show* foi, como eles mesmos chamaram, um “*show* de horror”. Ao chegar em Nova York, no próprio hotel, Henry encontrou por acaso um conhecido seu que era executivo de uma empresa que havia acabado de abrir capital. E seu amigo já o avisou que não seria fácil.

Muitas visitas foram feitas, e os investidores questionavam o que havia de diferente na Helbor que as demais empresas do setor de construção (que já haviam aberto capital) não tinham. Para eles, a Helbor era “mais do mesmo”. Uma incorporadora que não possuía construtora nem um *landbank*⁷ grande.

Além disso, os investidores ofereciam valores menores às ações da Helbor do que as expectativas da empresa.

Se abrissem capital naquele momento, teriam que se sujeitar a vender as ações da empresa por um preço inicial abaixo do que era esperado por eles. Porém, se desistissem da abertura de capital naquele momento, provavelmente não iriam mais fazer o IPO, por conta da quantidade de empresas do mesmo setor abertas que estavam disputando os mesmos investidores.

Em determinado momento de uma reunião com investidores, o Sr. Henrique chamou seu filho Henry para conversar e o questionou se valeria mesmo a pena abrir capital:

“E aí, filho, o que vamos fazer? Por que para mim, tanto faz. Se fizer negócio tá bom, se for embora tá bom também. Agora você que tem que definir, porque eu não sei quanto

tempo vou viver... você naturalmente deve durar mais do que eu, então você tem que ver o que fazer. Em termos de preço está tudo errado. A gente vale muito mais.”

O comentário do Sr. Henrique referia-se à redução de preço que os investidores estavam propondo. O preço mínimo estabelecido por cada ação da Helbor no início do *road show* era de R\$ 16,00 e os investidores estavam oferecendo R\$ 11,00 por ação. O novo preço significaria reduzir em aproximadamente 30% o preço que a família avaliava para Helbor.

DESAFIO COMPLEMENTAR

• Lidando com as expectativas dos investidores

Ao abrir capital, a Helbor deparou-se com expectativas que os investidores têm também sobre a companhia. Como você lidaria com as expectativas do mercado ao estabelecer a estratégia da Helbor?

Primeiro, a Helbor era incorporadora pura, e não construtora. Os analistas viam a possibilidade de ser uma construtora como algo que agregaria valor ao negócio.

Mas os executivos da Helbor viam diferente. A *expertise* deles sempre foi em idealizar o projeto, escolher os parceiros (construtoras) competentes e comercializá-lo. Se a Helbor virasse construtora também, teria ainda de ter muitos funcionários, o que em época de crise poderia ser um problema.

⁷Landbank é o termo utilizado para se referir à quantidade de terrenos que a incorporadora ou construtora possui e que podem ser lançamentos de empreendimentos no futuro.

Em segundo lugar, os investidores sinalizavam que viam com bons olhos as incorporadoras ou construtoras com muitos lançamentos no mercado. Porém isso poderia ser arriscado. Alguns dos concorrentes da Helbor tiveram um *boom* de lançamentos, em tempo recorde, e por conta disso precisaram enfrentar quedas na qualidade, aumentos no número de reclamações dos clientes e projetos fora do prazo. A Helbor é conhecida no mercado pela qualidade dos seus projetos e pelo prazo de entrega. É uma das empresas do setor com menor índice de reclamações e melhor avaliação. Será que valeria a pena arriscar tudo isso para agradar aos investidores? Até então, a Helbor era uma empresa administrada pela família — pai e filho —, e não havia investidores para interferir nas decisões tomadas. Como seria possível conciliar as expectativas?



Cerimônia de comemoração do IPO da Helbor: Henrique Borenstein, presidente do conselho de administração e diretor vice-presidente executivo e Henry Borenstein, diretor-presidente e vice-presidente do conselho de administração —imagens cedidas pelo Centro de Memória B3 — Fotógrafo Antonio Carreiro.

NOTAS DE ENSINO

O caso de ensino da Helbor traz a história de uma empresa tradicionalmente familiar, que opta por abrir capital e, com isso, passa por desafios decorrentes dessa decisão. É um dos casos brasileiros de maior sucesso, e também se diferencia por diversos fatos:

A Helbor era uma empresa familiar que não quis abrir mão do controle, como é comum em muitos casos de empresas familiares brasileiras.

A empresa fez somente emissão de ações primárias, ou seja, todos os recursos da venda de ações vêm para o caixa da empresa, o que demonstra um comprometimento da empresa com seu crescimento, e não necessariamente a saída de sócios que querem vender parte das suas ações para o mercado.

A Helbor cresceu exponencialmente após a abertura de capital.

Neste capítulo de notas de ensino, são apresentados os objetivos educacionais do caso, o público-alvo, a sugestão de utilização (com sugestões de leitura) e o desfecho do caso.

• Objetivos educacionais

Acreditamos que este caso será melhor utilizado nas disciplinas de: gestão financeira, mercado de capitais, empreendedorismo, empresas familiares, estratégia, nos cursos de Administração de Empresas, Gestão Empresarial ou Economia.

O professor pode adotar as questões propostas no caso ou elaborar questões mais adequadas aos objetivos de sua aula. As questões propostas aqui foram:

- **Mercado de capitais:** Como você faria para ter o sucesso que a Helbor teve com a abertura de capital?

- **Estratégia:** Como você lidaria com as expectativas do mercado ao estabelecer a estratégia da Helbor?

• Público-alvo

O presente caso é adequado a alunos de graduação, pós-graduação e cursos executivos em Administração de Empresas, Economia e temas correlatos. Pela experiência que muitos alunos possuem com empresas familiares, é um caso de fácil entendimento, mas que provoca discussões aprofundadas dependendo do grau de experiência do público que o utiliza.

SUGESTÃO PARA UTILIZAÇÃO DO CASO

• Alternativas para a leitura do caso

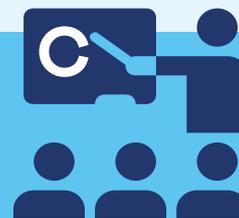
Este caso permite algumas variações na sua utilização com os alunos. Aqui, sugerimos três delas:



Entrega prévia do caso aos alunos para leitura. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente. Leitura recomendada.



Leitura recomendada. Entrega prévia do caso aos alunos para leitura. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente.



Apresentação (pelo docente) de slides que sintetizam o caso. Entrega do caso para os alunos para consulta. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente.

A variação desses três tipos de interação entre o docente e o aluno se dá em relação ao momento em que os alunos vão ler o caso. Se houver a oportunidade, o caso pode ser entregue para os alunos com antecedência para leitura antes do encontro ou aula virtual. Caso o encontro não permita leitura prévia, os alunos podem ler o caso durante a aula ou, ainda, como na alternativa C, o professor pode fazer uma apresentação com *slides* sobre o caso, sintetizando-o. A alternativa C possibilita maior profundidade (que seria obtida com a leitura do caso) por maior tempo para discussão, o que pode ser interessante em cursos para executivos.

• Número de desafios propostos

Sugere-se que os alunos respondam a um ou mais dos desafios propostos no caso. Não há necessidade de se responder a todos os desafios — isso permite customizar o caso para os objetivos de aula do docente.

• Devolutiva do caso e sugestões de leitura

No tópico a seguir, encontra-se uma síntese das decisões que foram tomadas pela empresa para as questões propostas.

Não existe resposta certa ou errada para o caso, o objetivo maior é provocar discussão e reflexão por parte dos alunos. No entanto, é interessante que o professor apresente para eles as decisões que foram tomadas na história real da empresa e os resultados que a empresa obteve, já que se trata de um caso real.

