

**PAULO EGYDIO SETÚBAL**

**ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO  
ORGANIZACIONAL E ESTRATÉGICA DE UMA  
EMPRESA FAMILIAR**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo para  
obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção

**São Paulo  
2011**

**PAULO EGYDIO SETÚBAL**

**ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO  
ORGANIZACIONAL E ESTRATÉGICA DE UMA  
EMPRESA FAMILIAR**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo para  
obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção

Orientador:  
Prof. Dr. Mauro Zilbovicius

**São Paulo  
2011**

2334474

TF-2011

Set9a

lento: 4 2011 AX

DEDALUS - Acervo - EPRO



32100012256

ACOMPANHA CD

## FICHA CATALOGRÁFICA

**Setúbal, Paulo Egydio**

**Análise da reestruturação organizacional e estratégica de uma empresa familiar / P.E. Setúbal. -- São Paulo, 2011. 142 p.**

**Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.**

**1. Estrutura organizacional 2. Empresa familiar 3. Estratégia organizacional 4. Administração financeira I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II. t.**

2334474

TF. 2011

Set9a

lento: 4 2011 AX

DEDALUS - Acervo - EPRO



32100012256

ACOMPANHA CD

## FICHA CATALOGRÁFICA

**Setúbal, Paulo Egydio**

**Análise da reestruturação organizacional e estratégica de uma empresa familiar / P.E. Setúbal. -- São Paulo, 2011. 142 p.**

**Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.**

**1. Estrutura organizacional 2. Empresa familiar 3. Estratégia organizacional 4. Administração financeira I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II. t.**

## DEDICATÓRIA

Ao meu pai, pelo incentivo e determinação.



## AGRADECIMENTOS

Agradeço fortemente a meu orientador, Prof. Dr. Mauro Zilbovicius, pela dedicação com que conduziu este Trabalho de Formatura.

Reverencio meus avós, especialmente meu avô Olavo, pelo legado de inteireza, exemplo de ser humano, e minha avó Nair, por ter dedicado enorme afeto e dedicação à minha infância.

Agradeço a meu pai, pela força, pela determinação, pelos inúmeros conselhos e pelo amor. À minha mãe, particularmente pelo amor que sempre devotou aos filhos.

Agradeço a minhas irmãs, Carolina e Júlia, pelo estímulo e pela união em todos os momentos.

Agradeço a todos meus outros familiares, em especial a meus padrinhos Roberto e Hilda, a minha prima Camila e meu padrasto Paulo.

À minha namorada, Karen, pelo companheirismo, pela paciência e pelo amor.

Agradeço a meus amigos do Lourenço, do Santa Cruz, da Poli e da vida pelos bons momentos e pela confiança.

Agradeço também a todos que contribuíram para este TF, especialmente Raul e Márcia.





## RESUMO

O mercado e os agentes financeiros desempenham um papel cada vez mais importante nas operações da economia doméstica e internacional, o que exerce grande pressão externa sobre as corporações. Por outro lado, empresas familiares são uma forma predominante de negócios no mundo. Segundo estimativas conservadoras, em termos mundiais, 65% a 80% das empresas são familiares.

O presente Trabalho de Formatura surge desse paradoxo, ao analisar a reestruturação de uma empresa de materiais de construção, controlada por um grande grupo familiar. Tal empresa passou por uma mudança complexa após a morte de seu fundador e a saída do CEO da família para a entrada de outro, com background financeiro. Tal CEO, por ter incentivos diferentes, mudou a lógica da gestão tornando-a focada, segundo ele, em “fazer da ação uma moeda forte”. Em consequência disso, foi feita uma fusão com outra empresa do setor e elaborados grandes planos de expansão.

Este estudo foca a análise do ponto de vista organizacional, de métodos de tomada de decisão e da estratégia de tal reestruturação, com o objetivo de entender os mecanismos da mudança e, a partir disso, apontar os principais problemas encontrados na nova lógica. Ao final, são propostas possíveis soluções para os problemas mais relevantes.

**Palavras-chave:** Estrutura organizacional. Empresa familiar. Estratégia organizacional. Administração financeira.



## ABSTRACT

Market and financial players have an increasingly important role in the domestic and international operations of the economy, which exerts great external pressure on corporations. On the other hand, family owned companies are a predominant form of business in the world. Conservative estimates show that globally, 65% to 80% of companies are family owned.

Using this paradox, the paper will analyze the restructuring of a construction materials company controlled by a large family group. This company has experienced major changes after the death of its founder and the replacement of the CEO, who was a family member. The incoming CEO had a strong financial background. By having a different business view, he changed the management philosophy to be, in his opinion, more focused on “making the company shares a strong currency”. In consequence of this vision, the company chose to merge with another in the same industry and big plans for expansion were made. This was done even though the controlling group would lose partial control of the company.

The main topic of this study is to make an analysis of the restructuring of a company from three perspectives: organizational, methods of decision making and strategy. It is then possible to understand how the changes occurred, and thus to identify the main problems encountered during the process. At the end of the analysis, possible solutions for the most relevant problems are proposed.