As leituras mais indicadas irão variar de docente para docente. No entanto, fornecemos no Quadro 2 uma relação de leituras indicadas para cada um dos desafios propostos. A escolha das leituras foi feita com base em uma seleção de textos prioritariamente em Português, acadêmicos e de leitura mais difundida na área de Administração. Notadamente, os docentes poderão escolher leituras que considerem mais adequadas para o seu público de alunos participantes do caso. O objetivo dessa seleção de leituras é situar o docente no contexto bibliográfico e teórico em que o caso foi elaborado. Assim, é uma sugestão mais para o docente do que para o aluno em si.

QUADRO 2 - QUESTÕES E LEITURAS RECOMENDADAS

Objetivo educacional	Questão proposta aos alunos	Leituras recomendadas
Desafio geral	Como você faria para ter o sucesso que a Helbor teve com a abertura de capital?	<p>Porto, J. M. Manual dos mercados financeiros e de capitais. São Paulo: Atlas, 2015.</p> <p>Relações com investidores: da pequena empresa ao mercado de capitais. Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-IBRI-CVM.pdf</p> <p>Ser companhia aberta é poder contar com o mercado de capitais para crescer: http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/porta1/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014F7099317425CF</p> <p>Mercado de capitais: mecanismos para acesso a recursos para investimento. CVM. http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cartilhas/Cartilha-MercCap-MPE.PDF</p>
Estratégia	Como você lidaria com as expectativas do mercado ao estabelecer a estratégia da Helbor?	<p>Hamel, G.; Prahalad, C. K. (1995). Competindo pelo futuro. Rio de Janeiro: Campus, 301.</p> <p>Bornholdt, Werner. Governança na empresa familiar: implementação e prática. Bookman, 2005.</p> <p>Sanvicente, Antônio Zoratto; Mellagi Filho, Armando. Mercado de capitais e estratégias de investimento. Atlas, 1988.</p>

DESFECHO DO CASO

• Desafio Principal

A pergunta central do caso era “Como você faria para ter o sucesso que a Helbor teve com a abertura de capital?” Neste capítulo de desfecho do caso, é apresentada uma síntese das decisões que foram tomadas no caso da Helbor. Não se deve considerar, contudo, que tais decisões tenham sido as únicas possibilidades de decisões acertadas — os alunos podem gerar respostas alternativas que não necessariamente são erradas.

A Helbor, mesmo não precisando de capital para continuar operando e sabendo dos custos e ônus da abertura de capital, decidiu por prosseguir com o IPO. Em entrevista com o CEO da empresa em 2015, Sr. Henry Borenstein, ele mostrou estar muito satisfeito com sua decisão de prosseguir com o IPO.

Primeiro, a Helbor cresceu aceleradamente após a abertura de capital. De acordo com o Sr. Henry:

“Tem um custo das informações, *compliance*, auditoria, que fazem parte do jogo. Mas a Helbor não conseguiria chegar onde está se não tivesse recorrido ao mercado de capitais”.

Como benefícios, a Helbor começou a se relacionar com pessoas do mercado de capitais que a ajudaram a “abrir a cabeça” e que “trouxeram muito para a empresa”. Pessoas às quais a Helbor não tinha acesso antes do IPO.

A emissão foi 100% primária, ou seja, todo o valor captado foi revertido em caixa para a companhia e investido no negócio.

Embora o preço da oferta inicial tenha sido abaixo das expectativas da Helbor, o valor captado foi utilizado para que a empresa crescesse e pudesse, se necessário, fazer outras ofertas de ações no futuro.

A Helbor captou, aproximadamente, 250 milhões de reais com o IPO. Desse valor, é preciso descontar os custos da abertura de capital: auditoria, bancos, gastos do *road show*, entre outros. Em média, as empresas do setor, na mesma época da Helbor, captaram 500 milhões. Como ela foi uma das últimas do setor, o valor foi menor. Mas com esse valor, a empresa alavancou-se bem. Essa foi uma opção estratégica da Helbor, que olhava as concorrentes do setor que captaram muitos recursos, cresceram desenfreadamente e anos depois tiveram problemas de gestão.

• Desafio Complementar

O Desafio Complementar do caso foi para os alunos responderem como lidariam com as expectativas do mercado ao estabelecer a estratégia da Helbor.

A Helbor, ao abrir capital, começou a perceber expectativas de mercado em relação à sua estratégia (atender ou não o público de baixa renda, mudando a forma de atuação da empresa); à velocidade de seu crescimento, que poderia ser mais acelerada como a de alguns concorrentes também de capital aberto; e à sua parte operacional, que não atuava como construtora, delimitando-se à atividade de incorporação.

A posição dos executivos da Helbor foi de manter as decisões que tomariam caso a empresa não fosse de capital aberto. Nas palavras do Sr. Henry, “não se preocupa com o valor da ação não; se preocupa com o seu negócio que a ação, em longo prazo, sobe, desce, mas o mercado acaba reconhecendo as empresas que são diferenciadas”.

Assim, a Helbor optou por manter um crescimento orgânico na empresa, sendo ainda incorporadora pura e trabalhando com o segmento de mercado do qual mais entendia.

4

RaiaDrogasil 



CRIAÇÃO DO VALOR COM FUSÃO: O CASO DA RAIA DROGASIL S.A.

Patricia Morilha Muritiba
Luciana Madureira Domingues



Imagens cedidas pela Raia Drogasil S.A.

APRESENTAÇÃO

A Raia Drogasil S.A. é uma empresa formada pela fusão das drogarias Raia e Drogasil em 2011, fusão que deu origem à maior empresa do setor farmacêutico do País. Este caso conta a história da fusão da Raia Drogasil S.A., trazendo para o leitor o Desafio Principal:

- Como estruturar a fusão das duas empresas, de forma a contemplar os interesses dos dois grupos controladores e também dos investidores?

Você também pode aceitar um ou mais Desafios Complementares do caso:

- Como estruturar a governança corporativa da nova empresa resultante da fusão, principalmente em relação à estrutura da gestão e ao acordo de acionistas?

- Como deveria ser a integração entre as marcas Raia e Drogasil após a fusão?

Na estrutura a seguir, o próximo tópico traz as informações necessárias para que você comece a pensar no Desafio Principal do caso. A seguir, as sessões numeradas trazem informações específicas de cada um dos Desafios Complementares, que você pode ler na sequência que desejar.

DESAFIO PRINCIPAL

Em novembro de 2011, a fusão entre a Raia S.A. e a Drogasil S.A. deu origem ao sétimo maior grupo varejista do País, com mais de 700 drogarias em nove Estados. A Raia Drogasil S.A. tornou-se a maior empresa farmacêutica do Brasil, com participação de mercado de 8,3%, e da América Latina.

Para isso, a seguir estão descritos o histórico da Droga Raia e o histórico da Drogasil e como a fusão ocorreu.

Histórico da Droga Raia

No momento da fusão, a Droga Raia era a 2ª maior rede de farmácias brasileira em número de lojas e a 4ª em faturamento — a 49ª marca mais valorizada do Brasil, com 106 anos de história³.

A Droga Raia foi fundada em 1905 pelo farmacêutico João Batista Raia. Italiano de nascimento, Raia emigrou para o Brasil aos 16 anos e fixou-se em Araraquara, onde estudou Farmácia. Em 1937, a Pharmacia Raia já era uma rede de farmácias com diversas lojas nas cidades de Araraquara, Araçatuba e Piracicaba, no Estado de São Paulo.

Em 1956, seu fundador faleceu e a gestão da rede, então com mais de dez lojas e presença em diversas cidades, foi assumida por seu filho Ruy Raia e por seus genros Arturo Pipponzi e Giuseppe Nigro.

Destes, apenas Pipponzi se dedicava à companhia de forma exclusiva. Entre 1956 e 1966, a Raia passou por um sério declínio em função da falta de governança e de foco na companhia, que chegou a ameaçar a sua sobrevivência.

Em 1966, Arturo Pipponzi adquire o controle dos demais genros e alavanca a companhia para se financiar, de forma análoga, a um *leveraged buyout*. Nos dez anos seguintes, a empresa passa por um grande saneamento, encerrando lojas improdutivas e vendendo lojas mais distantes para gerar caixa e repagar as dívidas de forma progressiva.

A partir de 1976, com a entrada dos filhos Franco, Antonio Carlos e Rosalia na gestão, a Raia volta a crescer e começa a investir em produtividade. Em 1980, a companhia informatiza os estoques do Centro de Distribuição e, em 1987, torna-se a primeira rede varejista do Brasil a concluir a automação dos pontos de venda. Com a informatização, os dias de estoques se reduzem de forma substancial, gerando uma liquidez que permitiu acelerar o seu crescimento.

³Raia Drogasil. Conferência Morgan Stanley - Miami. 10/01/2012. Disponível em: <https://www.rd.com.br/ListGroup.aspx?idCanal=e3fhOCP0R3Oey+vyPBhxCA=&ano=2012>

Na década de 90, já sob a liderança de Antonio Carlos Pipponzi, filho de Arturo e neto de João Batista, a Droga Raia passa a criar diferenciais competitivos próprios em vez de seguir os líderes de mercado. A companhia torna-se pioneira ao desenvolver um programa de treinamento e um plano de carreira estruturado para a equipe de loja, fundamentais para criar um padrão de atendimento diferenciado, ao redefinir e padronizar uma identidade visual única para toda a rede e ao instituir um programa de fidelidade que perdura até hoje como o mais antigo do varejo brasileiro. A companhia também passou a investir no desenvolvimento de sistemas proprietários, tanto de loja como corporativos (compras, estoques, precificação etc.). Esses diferenciais viriam a ser o alicerce da empresa, que abriria o capital décadas mais tarde e alguns dos principais ativos estratégicos da Raia Drogasil, empresa que surgiria após a fusão com a Drogasil.

A companhia acelerou o seu ritmo de crescimento no segundo milênio com a entrada da quarta geração no negócio, tornando-se a primeira rede de drogarias brasileira a sair de seu mercado nativo, ingressando no Rio de Janeiro em 2000 e em Minas Gerais e no Paraná em 2003. Em 2005, a Raia completou 100 anos com uma rede de 135 filiais em quatro Estados, e logo em 2006 ingressou no Rio Grande do Sul.

Até meados de 2006, o setor farmacêutico brasileiro era um mercado bastante fragmentado, no qual a participação de mercado dos líderes era extremamente baixa. A consolidação do varejo farmacêutico começou a avançar a partir de 2007, quando a Droga Raia e a Drogasil passaram a acelerar o seu ritmo de abertura de lojas de forma significativa diante da perspectiva de levantarem recursos por meio de abertura do capital. É importante ressaltar que o mercado de IPOs, e em especial o Novo Mercado, foi inaugurado em 2004 com o IPO da Natura, e os anos de 2006 e 2007 marcaram a maior concentração de aberturas de capital da história do Brasil.

Em meados de 2007, a Drogasil fez uma oferta de ações muito bem-sucedida, ao passo que a Droga Raia, que estava preparando sua abertura de capital para o final do mesmo ano, teve de cancelar os seus planos diante da deterioração do ambiente macroeconômico internacional e dos preços dos ativos.

Assim, em 2008, para se capitalizar e viabilizar a continuidade da sua expansão, dois fundos de *private equity*, o Pragma (atual Janos) e o Gávea, adquiriram, cada um, 15% das ações da empresa. Com isso, a Droga Raia adotou regras mais rígidas de governança, incluindo a constituição de um Conselho de Administração, de comitês de apoio à gestão e a inclusão de regras formais para a admissão de membros da família fundadora na sua Administração⁴.

Mesmo assim, como a Raia empreendia um crescimento orgânico acelerado e para tal mantinha uma estrutura de capital ainda alavancada, a abertura de capital era vital para sustentar e acelerar esse crescimento.

Em 2010, já em um contexto macroeconômico mais favorável, a Raia conseguiu ingressar no Novo Mercado por meio de uma oferta pública de ações muito bem-sucedida. Em 2011, nos meses que antecediam a fusão, os acionistas da Droga Raia eram, então, a família Pipponzi e os fundos Pragma (atual Janos) e Gávea. O presidente da empresa, Sr. Antonio Carlos Pipponzi, seguia sendo um dos principais acionistas.

Histórico da Drogasil

No momento da fusão, a Drogasil tinha 76 anos de história e era a 3ª maior rede de drogarias brasileira em faturamento e a 5ª em número de lojas — e a 35ª marca mais valorizada do Brasil.

A história da Drogasil começa em 28 de março de 1935, quando dois proprietários de pequenos grupos de farmácias — a Drogaria Bráulio e a Drogaria Brasil — resolveram fazer uma fusão para agregar experiências e recursos para obter maior produtividade e rentabilidade. Dois anos depois, ela passou a atuar como uma rede, por meio da incorporação de mais cinco drogarias tradicionais da época. A partir daí, a rede não parou de crescer, tornando-se a líder absoluta do varejo farmacêutico brasileiro com a abertura de lojas e a incorporação, nos anos seguintes, de outras drogarias.

⁴Revista Exame. Como o IPO mudou a Droga Raia. 29/06/2011. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/995/noticias/perdemos-poder-mas-tudo-bem>

Nesses anos de existência, a rede foi pioneira em várias ações que foram seguidas por outras redes de drogarias. Por exemplo, em 1979, ela introduziu no mercado o conceito de autosserviço em drogarias, no qual os clientes tinham liberdade de escolher os produtos como se estivessem em um supermercado⁵.

Desde o seu surgimento por meio da fusão das drogarias Bráulio e Brasil, a Drogasil passou por várias mudanças no controle acionário. Ela foi a primeira empresa do ramo farmacêutico a ingressar na Bolsa de Valores, o que ocorreu em 1977. A empresa já era sociedade anônima desde 1962, em parte porque, nessa época, seu controle estava pulverizado entre os descendentes das famílias fundadoras. Na década de 80, a Drogasil era líder absoluta de mercado e um ícone do varejo brasileiro, com um patamar de escala em seu mercado sem precedentes para a época.

Assim, sua gestão já era profissionalizada desde muito cedo na história da organização. Sua governança corporativa foi sendo aprimorada ao longo dos anos também com a participação que fundos de investimento tiveram na empresa. A primeira participação foi em 1987, quando a Holding Alpaven (futuro Fundo Vendex, um grupo holandês) se tornou a maior acionista da empresa com 13,58% das ações, inicialmente, e 31% de seu capital um ano depois.

Na época do Plano Cruzado, diante da onda de desabastecimentos que assolou o País em consequência do congelamento de preços, a Drogasil optou por se reposicionar como *drugstore*, conceito americano de varejo que agrega, além de medicamentos e perfumaria, produtos alimentícios e de conveniência. Nesse período, a Drogasil chegou até a investir em alguns supermercados com a marca Drogasil. A empresa mantinha também um laboratório farmacêutico e uma unidade atacadista. Essa falta de foco acabou por fazer com que perdesse a liderança de mercado para a Drograria São Paulo e, sobretudo, a sua identidade perante os seus consumidores, causando grandes perdas financeiras por diversos anos.

⁵Mundo das marcas. Drogasil. 05/05/2010. Disponível em: <http://mundodasmarcas.blogspot.com.br/2010/05/drogasil.html>

Em 1994, diante do cenário negativo de vendas e resultados, a Drogasil passou por uma reestruturação do seu grupo de controle. As ações pertencentes às famílias Morse e Boturão foram adquiridas pelo Banco Patrimônio (futuro Pátria), que passou a controlar a companhia com as famílias Pires e Galvão. A família Pires descende de um dos fundadores da empresa, já a família Galvão tornou-se acionista da Drogasil décadas mais tarde.