**Key-words:** Organizational structure. Family owned business. Organizational strategy. Financial management.



## LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Equação Valor Esperado .....	56
Equação 2 – Equação Inovação e Compensação .....	58
Equação 3 – Fórmula WACC .....	89
Equação 4 – Fórmula CAPM.....	90



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Sequência Lógica do TF .....	21
Figura 2 – Modelo dos Três Círculos .....	30
Figura 3 – Modelo de Desenvolvimento Tridimensional .....	31
Figura 4 – Modelo de Complexidade da Família e dos Negócios .....	32
Figura 5 – Partes Básicas de Uma Organização .....	36
Figura 6 – Coordenação de Trabalho por Ajuste Mútuo .....	37
Figura 7 – Coordenação de Trabalho por Supervisão Direta .....	37
Figura 8 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Processos de Trabalho .....	38
Figura 9 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Resultados .....	38
Figura 10 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Habilidades .....	38
Figura 11 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Crenças .....	39
Figura 12 – Cinco Tipos de Descentralização .....	42
Figura 13 – Pressões na Organização .....	43
Figura 14 – Organização Empreendedora .....	44
Figura 15 – Organização Máquina.....	45
Figura 16 – Papéis dos Planejadores .....	47
Figura 17 – Organização Diversificada .....	48
Figura 18 – Pentatlo da Inovação .....	52
Figura 19 – Modelo de Árvore de Decisão.....	56
Figura 20 – Esquema da Metodologia do Trabalho.....	60
Figura 21 – <i>Flow</i> da Divisão Painéis de Madeira.....	67
Figura 22 – Destaques nos <i>Flows</i> da Divisão LMS.....	71
Figura 23 – Organograma da Empresa X .....	80
Figura 24 – Modelo das Tomadas de Decisão.....	85
Figura 25 – Estrutura Acionária Antes e Depois da Oferta .....	87
Figura 26 – Máquinas para Corte de Árvores.....	93
Figura 27 – <i>Payback</i> Mecanização .....	94
Figura 28 – Máquina Comprada pela Empresa X .....	97
Figura 29 – Modelo de Governança .....	107
Figura 30 – Organograma Empresa Z .....	108
Figura 31 – Modelo de Decisão Empresa Z .....	112
Figura 32 – Modelo de Impacto X Prazo.....	126

<b>Figura 33</b> – Aplicação do Modelo Impacto X Prazo.....	129
---	-----

•



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Retorno das Empresas de Familiares.....	35
Gráfico 2 – Quebra da Receita Líquida da Empresa Z.....	66
Gráfico 3 – Capacidade Produtiva Expedível de Madeira ('000 m <sup>3</sup> /ano).....	68
Gráfico 4 – Canais de Distribuição – Divisão Painéis de Madeira.....	69
Gráfico 5 – Receita Líquida (R\$ milhões) e Margem Bruta da Área Madeira.....	69
Gráfico 6 – EBITDA (R\$ Milhões) e Margem EBITDA da Área Madeira .....	70
Gráfico 7 – Canais de Venda - Divisão LMS .....	71
Gráfico 8 – Receita Líquida e Margem Bruta da Divisão LMS .....	72
Gráfico 9 – EBITDA e Margem EBITDA da Divisão LMS .....	72
Gráfico 10 – Histórico do Preço de Fechamento das Ações da Empresa X.....	73
Gráfico 11 – Histórico do Preço de Fechamento das Ações da Empresa X.....	76
Gráfico 12 – Indicadores Macroeconômicos .....	78
Gráfico 13 – Estimativa Demanda MDF .....	89
Gráfico 14 – Distribuição do Capital antes da Fusão .....	103
Gráfico 15 – Distribuição de Capital Após a Fusão .....	103
Gráfico 16 – Relação de Troca Fusão.....	104
Gráfico 17 – Análise Combinatória considerando <i>Tag Along</i> .....	105



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Modelo de Escolha de Projetos Dupont.....	57
Quadro 2 – Cálculo do Risk Free .....	90
Quadro 3 – Cálculo do CAPM.....	90
Quadro 4 – Cálculo do WACC .....	91
Quadro 5 – Cálculo do Risk Free .....	95
Quadro 6 – Cálculo do CAPM.....	95
Quadro 7 – Cálculo do WACC .....	95
Quadro 8 – Números da Transação .....	106
Quadro 9 – Alçada dos Diretores.....	113
Quadro 10 – Parâmetros do Modelo Impacto X Prazo .....	127
Quadro 11 – Método de Pontuações Aplicada a Companhia Z.....	133



## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ABRAF: Associação Brasileira de Produtores de Florestas Plantadas  
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo  
CAGR: Compound Annual Growth Rate  
CAPEX: Capital Expenditures  
CAPM: Capital Asset Pricing Model  
CEO: Chief Executive Officer  
CSFB: Credit Suisse First Boston  
EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization  
EMBI: Emerging Markets Bond Index  
EPUSP: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo  
EUA : Estados Unidos da América  
EV: Enterprise Value  
EVA: Economic Value Added  
FCD: Fluxo de Caixa Descontado  
Fed: Federal Reserve (EUA)  
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística  
LMS: Divisão de Louças e Metais Sanitários da Empresa Analisada no TF  
LPA: Lucro Por Ação  
MDF: Medium-Density Fibreboard  
MDP: Medium-Density Particleboard  
Mg: Margem  
MV: Market Value  
MVA: Market Value Added  
NPV : Net Present Value  
ON: Ordinárias Nominativas  
PIB: Produto Interno Bruto  
PN: Preferenciais Nominativas  
RH: Recursos Humanos  
RI: Relação com Investidores  
ROCE: Return on Capital Employed  
ROI: Return On Investment  
ROIC: Return On Invested Capital