Como parte do acordo de acionistas, Alexandre Saigh, sócio do Patrimônio, foi nomeado CEO e liderou uma grande reestruturação na companhia⁶. Como resultado desse processo, a Drogasil volta a focar no negócio de drogarias, eliminando alimentos e itens de conveniência das lojas, fechando os supermercados, vendendo o laboratório e desativando o atacado. Foi também efetuado um grande corte de sua estrutura, que acabou por reequilibrar as finanças da companhia ainda que em um cenário de baixo crescimento de vendas.

Com o fim da reestruturação e a venda das ações dos fundos de investimento para a família Pires, que passou a exercer o controle com a Família Galvão, a Drogasil passou por nova mudança de gestão. A partir de então, a nova Administração, liderada pelo executivo Cláudio Roberto Ely, passou a modernizar suas lojas e a investir fortemente em treinamento para diferenciar a sua qualidade de atendimento e na sua cadeia de suprimentos, visando a trabalhar com o menor nível de falta de produtos em loja do mercado. Paulatinamente, a Drogasil encerrou filiais improdutivas e alienou imóveis próprios para financiar a retomada da expansão da sua rede de lojas, atingindo a marca de 200 lojas em 2007. Nesse período, a empresa experimentou um significativo salto de vendas e de resultados, tornando-se a empresa mais rentável do setor e recuperando a imagem e o prestígio de marca que haviam sido perdidos.

Também em 2007, a empresa deu outro salto em seu desenvolvimento: ingressou no Novo Mercado da Bolsa de Valores e fez uma oferta de ações muito bem-sucedida, que lhe permitiu se capitalizar para acelerar o seu crescimento.

Com essa oferta de ações, a Drogasil fortaleceu-se muito, passando a acelerar o seu ritmo

⁶Revista Exame. Doente era a farmácia. 17/12/1996. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/625/noticias/doente-era-a-farmacia-m0051287>

de crescimento, combinando expansão orgânica em mercados existentes com pequenas aquisições em novos mercados, tais como em Goiás, no Distrito Federal e no Espírito Santo. Assim, em 2010, a Drogasil completou 75 anos com 300 lojas presentes em cinco Estados brasileiros. Ainda com o ingresso no Novo Mercado, ela fortaleceu sua estrutura de governança corporativa e a oferta de ações possibilitou a modernização das lojas e o reposicionamento da marca⁷.

Como ocorreu a fusão entre as duas empresas

A Drogasil e a Droga Raia sempre foram concorrentes ferrenhos, especialmente em São Paulo. No entanto, havia uma admiração mútua, seus controladores viam na concorrente competências únicas e extremamente complementares, cuja combinação poderia criar uma empresa de escala e padrão de operação sem igual no mercado.

A Drogasil possuía uma marca ícone no varejo farmacêutico brasileiro e forte disciplina financeira e de processos. Já a Droga Raia havia desenvolvido um formato de loja e uma plataforma tecnológica própria de ponta, bem como estrutura e *know-how* para crescer organicamente com velocidade e qualidade sem igual no mercado. Ambas possuíam acionistas controladores com longa experiência no setor e forte visão de longo prazo. Assim, a possibilidade de uma transação passava há vários anos pela cabeça dos controladores das empresas.

Porém, até 2010, as duas redes eram muito diferentes. A Droga Raia tinha um crescimento acelerado, financiado por alavancagem financeira, que fazia com que seus resultados fossem mais baixos do que a concorrente. A Drogasil, por sua vez, já que havia feito oferta de ações em 2007, tinha um crescimento menos acelerado e um nível de rentabilidade mais elevado.

Em 2010, esse cenário mudou: com o ingresso da Raia no mercado de capitais e uma forte elevação de margem já no primeiro ano com capital aberto, as duas redes

⁷Isto É. As jóias do capitalismo brasileiro. 30/04/2010. Disponível em: http://www.istoe.com.br/reportagens/69490_AS+JOIAS+DO+CAPITALISMO+BRASIL+EIRO?pathImagens=&path=&actualArea=internalPage

ficaram em patamares bastante semelhantes em termos de crescimento e ambas sem alavancagem financeira. Financeiramente, a fusão passou a ser uma possibilidade.

Além disso, a Drogasil passava por um momento em que sua gestão carecia de um processo de sucessão, já que os três principais executivos estavam próximos dos 65 anos.

Assim, em meados de 2011 as duas empresas iniciaram as conversas sobre uma possível fusão, que foi anunciada em 3 de agosto de 2011. A visão que norteou a fusão foi de combinar ativos e competências únicos para compartilhá-los entre a Raia e a Drogasil, formando, assim, uma rede com escala e padrão de operação únicos no mercado.

DESAFIOS COMPLEMENTARES

• Unificar ou não as marcas?

Uma das primeiras dúvidas que passaram pela cabeça dos analistas-financeiros e dos profissionais da empresa foi a decisão de unificar ou não as marcas Raia e Drogasil. O que seria melhor? Trabalhar com uma marca só, fosse ela Droga Raia ou Drogasil, ou manter as duas marcas independentes?

O que se sabia era que as duas marcas tinham posicionamentos ligeiramente diferentes, embora ambas trabalhassem com foco em medicamentos. As farmácias da Drogasil tinham a maior parte do seu faturamento oriunda da venda de remédios, e o seu público-alvo principal (mas não exclusivo) era de idosos, em especial porque ela possuía um programa de descontos para esse público. Já as farmácias da Raia tinham um público ligeiramente mais jovem, com um percentual um pouco maior de mulheres, e tinham uma parcela maior do seu faturamento que vinha da venda de produtos de higiene e beleza.

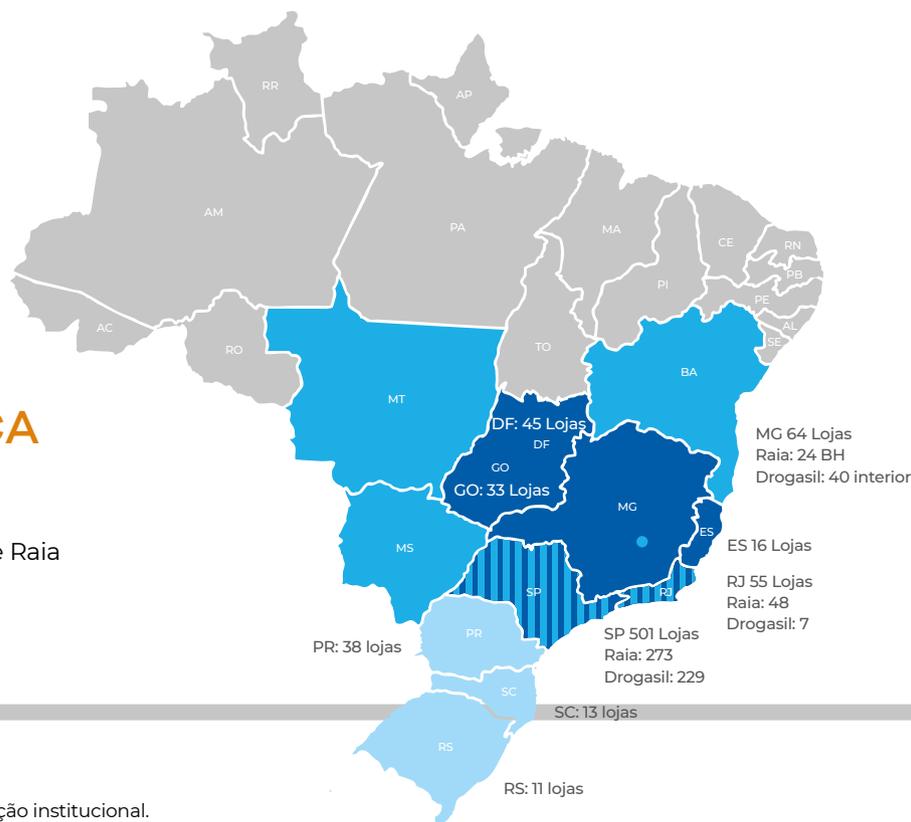
Em São Paulo, a Droga Raia e a Drogasil competiam diretamente na maioria dos bairros, com lojas relativamente próximas, mas atendendo a consumidores de perfil relativamente distinto. Os dados sobrepostos dos cartões de fidelidade da Raia e da Drogasil apontavam uma forte fidelidade à marca advinda dos principais clientes, com baixo percentual de compras cruzadas desses clientes. Os dados das lojas abertas nos últimos anos mostravam baixa canibalização cruzada quando uma loja de outra marca era aberta próxima de outra preexistente, sendo inclusive muito menor do que quando uma loja de mesma marca era inaugurada à mesma distância de outra preexistente da mesma bandeira.