S&P : Standard and Poors

SVA : Shareholder Value Added

TF: Trabalho de Formatura

TI: Tecnologia da Informação

TIR: Taxa Interna de Retorno

UFE: United for a Fair Economy

US: United States

VBM: Value Based Management

VPL: Valor Presente Líquido

WACC : Weighted Average Cost Of Capital

---

# SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>19</b>
1.1	TRABALHO DE FORMATURA.....	19
1.2	CONTEXTO E NECESSIDADE .....	19
1.3	JUSTIFICATIVA DO TRABALHO .....	20
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	21
<b>2</b>	<b>REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>22</b>
2.1	FINANCEIRIZAÇÃO.....	22
2.1.1	<i>Histórico da Financeirização.....</i>	<i>22</i>
2.1.2	<i>Estrategistas Clássicos.....</i>	<i>23</i>
2.1.3	<i>Shareholder Value .....</i>	<i>24</i>
2.2	EMPRESA FAMILIAR.....	29
2.2.1	<i>Quem São as Empresas Familiares.....</i>	<i>29</i>
2.2.2	<i>Modelo Conceitual da Empresa Familiar .....</i>	<i>30</i>
2.2.3	<i>Criando um Modelo de Desenvolvimento .....</i>	<i>31</i>
2.2.4	<i>Empresa Familiar Complexa .....</i>	<i>31</i>
2.2.5	<i>Visando ao Longo Prazo .....</i>	<i>34</i>
2.3	ESTRUTURA ORGANIZACIONAL .....	35
2.3.1	<i>Partes Básicas da Organização .....</i>	<i>36</i>
2.3.2	<i>Mecanismos de Coordenação.....</i>	<i>37</i>
2.3.3	<i>Parâmetros de Design.....</i>	<i>39</i>
2.3.4	<i>Tipos de Estruturas Organizacionais.....</i>	<i>42</i>
2.4	GESTÃO DA INOVAÇÃO.....	50
2.4.1	<i>Processo de Inovação.....</i>	<i>50</i>
2.4.2	<i>Financeirização e Inovação .....</i>	<i>53</i>
2.4.3	<i>Seleção de um Projeto de Inovação .....</i>	<i>55</i>
2.4.4	<i>Compensação dos Executivos e Inovação.....</i>	<i>57</i>
2.5	ESTRATÉGIA CORPORATIVA .....	58
2.5.1	<i>Conceito de Estratégia .....</i>	<i>58</i>
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA .....</b>	<b>60</b>

3.1	COLETA DE DADOS.....	61
3.1.1	<i>Entrevistas.....</i>	62
3.1.2	<i>Documentos.....</i>	63
3.1.3	<i>Observação .....</i>	63
3.2	ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO .....	64
3.3	IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS PROBLEMAS .....	64
3.4	PROPOSTA DE MELHORIAS.....	64
<b>4</b>	<b>A EMPRESA.....</b>	<b>65</b>
4.1	BREVE HISTÓRICO .....	65
4.2	EMPRESA Z .....	66
4.2.1	<i>Área Madeira .....</i>	66
4.2.2	<i>Divisão Louças e Metais Sanitários (LMS) .....</i>	70
4.3	VISÃO DA EMPRESA PELO MERCADO FINANCEIRO.....	73
4.3.1	<i>Empresa X.....</i>	73
4.3.2	<i>Empresa Z.....</i>	76
<b>5</b>	<b>ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO.....</b>	<b>80</b>
5.1	EMPRESA X.....	80
5.1.1	<i>Modelo Organizacional .....</i>	80
5.1.2	<i>Método de Tomada de Decisão.....</i>	84
5.1.3	<i>Estratégia.....</i>	98
5.2	MUDANÇAS OCORRIDAS .....	100
5.2.1	<i>Fusão com Empresa Y.....</i>	102
5.2.2	<i>Mudança na Governança.....</i>	106
5.3	EMPRESA Z .....	108
5.3.1	<i>Modelo Organizacional .....</i>	108
5.3.2	<i>Modelo de Tomada de Decisão.....</i>	111
5.3.3	<i>Estratégia.....</i>	115
5.4	ANÁLISE DOS PRINCIPAIS PONTOS POSITIVOS E NEGATIVOS DA REESTRUTURAÇÃO .....	117
5.4.1	<i>Pontos Positivos.....</i>	117
5.4.2	<i>Pontos Negativos.....</i>	120
<b>6</b>	<b>PROPOSTAS DE MELHORIAS NA GESTÃO .....</b>	<b>125</b>



6.1	PRIORIZAÇÃO DOS PONTOS NEGATIVOS COM O MODELO IMPACTO X PRAZO .....	127
6.2	PROPOSTAS DE MELHORIA .....	129
6.2.1	<i>Criação de um Método Alternativo de Avaliação de Projetos.....</i>	<i>130</i>
6.2.2	<i>Mudando incentivos para mitigar os problemas de agência .....</i>	<i>134</i>
7	CONCLUSÃO .....	137
8	BIBLIOGRAFIA .....	140



# 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo define Trabalho de Formatura (TF), discorre sobre o contexto da empresa, aborda o objetivo do estudo realizado, apresenta a justificativa do trabalho (retomada na Conclusão) e expõe sua estrutura com um breve resumo de cada capítulo.

## 1.1 TRABALHO DE FORMATURA

O Trabalho de Formatura é requisito para a obtenção do diploma de engenheiro de produção da EPUSP. Ele é feito nos moldes acadêmicos concebidos para a resolução de problemas práticos fundamentados com uma base teórica. Este trabalho é um teste para que o aluno tenha, com amparo da Universidade, sua primeira experiência de resolução de problemas reais.

Ele foi desenvolvido numa empresa de materiais de construção de controle familiar. Tal empresa passou, entre o final de 2008 e o início de 2009, por uma série de eventos: (i) morte do fundador, (ii) saída do CEO da família para entrada de um não familiar que possui um background financeiro e (iii) fusão com outra empresa do mesmo setor. Esses acontecimentos resultaram na reestruturação da empresa.

## 1.2 CONTEXTO E NECESSIDADE

O trabalho é um estudo aprofundado da reestruturação ocorrida na Empresa X. Ele analisará, sob a luz dos mais importantes teóricos, as principais mudanças pelas quais a empresa passou e focará principalmente a estrutura organizacional, o método de tomada de decisão e a estratégia da empresa antes e depois da reestruturação.

A Empresa X era uma organização familiar, controlada por um bloco familiar, o Bloco A, que escolhe o conselho e a administração da empresa. Dessa forma, seu fundador era presidente do conselho, e seu filho, o CEO (em razão disso, ambos detinham poder muito grande, pois, além de entenderem muito do setor, concentravam a propriedade e o controle da empresa). Com isso, a Empresa X tinha uma gestão, segundo um dos ex-vice-presidentes, de empresa de dono, o que fazia com que houvesse poucas normas na alta administração. Essa situação propiciava um processo eficiente, mas dependente do ápice estratégico. Ao mesmo tempo, por serem donos da empresa, criavam estratégias que visassem ao longo prazo. Por

isso, aprovavam projetos, muitas vezes com retorno esperado negativo, por acreditarem que tal projeto geraria para a empresa um valor intrínseco que o modelo financeiro não pode capturar. Muitos projetos bons foram selecionados dessa maneira.

Com a morte do fundador e a saída do presidente, tomou posse um CEO, vindo de um banco também controlado pelo Bloco A. Ele não tinha experiência no setor, mas detinha um profundo conhecimento de finanças. Como encontrou a empresa sem lideranças e com brigas internas de poder, precisou criar uma padronização de processos de trabalho, presente na antiga empresa apenas no nível operacional, com o objetivo de organizar a companhia. Outra implementação desse CEO foi trazer uma visão financeira para a empresa: conferiu mais autonomia para cada uma das operações e criou um sistema de incentivos baseado na padronização de resultados para estimular os diretores a maximizarem o lucro em suas unidades.

Ao transferir essa visão financeira para a empresa, o crescimento passou a ser visto como necessário no curto prazo, para que a ação da companhia valorizasse cada vez mais. Com base nisso, tomou a sua principal decisão, a fusão com a Empresa Y. A operação significou perder parcialmente o controle da Empresa X, para torná-la uma companhia mais consolidada no setor. A fusão da Empresa X com a Empresa Y deu origem à Empresa Z.

O conselho da nova empresa, formado por dois blocos, passou a ser mais forte e mais atuante para lidar com uma administração puramente profissional. Com isso, a visão de longo prazo deixou de ser um agente de coesão entre todos os *stakeholders* e foi substituída pela de crescimento e de *shareholder value*.

Dado esse contexto, o presente trabalho tem o objetivo de avaliar a reestruturação por que passou a Empresa X para se tornar a Empresa Z e, a partir disso, classificará os principais pontos positivos e negativos da gestão. Dentre os negativos, o trabalho indicará os mais significativos e proporá, com base na correção deles, melhorias para a empresa.

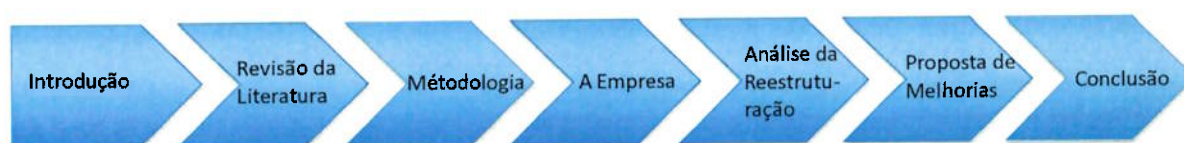
### 1.3 JUSTIFICATIVA DO TRABALHO

O Trabalho de Formatura tem, por definição, três interessados: o aluno, a Escola e a empresa. Em relação ao aluno, é requisito necessário para a obtenção do diploma de engenheiro. Porém, tão ou mais importante que isso, é a exposição do formando a um problema real, para o qual deverá apresentar solução, formulada com o respaldo da Escola. Em relação a ela, ao cobrar do aluno uma experiência real, prova a utilidade do conhecimento adquirido nos cinco anos de curso e, ao mesmo tempo, oferece aos professores oportunidade

de continuarem mantendo contato com o mercado e suas práticas. Em relação à empresa, espera-se que o TF a convença de sua utilidade, por ter identificando problemas existentes e apresentado respostas a eles, fundamentando-as com base teórica.

#### 1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho atual está dividido em sete capítulos, de modo a ilustrar sua sequência lógica.



**Figura 1 – Sequência Lógica do TF**  
 Fonte: Elaborado pelo Autor

A Introdução trouxe uma breve visão do contexto e da necessidade do Trabalho de Formatura, assim como do objetivo que ele pretende atingir na empresa;

Na Revisão da Literatura, busca-se descrever, à luz dos principais estudiosos do assunto, os temas importantes a serem analisados na companhia: financeirização, empresa familiar, organização de uma empresa, inovação e estratégia.

O capítulo dedicado à Metodologia tem o objetivo de apresentar os princípios normativos que orientaram o trabalho, tanto na coleta de dados, como na aplicação prática do desenvolvimento teórico.