Além disso, em muitos Estados só havia Raia, e em outros só havia Drogasil.

Figura 1 mostra em quais Estados isso ocorria.
Figura 2 Distribuição geográfica das unidades Raia e Drogasil.

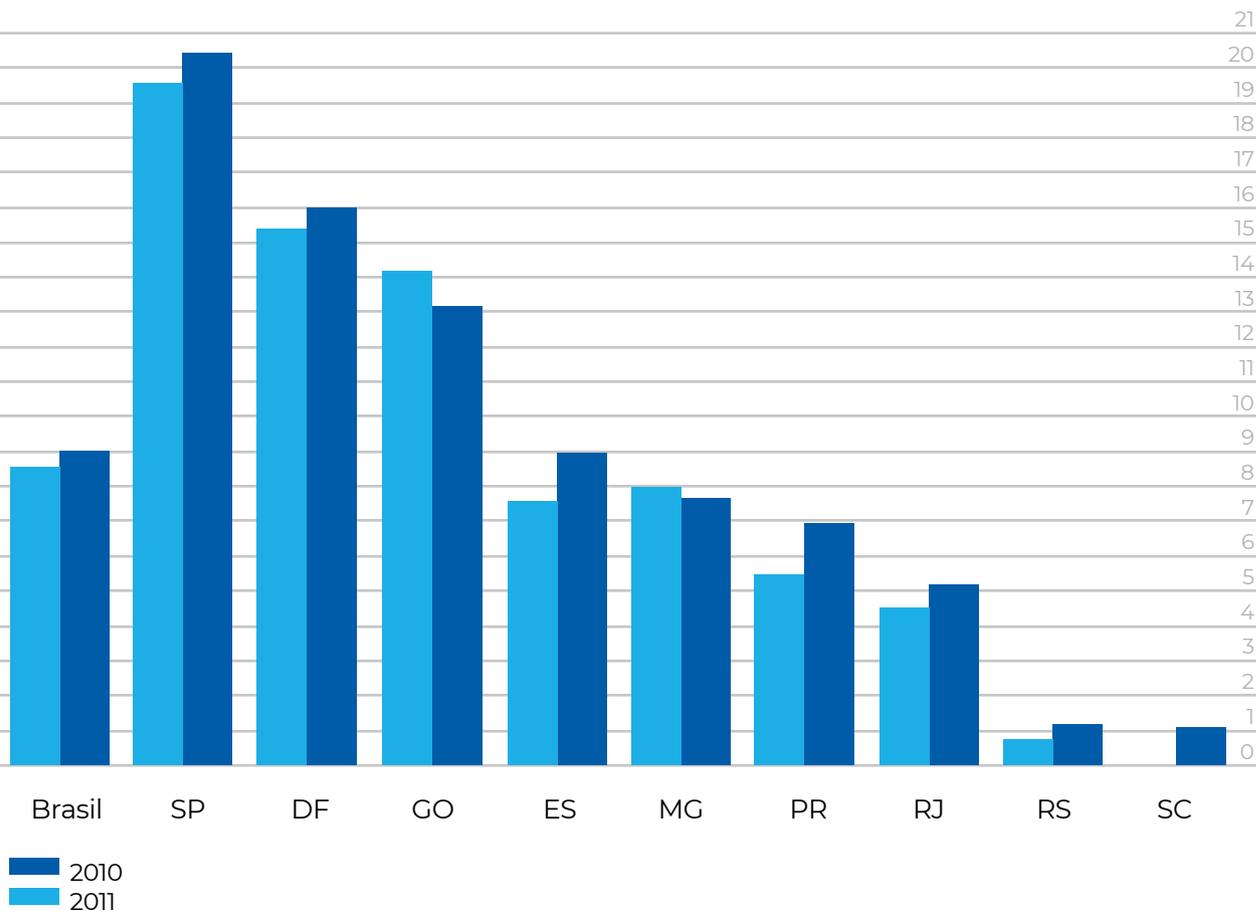
PRESENÇA GEOGRÁFICA

- Presença Drogasil
- Presença Raia
- Presença Drogasil e Raia
- Novos Mercados

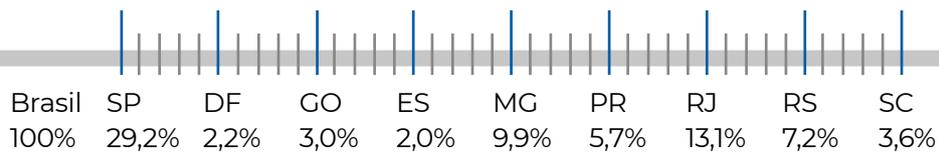


Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional.

PARTICIPAÇÃO DE MERCADO (DEZEMBRO DE 2011)



Distribuição no Mercado Farmacêutico por Estado



Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional.

O argumento contrário era de que com uma única marca a companhia poderia operar com menos complexidade, mais escala de mídia e com força de marca redobrada pelo aumento da escala e da densidade, podendo também compartilhar tudo o que as duas operações têm de melhor sem temer a confusão que essa convergência poderia criar com marcas diferentes.

• Governança corporativa

Como ambas as empresas eram de capital aberto, elas já seguiam estruturas de governança corporativa avançadas, pois inclusive faziam parte do Novo Mercado.

É interessante notar que a fusão da Raia com a Drogasil ocorreu com controle igualmente partilhado entre os controladores das duas empresas. Assim, para que a transação acontecesse, era necessário equilibrar três dimensões:

A Definir uma relação de troca de ações que representasse o valor econômico de cada uma das duas empresas.

B Estruturar um acordo de acionistas que garantisse a estabilidade do controle no longo prazo e assegurasse, por toda a sua vigência, a partilha do controle em condição de igualdade entre os controladores da Raia e da Drogasil, independentemente do valor de mercado de cada companhia.

C Desenhar a estrutura de governança da nova companhia, incluindo a estruturação do Conselho de Administração e dos Comitês de Apoio à Gestão, a nomeação do CEO e da Alta Gestão da companhia e também o planejamento da sucessão do CEO.

Na estrutura acionária anterior à fusão, os principais acionistas da Raia eram a família Pipponzi e os fundos Gávea e Pragma (atual Janos). Já na Drogasil, os principais acionistas eram a família Pires e a família Galvão.

O CEO da Raia era um dos seus principais controladores — o Sr. Antonio Carlos Pipponzi —, que havia liderado a companhia desde a década de 80, transformando-a de uma pequena empresa familiar em uma das empresas líderes de mercado e com capital aberto. Dois membros da família controladora ocupavam posições de alta gestão com plena qualificação para tal, incluindo experiências prévias em grandes empresas de consultoria de primeira linha e MBAs em escolas americanas de ponta.

Já na Drogasil, o CEO era o Sr. Cláudio Roberto Ely, que havia assumido a Drogasil após uma grande reestruturação e que a havia transformado na empresa mais rentável e valorizada do setor, tendo liderado a sua abertura de capital. Ely não era acionista da companhia, mas tinha quase 15 anos de empresa e, por isso, era um profissional de confiança dos acionistas da Drogasil e com fortíssima reputação no mercado. O desafio é que o Sr. Cláudio estava em um momento em que ele já havia decidido por se aposentar em até dois anos após a fusão. Os dois outros principais executivos da Drogasil também tinham idade acima de 60 anos e não poderiam ser candidatos a sucedê-lo.

No momento que antecedia a fusão, contava-se na imprensa que os empresários Antonio Carlos Pipponzi e Carlos Pires de Oliveira Dias tinham estilos de administração bem distintos: “Dias gosta de descentralizar decisões, delega e cobra resultados. Pipponzi prefere saber de todos os detalhes e seria dele a última palavra antes de qualquer movimento estratégico”⁸.

⁸ IstoÉ Dinheiro. É melhor unir do que remediar. 29/07/2011. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/negocios/20110729/melhor-unir-que-remediar/76458.shtml>

NOTAS DE ENSINO

O caso de ensino da fusão da Raia Drogasil apresenta uma história de fusão bem-sucedida de duas empresas de capital aberto. Este é um dos poucos casos de ensino documentados de fusões e aquisições com empresas brasileiras.

Neste capítulo, são apresentados os objetivos educacionais do caso, as sugestões para a aplicação do caso e o desfecho dado pela empresa.

- **Objetivos educacionais**

O caso da Raia Drogasil pode ser utilizado para diferentes finalidades educacionais, bastando que o professor direcione a questão do caso para seu objetivo de aula. É possível adotar uma das perguntas sugeridas no caso ou o docente pode formular outro desafio, a seu critério, para os alunos.

Embora não exclua outros usos do caso, nossa sugestão é que ele seja utilizado para os seguintes temas:

- **Fusões e aquisições:** Como estruturar a fusão das duas empresas para contemplar os interesses dos dois grupos controladores e também dos investidores?
- **Governança corporativa:** Como estruturar a governança corporativa da nova empresa resultante da fusão, principalmente em relação à estrutura da gestão e ao acordo de acionistas?
- **Gestão mercadológica:** Como deveria ser a integração entre as marcas Raia e Drogasil após a fusão?

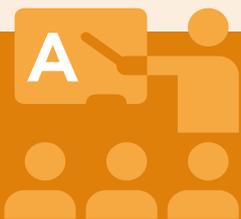
• Público-alvo

Este caso destina-se a alunos de graduação, pós-graduação *lato* e *stricto sensu* em Administração de Empresas, Economia, Gestão e outros cursos afins. Pode ser utilizado nas disciplinas de gestão empresarial, gestão estratégica, gestão financeira, governança corporativa e *Marketing*. Como o caso envolve discussão por parte dos alunos, ele é adaptável ao nível de conhecimento destes—alunos de níveis mais avançados terão discussões mais avançadas—, permitindo seu uso em turmas diversas em termos de idade, experiência profissional ou grau.

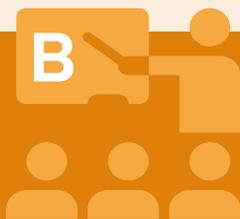
SUGESTÃO PARA UTILIZAÇÃO DO CASO

• Alternativas para a leitura do caso

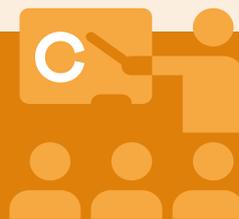
Este caso permite algumas variações na sua utilização com os alunos. Aqui, sugerimos três delas:



Entrega prévia do caso aos alunos para leitura. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente. Leitura recomendada.



Leitura recomendada. Entrega prévia do caso aos alunos para leitura. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente.



Apresentação (pelo docente) de slides que sintetizam o caso. Entrega do caso para os alunos para consulta. Discussão em sala de aula ou ambiente virtual. Devolutiva por parte do docente.

A variação desses três tipos de interação entre o docente e o aluno se dá em relação ao momento em que os alunos vão ler o caso. Se houver a oportunidade, o caso pode ser entregue para os alunos com antecedência para leitura antes do encontro ou da aula virtual. Caso o encontro não permita leitura prévia, os alunos podem ler o caso durante a aula ou, ainda, como na alternativa C, o professor pode fazer uma apresentação com *slides* sobre o caso, sintetizando-o. A alternativa C possibilita maior profundidade (que seria obtida com a leitura do caso) por maior tempo para discussão, o que pode ser interessante em cursos para executivos.

• **Número de desafios propostos**

Sugere-se que os alunos respondam a um ou mais dos desafios propostos no caso. Não há necessidade de se responder a todos os desafios – isso permite customizar o caso para os objetivos de aula do docente.

• **Devolutiva do caso e sugestões de leitura**

No tópico a seguir, encontra-se uma síntese das decisões que foram tomadas pela empresa para as questões propostas.

Não existe resposta certa ou errada para o caso, o objetivo maior é provocar discussão e reflexão por parte dos alunos. No entanto, é interessante que o professor apresente para eles as decisões tomadas na história real da empresa e os resultados que a empresa obteve, já que se trata de um caso real.

As leituras mais indicadas irão variar de docente para docente. No entanto, fornecemos no Quadro 3 uma relação de leituras para cada um dos desafios propostos. A escolha das leituras foi feita com base em uma seleção de textos prioritariamente em Português, acadêmicos e de leitura mais difundida na área de Administração. Notadamente, os docentes poderão escolher leituras que considerem mais adequadas para o seu público de alunos participantes do caso. O objetivo dessa seleção de leituras é situar o docente no contexto bibliográfico e teórico em que o caso foi elaborado. Assim, é uma sugestão mais para o docente do que para o aluno em si.

QUADRO 3 - QUESTÕES E LEITURAS RECOMENDADAS

Objetivo educacional	Questão proposta aos alunos	Leituras recomendadas
Desafio geral	Como estruturar a fusão das duas empresas para contemplar os interesses dos dois grupos controladores e também dos investidores?	<p>Carlin, E. L. B. Fusões e aquisições. São Paulo: Juruá Editora, 2015.</p> <p>Marinho, A. Fusões e aquisições de empresas: mudança e transformação no mundo corporativo. São Paulo: All Print, 2014.</p> <p>Oesterle, Dale. Mergers and Acquisitions in a Nutshell. West Group, 2001.</p> <p>Capron, Laurence; Mitchell, Will. Build, buy or borrow: solving the growth dilemma. Boston: Harvard Business School Press, 2012.</p> <p>Barros, Betânia Tanure et al. Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. Editora Atlas, 2003.</p>
Governança corporativa	Como estruturar a governança corporativa da nova empresa resultante da fusão, principalmente em relação à estrutura da gestão e ao acordo de acionistas?	<p>Monks, Robert A.G., Minow, Nell. Corporate Governance. New York: Wiley & Sons, 2011, 5a ed. ISBN: 978-0-470-97259-5</p> <p>Lodi, João Bosco. Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Campus, 2000.</p>
Gestão mercado-lógica	Como deveria ser a integração entre as marcas Raia e Drogasil após a fusão?	<p>Tavares, Mauro Calixta. Gestão de marcas: construindo marcas de valor. São Paulo: Harbra, 2008.</p> <p>Serralvo, F. A. Gestão de marcas no contexto brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2008.</p>



Cerimônia de comemoração do IPO da Raia. Imagens cedidas pelo Centro de Memória B3 – Fotógrafo Luiz Prado.