Em A Empresa, será descrita a Empresa Z e suas três principais linhas de negócio: florestal, louças e metais sanitários e painéis de madeira e a visão histórica do mercado financeiro em relação à empresa.

A Análise da Reestruturação examina os dois principais momentos da vida da empresa – antes e depois da reestruturação –, segundo as teorias desenvolvidas no segundo capítulo.

Em Propostas de Melhorias, foram selecionados alguns pontos negativos, com a finalidade de se formularem respostas para eles.

A Conclusão contém a síntese das ideias apresentadas e desenvolvidas no decorrer do trabalho.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo apresenta os fundamentos teóricos que balizarão o desenvolvimento do presente trabalho. Serão abordados os temas pertinentes, assim como os conceitos e a metodologia propostos para a análise e para a melhoria dos problemas identificados.

### 2.1 FINANCEIRIZAÇÃO

Os estrategistas clássicos, como Porter, Prahalad, Hamel e Chandler, divergiam quanto à fonte das vantagens corporativas, mas convergiam quanto à identificação do problema: os desafios de uma firma diante do mercado de produtos. Essa visão se tornou anacrônica, segundo Williams *et al.* (2006), com a introdução do mercado de capitais acompanhada do aumento de investidores demandando o *shareholder value*. Tais mudanças na estratégia estão em um contexto maior chamado financeirização. Financeirização é, segundo Epstein (2005) “the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”.<sup>1</sup>

#### 2.1.1 Histórico da Financeirização

Esse tema vem ganhando importância, pois, segundo Williams *et al.* (2008), o movimento das finanças é, cada vez mais, visto como barômetro para o estado da economia e para a qualidade da administração econômica. Na década de 1990, acadêmicos começaram a explorar a idéia de financeirização e os meios pelos quais as finanças se tornaram mais importantes. Porém, existem muitas discrepâncias e inconsistências nos requisitos financeiros para o sucesso das empresas. Segundo Williams *et al.* (2008), no início dos anos 1990, a criação de valor na operação era muito relevante, perdendo importância depois de uma década. Na segunda metade dos anos 1990, empresas antigas americanas eram pressionadas por maiores lucros e, especificamente, para retornarem um ROI superior ao custo de capital. O famoso *shareholder value* sobrevive desde os anos 1990, pois, segundo os autores, seu significado é inconsistente e mutável.

Isso se iniciou entre 1950 e 1960 – depois de uma saída eufórica da 2ª Guerra Mundial – quando as finanças passaram a ser a promessa de segurança no longo prazo e de retornos cada vez maiores de capital. Com isso, o crescimento do mercado se deu em duas frentes: (i)

---

1. *op. cit.*, p. 3.

crescimento do investimento das pensões em fundos privados e (ii) crescimento de propriedades de casas.

O tema da financeirização tem ganhado importância crescente a partir dos anos 1970, uma vez que a experiência dos indivíduos e a trajetória da macroeconomia foram, cada vez mais, tornando-se mediados pelas novas relações com o mercado financeiro. A grande novidade dos anos 1970 foi o surgimento dos derivativos (*options, swaps, futures, forwards*). Na década de 1980, ocorreu uma inovação nos seguros: as seguradoras passaram a vender a parte de sua carteira para o mercado financeiro.

Essas e outras mudanças, segundo Williams *et al.* (2008), aumentaram o risco de uma *downturn* na economia. Por outro lado, deram um novo papel a engenheiros financeiros, que começaram a desenvolver modelos como o *Black-Scholes*. Além disso, o risco passa a ser negociado, criando novas oportunidades de *trading*. Uma negociação intensa e especulativa desses papéis faz com que ninguém saiba quem está com a parcela da dívida, o que, segundo Williams *et al.* (2008), foi um dos fatores que provocou a crise do *subprime*.

Problemas estruturais foram deixados de lado em discursos oficiais que focavam governança corporativa e ensino de finanças como remédios para melhorar o comportamento dos atores principais, que geralmente não cumprem as funções que lhe são demandadas.

Williams *et al.* (2008) concluíram desse histórico que as finanças aumentaram a desigualdade resultante da má distribuição dos benefícios. Para eles, está claro que (i) inovações como as securitizações efetivamente facilitaram o crédito, originando um *boom* imobiliário; (ii) que as políticas públicas de controle de excessos são rudimentares, já que focam apenas problemas inflacionários, em vez de levarem também em consideração bolhas de ativos, problema relevante dessa década.

### 2.1.2 Estrategistas Clássicos

Williams *et al.* (2006) fizeram uma revisão dos principais estrategistas clássicos para identificar uma base comum entre eles. Nota-se que existe uma grande heterogeneidade em relação às ferramentas utilizadas por eles; por isso, foi difícil generalizar sua visão. Nos anos 1960, os estrategistas tinham sua base organizacional, ou seja, conforme Chandler (1962, *apud* Williams *et al.*, 2006) e Mintzberg (2004), adiciona-se valor à empresa com uma escolha apropriada de organização, controle e planejamento que se ajuste ao tipo de empresa (ver item 2.5).

Porter (1980) muda o foco, quebrando a microeconomia em peças e utilizando o conceito das Cinco Forças, para argumentar sobre como a empresa podia ganhar vantagem competitiva. Já para Prahalad e Hamel (1990, *apud Williams et al.*, 2006), companhias podem reinventar as *core competences*.

Williams *et al.* (2006) concluíram que os autores, de uma maneira ou de outra, tinham o tema comum de analisar a empresa que enfrenta o mercado de produtos e propunham mudanças competitivas como reorganização divisional, posicionamento ou mobilização das *core competences*.