O DESFECHO DO CASO

Este capítulo apresenta os resultados obtidos pela Raia Drogasil em decorrência da fusão e as decisões tomadas pela empresa. No entanto, nossa sugestão é alertar os alunos de que as decisões tomadas pela empresa não são necessariamente as únicas corretas; existe toda uma gama de possíveis soluções, não dadas à época, que poderiam ter desfechos favoráveis para a empresa.

• Como foi estruturada a fusão das duas empresas

A primeira questão formulada, no desafio geral do caso, foi de como estruturar a fusão das duas empresas para reconhecer o valor econômico de cada uma, enquanto a segunda questão foi no sentido de como conciliar essa relação de troca de ações com o compartilhamento pleno do controle entre os acionistas controladores da Raia e da Drogasil.

A relação de troca de ações considerou o valor de mercado de cada companhia, de forma que os acionistas originais de Raia passaram a deter 43% das ações totais da nova empresa, já os da Drogasil passaram a deter 57%.

• Governança corporativa

Foi estruturado um Acordo de Acionistas com validade de dez anos, o qual estabeleceu que, de início, 40% das ações não poderiam ser alienadas. Foi também estabelecido um cronograma progressivo de liberação de ações, o qual reduziria as ações restritas de 40% no Ano 1 para 30% no Ano 5, mantendo-se os 30% até o ano 10. Isso foi fundamental para garantir um grupo de controle estável no longo prazo sem comprometer toda a liquidez dos acionistas.

Para assegurar a plena igualdade entre os grupos acionários no exercício do controle

da Raia Drogasil, o Acordo estabeleceu que as ações restritas seriam, a qualquer tempo, compostas por 50% das ações de acionistas controladores originários da Raia e 50% de acionistas da Drogasil. Todas as ações dos controladores votam sempre em conjunto com o Acordo, e a decisão de votos segue essa proporção igualitária de ações restritas. Isso faz com que os controladores da Raia e da Drogasil tenham idêntico poder de voto, em que pese o número das ações detidas entre os acionistas não ser necessariamente igual.

Foi constituído um Conselho de Administração com nove membros: três indicados pelos controladores da Raia, três pelos da Drogasil e três conselheiros independentes. Antonio Carlos Pipponzi foi nomeado presidente do Conselho, estando também presente nos quatro comitês de apoio à gestão que foram criados (Finanças e Risco, Expansão, Estratégia e Pessoas).

Cláudio Ely foi nomeado CEO e os demais diretores foram por ele escolhidos, incluindo dois executivos que eram membros do grupo de controle da Raia. Foi contratada uma empresa de consultoria de primeira linha para assessorá-los na definição da estrutura e na integração. Seu processo sucessório foi iniciado logo após o fechamento da transação, e em julho de 2013, um ano e meio após a fusão, a companhia contratou um novo CEO, Marcílio Pousada, que veio de fora da empresa, e cuja neutralidade permitiu acelerar a integração e criar uma terceira cultura na companhia que combina o melhor da Raia e da Drogasil.

• Unificar ou não as marcas

O primeiro Desafio Complementar foi resolver como deveria ser a integração entre as marcas Raia e Drogasil após a fusão.

Após várias análises realizadas, as duas marcas foram mantidas no mercado de forma

independente. Essa decisão foi tomada por alguns motivos. Primeiramente, pela distribuição geográfica das lojas, como mostrado na Figura 1. Anteriormente, havia muitos Estados em que somente uma das marcas operava.

Nos Estados em que elas concorriam, a análise dos cartões de fidelidade mostrou que, como elas possuem público diferente entre si — a Raia sendo mais forte com o público feminino e mais jovem e a Drogasil com o público mais idoso — e também formatos de loja ligeiramente diferentes, havia uma baixa incidência de compras cruzadas entre os clientes principais de cada bandeira, demonstrando uma forte preferência de marca dos respectivos consumidores. Assim, uma significativa proporção de consumidores poderia preferir migrar para uma terceira bandeira, caso a marca de sua preferência deixasse de existir.

Essa clara preferência de marca dos consumidores também permitiu à Raia Drogasil acelerar a sua expansão em São Paulo, aumentando a densidade de lojas com baixa canibalização, uma vez que a loja a ser aberta sempre recebe marca diferente daquela mais próxima e mais exposta à canibalização.

· **Estratégia de integração**

A Raia Drogasil foi a empresa resultante da fusão de duas empresas concorrentes de portes e condições estratégico-financeiras semelhantes. Por isso, não houve, nesse caso de fusão, uma empresa dominante que tenha “incorporado” a outra. O que a Raia e a Drogasil fizeram foi aproveitar a sinergia das empresas para agregar valor ao negócio.

Uma das primeiras atividades decorrentes da fusão foi a negociação de preços com fornecedores. Havia produtos que uma pagava mais barato que a outra, e a partir da fusão os produtos seriam comprados pela mesma instituição. O *timing* para negociar com os fornecedores foi essencial, porque caso se passasse muito tempo entre a fusão e a negociação de preços, os preços da empresa que pagasse menos já teriam subido.

Depois foram aproveitadas as competências que cada uma possuía para agregar ao negócio. A Raia era uma empresa de empreendedores, com plataformas tecnológicas no ponto de venda e inteligência de expansão em termos de lojas, além de ter formatos de lojas mais atualizados, assim essas características passaram a ser incorporadas nas lojas Drogasil. A Drogasil, por sua vez, era muito forte em processos e na retaguarda; em adição, possuía uma cultura forte de disciplina de execução e controles operacionais, dessa forma essas competências foram adotadas na nova empresa.

Na estrutura organizacional, as empresas continuaram com duas Vice-presidências de Operações de Varejo — uma para cada bandeira. Mas as demais áreas funcionais foram unificadas.