### 2.1.3 Shareholder Value

No final dos anos 1990, segundo Williams *et al.* (2006), o termo *shareholder value* popularizou-se nos Estados Unidos e no Reino Unido, em decorrência, principalmente, de três fatos: (i) o mercado acionário desses países era muito grande, uma vez que o valor de mercado de todas as ações desses países era equivalente ao seu PIB – diferentemente da Alemanha em que valiam menos da metade; (ii) os principais acionistas das empresas passaram a ser instituições, como fundos de pensão e de previdência cujos gestores são pressionados para retorno em curto prazo; (iii) os *takeovers* hostis eram permitidos, causando ameaça para os administradores de empresas que performaram mal. Outro fator para o evento ter ocorrido nesses lugares, conforme Faccio e Lang (2002), foi o fato de a propriedade na Europa continental estar na mão de famílias, enquanto nos EUA e no Reino Unido estava diluída no mercado, originando separação entre gestão e controle.

Tais fatores foram o pontapé inicial no surgimento do famoso *shareholder value*. Para Rappaport (1998), o movimento ganhou muita forma com os *takeovers* que geraram incentivos para os administradores focarem a administração pelo valor.

Rappaport (1998) reconhece que os objetivos da administração podem diferir dos acionistas. Conforme a teoria da economia de mercado, baseada nos indivíduos promovendo interesses próprios, os administradores podem entrar em transações que são melhores para seus objetivos, mesmo que prejudiquem os acionistas. Para evitar esse tipo de atitude, o autor cria quatro fatores importantes para incentivar o administrador a ter a orientação para o *shareholder*: (i) grande posição acionária do executivo na empresa, (ii) compensação alinhada com o retorno ao acionista, (iii) ameaça real de *takeover* por outras empresas e (iv) existência de um mercado competitivo de executivos.



Para Koller, Goedhart e Wessels (2005), os administradores não devem ter apenas entendimento teórico da instituição de valor, mas devem ser capazes de estabelecer um link tangível entre sua estratégia e a produção de valor. Logo, ele deve se focar menos em gerar resultados financeiros de curto prazo e mais em gerir uma companhia “saudável”. Segundo os autores, o mercado recompensaria, teoricamente, as companhias que visam ao valor de longo prazo, o que ajuda a economia e os *stakeholders*. É infelizmente verdade que os administradores estão sob pressão para alcançar resultados bons no curto prazo, reduzindo a criação de valor no longo prazo. Essa tensão ocorre principalmente quando as companhias passam a maturar e desaceleram o crescimento. Tal dilema foi levado ao extremo com a falsificação de balanços no final dos anos 1990, para melhorar a aparência do curto prazo. Portanto, segundo Koller, Goedhart e Wessels (2005), cabe aos administradores fazer os *trade-offs* corretos entre curto e longo prazo e cabe ao conselho verificar essa escolha para criar valor no longo prazo.

### 2.1.3.1 *Gestão para o Valor*

Na década de 1990, consultorias e acadêmicos estudaram o *shareholder value* pela necessidade de *expertise*. Como consequência desse estudo, foi elaborada uma série de métodos de administração para o valor, como o EVA, o MVA e o SVA, entre outros.

O EVA é a técnica mais utilizada recentemente e mede o lucro residual que mostra se a firma ganhou mais do que seu custo de capital, isto é, o WACC. Tal sistema estimula as empresas a investirem apenas em projetos com VPL positivo. Segundo Stern *et al.* (1995), se o EVA é bem implementado, torna-se a parte central de um sistema integrado de gestão financeira, compassa todas as decisões corporativas financeiras da organização, providenciando, assim, uma linguagem comum entre os funcionários de todas os departamentos.

O MVA é a diferença entre o valor atual da empresa e o total de capital investido. Ele revela o quanto a companhia performou no longo prazo, utilizando seus recursos para gerar valor. A dificuldade de medir o MVA, segundo Milano e Schwartz (1998), é decorrente de três fatores: (i) a volatilidade do preço das ações, (ii) a dificuldade de ver o impacto das decisões no MVA e (iii) a inabilidade de medir o MVA nos diversos níveis da companhia.

O SVA representa, segundo Rappaport (1998), a quantidade de valor criado no cenário projetado, em decorrência da criação do valor resultante do investimento em taxas superiores ao custo de capital.

### 2.1.3.2 Governança Corporativa

A governança corporativa e a gestão para o valor (VBM) devem vir juntas, pois ambas são meios de assegurar que o administrador está gerando valor para o acionista. Segundo Williams *et al.* (2006), o VBM foi criado por consultores com a promessa de aumentar a ação da administração para o *shareholder value*, enquanto a governança corporativa é um sistema regulatório público, criada com a promessa de controlar e de incentivar os administradores a buscarem o *shareholder value*. Porém, segundo os mesmos autores, “Corporate governance, like VBM, turns out to deliver less than it promises”<sup>2</sup>. Eles justificam tal afirmação baseados no crescimento rápido dos salários dos CEOs das companhias abertas dos EUA e do Reino Unido.

Problemas potenciais da governança foram indicados no estudo de Fama (1980), sobre a Teoria da Agência. O autor surgiu com a ideia de maximizar os valores do indivíduo e da empresa por meio de um conjunto de contratos. Segundo Williams *et al.* (2006), “with shareholders as principal and managers as agent, in a world of imperfect information and incomplete contracts, agency costs could and should be controlled by writing an outcome-based for management pay”.

Uma segunda grande contribuição para a governança veio, para Williams *et al.* (2006), com a criação de uma teoria de boas práticas, elaborada no Reino Unido à luz do princípio de parceria dos investidores e dos administradores. Tal política tinha três pontos-chave: (i) motivação do administrador através de pagamento relacionado a *performance*, (ii) separação entre a figura do presidente do conselho e a do CEO e (iii) mercado de capitais ativo que dialogue com os administradores e, se necessário, vote contra estes. Porém, tais boas práticas não impediram eventos como o da Enron, que dispunha de um bom modelo de governança, com um conselho formado majoritariamente por conselheiros externos.

A resposta a esse evento foi mais governança: aumentaram o número de independentes no conselho, e os EUA aprovaram o ato Sarbanes Oxley, que cria um novo padrão para o conselho, para os administradores e para a contabilidade. A maior mudança foi ameaçar de prisão os administradores que aprovassem falsos balanços. Em decorrência desse evento, Alan Greenspan (2002, *apud* Williams *et al.*, 2006) criticou os “efeitos perversos” da remuneração variável atrelada às opções de compra.

A teoria ortodoxa financeira, como vista anteriormente, defende a remuneração variável como estratégia para alinhar o comportamento do *management*. Porém, segundo Core

---

2. *op. cit.*, p. 49.

*et al.* (2003), pesquisadores têm grande dificuldade em provar que existe correlação entre esses incentivos e a *performance* da empresa.

Williams *et al.* (2006) fizeram um estudo em que analisam a questão, com duas principais variáveis: o aumento do pagamento ao CEO desde 1980 e a relação entre o *shareholder value* e o *effort* do administrador. No primeiro item, verificou-se um aumento expressivo do salário das 350 maiores empresas, de USD 1,3 milhão em 1980 a USD 14 milhões em 2000. No segundo, os autores definem o pagamento dos CEOs como *value skimming*, o que representa um enriquecimento dos administradores sem uma relação clara com a criação de valor. Apresentam ainda um dado interessante reportado pela UFE (United for a Fair Economy): 70% das companhias com irregularidades no balanço tinham salários acima da média de mercado.

Outro estudo elaborado com relação a problemas na governança corporativa foi feito por Kanniainen (1998). Nele, a autora prova formalmente a proposição de Jensen (1986), que alega que os administradores têm incentivo para fazer uma firma crescer mais que seu tamanho ótimo. Isso ocorre porque tal crescimento aumenta a quantidade de recursos em seu poder e aumenta sua compensação, normalmente atrelada ao crescimento da receita e do lucro.

### 2.1.3.3 *Financeirização e Performance Corporativa*

Williams *et al.* (2006) abordam como a financeirização pode servir de conceito sociocientífico para pensar sobre a entrada do mercado de capitais e seus efeitos na estratégias das firmas. Nessa visão, o acionista define uma busca utópica pelo crescimento e por maiores ROICs. Porém, o autor apresenta uma análise do S&P 500 e coloca em xeque a VBM, uma vez que a pesquisa conclui que, em média, uma firma grande é ineficaz na criação de valor através de intervenções estratégicas para melhorar números.

Conforme visto anteriormente, os CEOs ganharam desde 1980, grande aumento de salários; porém, segundo Williams *et al.* (2006), o ganho foi muito superior à sua habilidade de criar valor na firma através do aumento do ROCE ou do crescimento dela. Em sua pesquisa tratam de provar que a criação de valor atribuível aos administradores não melhorou significativamente entre 1980 e 2000. Para isso, analisam quatro principais pontos: (i) a significância das movimentações dos preços das ações, (ii) ROCE persistente, (iii) crescimento moderado e (iv) a complexidade da redistribuição.

A significância das movimentações é importante para analisar quanto da variação do preço da ação ocorre por fatores externos, *bull / bear market*<sup>3</sup>, ou por competência do administrados. Os autores investigam a significância das oscilações entre 1990 e 2000 e concluem que nenhum dos fatores<sup>4</sup> mais relevantes para a subida das ações está relacionado com a administração pelo valor.

Em segundo lugar, o ROCE<sup>5</sup> variou ciclicamente, mas não mostra nenhuma tendência no período analisado por Williams *et al.* (2006), o que indica que os retornos cresceram na mesma taxa em que o custo de capital.

O terceiro ponto é o crescimento da firma e das vendas. Segundo os autores, se considerarmos um grande grupo de empresas no longo prazo, o crescimento médio é semelhante ao crescimento do PIB. Esse estudo levantou uma questão quanto à habilidade das firmas para capturar aumentos do PIB. Dos itens anteriores, conforme observado anteriormente, o ROCE é um indicador difícil de ser alterado pela atuação da administração. Com isso, o *management* teria que focar seus esforços no crescimento do *top-line*. Porém, o estudo vê tendência de crescimento significativa apenas nas empresas que utilizavam uma lógica de aquisições, sendo difícil julgar a competência do gestor para aumentar a receita. Somado a isso, notou-se que a receita cresce mais rápido que o lucro e que, em termos reais, as empresas do S&P 500 crescem num ritmo semelhante ao do PIB americano. Portanto, os autores não notaram uma significância muito grande da VBM em aumentar a receita.

O último ponto abordado pelos autores é a complexa redistribuição de capital. Considerando-se o crescimento moderado das vendas e do lucro, é esperado que a distribuição de capital seja crescente, devido à dificuldade para a criação de valor no longo prazo. No Reino Unido, o autor notou forte crescimento da distribuição aos acionistas, o que não aconteceu nos EUA, onde o dividendo ficou relativamente constante em relação ao EBITDA<sup>6</sup>. Os autores explicam a diferença entre as duas respostas pelo fato de que a financeirização não implica uma clara lista de consequências.