• **Desempenho da Raia Drogasil**

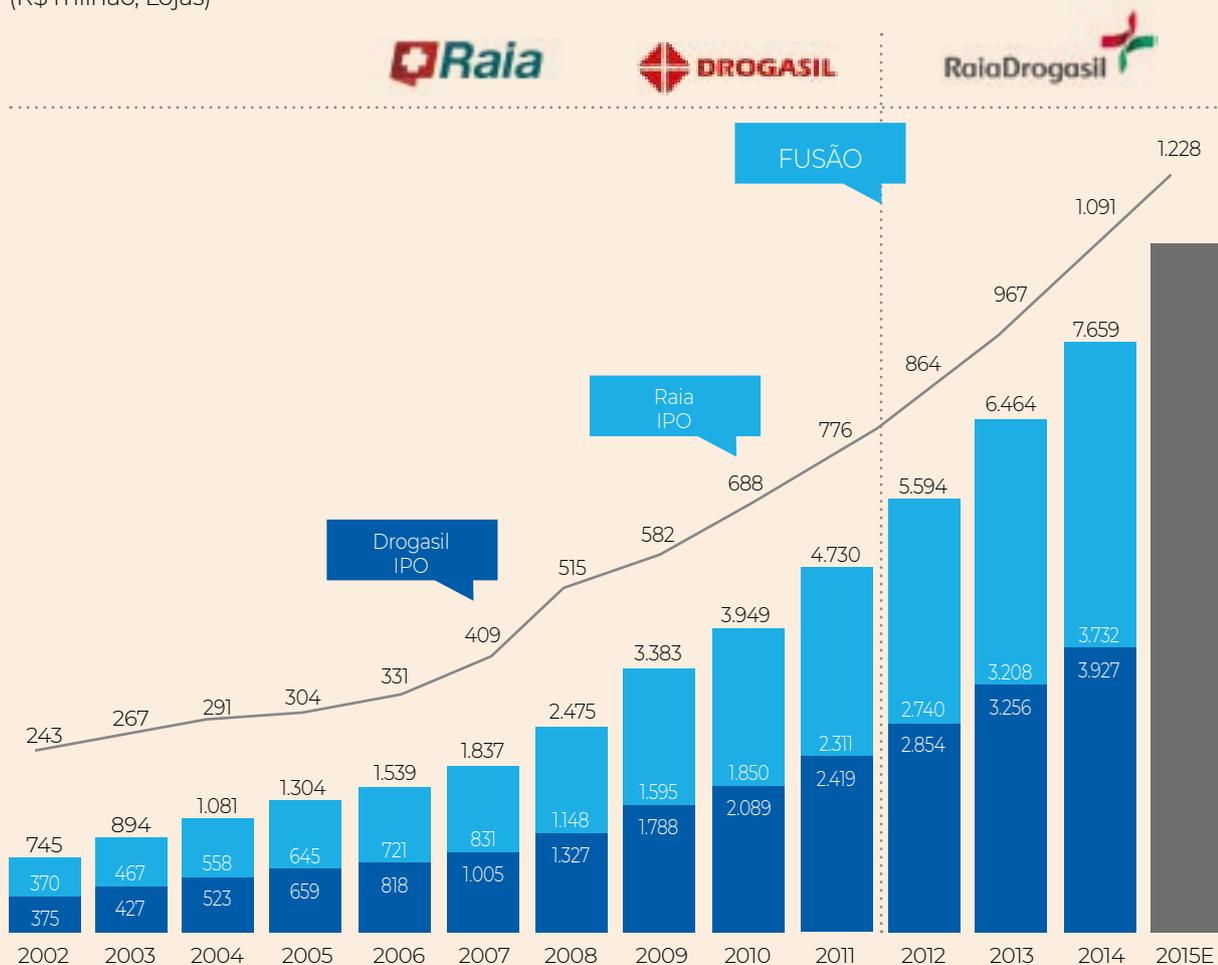
Após a fusão, os resultados da empresa foram superiores aos resultados combinados da Droga Raia e da Drogasil separadamente. Isso ocorreu graças à melhoria do padrão de operação da empresa unificada como consequência da união e ao aumento da densidade de lojas em mercados existentes, sobretudo em São Paulo, que foi efetivado a partir da alavancagem de duas marcas complementares, o que não teria sido possível com marca unificada.

O Gráfico 1 mostra as receitas individuais da Raia e da Drogasil até a fusão, em 2011, e o crescimento que estas tiveram nos anos posteriores, já atuando como uma só companhia.

Gráfico 1 - Receita bruta e número de lojas pré e pós-fusão

RECEITA BRUTA & TOTAL DE LOJAS

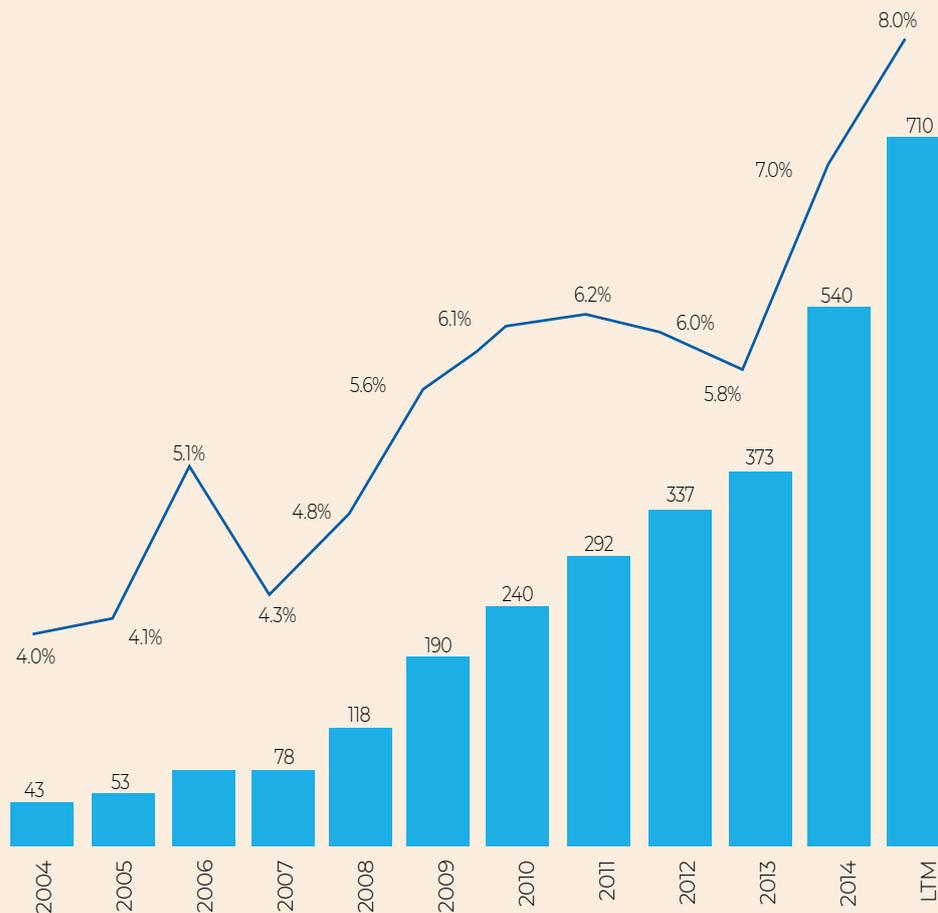
(R\$ milhão, Lojas)



Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional 2014.

EBITDA

(R\$ milhão % da Receita Bruta)



Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional 2014.

Comparando-se os números de 2011, ano em que ocorreu a fusão, com os valores acumulados nos últimos 12 meses encerrados em 30 de setembro de 2015, a Raia Drogasil incrementou o seu total de lojas em 51,7%, ingressou em oito novos Estados brasileiros e mudou o seu patamar de receita e rentabilidade.

Nesse período, a companhia registrou um crescimento cumulativo de sua receita bruta de 86,4% e um incremento de lucro líquido de 145%. Como consequência, o seu valor de mercado mais do que triplicou no período, saltando de R\$ 4,3 bilhões para R\$ 13,1 bilhões, conforme ilustra a tabela abaixo:

Destaques operacionais	2011	3T15	Var. %
Lojas	776	1.177	51,7%
Área de Vendas	109.095	164.367	50,7%
Presença Geográfica	9 Estados 78% do Mercado Brasileiro	17 Estados 89% do Mercado Brasileiro	+8 Estados 11% do Mercado Brasileiro
Funcionários	17.244	25.408	47,3%
Destaques Financeiros (R\$ milhão)			
Receita Bruta	4.730	8.815	86,4%
Lucro Bruto (% da Receita Bruta)	1.232 26%	2.565 29,1%	+108,2% +3,1
EBITDA (% da Receita Bruta)	292 6,2%	710 8,0%	143,2% +1,9%
Lucro Líquido (% da Receita Bruta)	151 3,2%	370 4,2%	145,0% +1,0%
Valor de Mercado (bilhões)	4,3	13,1	204,7%



Cerimônia de comemoração do IPO da Drogasil. Imagens cedidas pelo Centro de Memória B3. Fotógrafo Alessandro Roncatti.



BRASIL
BOLSA
BALCÃO

© 2018 B3 S.A - BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Todos os direitos reservados. B3

Esta obra destina-se a fins educacionais, sendo seu conteúdo de integral e exclusiva responsabilidade de seus autores. O texto não reflete necessariamente a posição ou as opiniões da B3 sobre os assuntos nele versados, e tampouco constitui indicação, assessoria e/ou aconselhamento para tomada de decisão, ou qualquer recomendação de investimento.

Projeto gráfico e diagramação: Gaudí Creative Thinking