---

3. *Bull e bear market* são expressões que descrevem tendência do mercado de alta e de baixa, respectivamente.

4. Os três fatores citados por Williams *et al.* (2006) foram: (i) comportamento irracional do investidor, enfatizado por autores de finanças comportamentais, como Shiller (2000, *apud Williams et al.*, 2006), (ii) diminuição da taxa de juros e (iii) aumento da classe média que investe na Bolsa americana e que, em todos os anos da década de 1990, injetou 10% do PIB na Bolsa de Valores.

5. ROCE é o retorno sobre o capital investido na empresa.  $ROCE = \text{Lucro Antes dos Juros} / \text{Capital Investido}$

6. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (lucros antes dos juros, imposto de renda, depreciações e amortizações).

Dos quatro pontos, o autor conclui que o CEO é uma classe ineficiente que administra eventos e foge de desastres, mas que não produz mudanças significativas na empresa nem conquista grandes vitórias.

## 2.2 EMPRESA FAMILIAR

Para Getsick *et al.* (1997), a empresa familiar é uma forma predominante de negócios pelo mundo. Esse tipo de organização é conectado com uma família e pode ser controlado e/ou dirigido por um dos seus membros. Tal conexão a torna especial: a família sabe da importância de seu papel *vis-à-vis* o papel dos outros acionistas; os funcionários da empresa reconhecem a diferença que o controle familiar exerce em seu trabalho, em sua carreira e na cultura da empresa; o marketing aproveita, muitas vezes, as vantagens da imagem de uma empresa familiar.

### 2.2.1 Quem São as Empresas Familiares

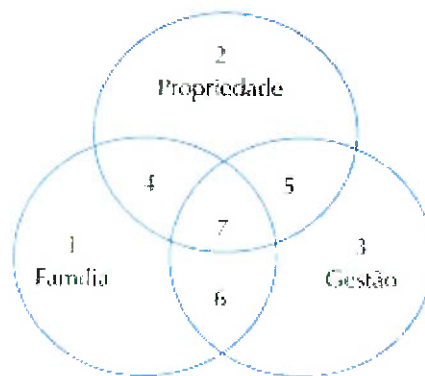
Segundo Getsick *et al.* (1997), existem muitos estudos que procuram avaliar a quantidade de organizações familiares no mundo, e as estimativas mais conservadoras giram em torno de 65% a 80% do total das empresas. É verdade que muitas delas dificilmente passarão da primeira geração; porém, se for analisada uma amostra de grandes empresas, como a apresentada pela *Fortune 500*, pode-se concluir, com base nos autores, que 40% delas são administradas ou controladas por famílias.

O sentimento que existe nessas companhias é diferente. O CEO de uma companhia familiar tem um papel distinto, se o vice é seu irmão. Essa especificidade apresenta pontos positivos e negativos. Quando os dirigentes são parentes, tradição, valores e prioridades vêm de uma fonte comum. Além disso, o autossacrifício pode ser encarado com um bem para a família toda. Isso, porém, às vezes acarreta atitudes antiprofissionais: a dinâmica da família pode invadir os negócios, tornando o relacionamento difícil.

Os profissionais de mercado não estão bem preparados para lidar com essas diferenças, pois os tópicos principais da administração são dados sem uma diferenciação entre empresas familiares e não familiares.

### 2.2.2 Modelo Conceitual da Empresa Familiar

O modelo teórico da empresa familiar surgiu em 1960 como um modelo de dois sistemas, a família e os negócios. Cada um dos círculos tinha suas próprias normas e estruturas de valor e de organização. Contudo, alguns indivíduos tinham obrigação nos dois círculos. Tagiuru e Davis desenvolveram o modelo dos três círculos, pois, em seus estudos, descobriram que havia mais distinção entre propriedade e administração do que entre família e negócios. Com isso, criaram o seguinte modelo:



**Figura 2 – Modelo dos Três Círculos**  
**Fonte:** Adaptado de Getsick *et al.* (1997)

Tal modelo descreve a empresa familiar como um sistema independente, mas *overlapping* de três subsistemas: família, negócios e propriedade. Entretanto, como uma pessoa pode ter mais de uma função, ele admite sete diferentes possibilidades:

- setor 1: abrange as pessoas que pertencem somente à família;
- setor 2: inclui os acionistas que não pertencem à família, nem são administradores;
- setor 3: engloba os administradores que não são familiares ou donos da empresa;
- setor 4: refere-se aos familiares que são donos, mas não são executivos da empresa;
- setor 5: contém os administradores com participação acionária, mas não são familiares;
- setor 6: reúne os membros da família que administram o negócio, porém não têm propriedade sobre a empresa;
- setor 7: congrega os executivos, também membros da família e donos do negócio.

Tal sistema tem, ao mesmo tempo, elegância teórica e aplicação imediata nos negócios, sendo uma ferramenta muito útil para os principais dilemas, prioridades e fronteiras da empresa familiar.

### 2.2.3 Criando um Modelo de Desenvolvimento

Os três círculos podem representar uma fotografia de qualquer negócio familiar num momento particular do tempo. No entanto, uma das questões fundamentais da empresa familiar, segundo Getsick *et al.* (1997), é causada pela passagem do tempo. É fácil perceber que cada círculo muda conforme as pessoas entram e saem dele. Os círculos mudam conforme os negócios e a família e vão evoluindo. Davis criou um modelo que captura o desenvolvimento de cada um dos três círculos:

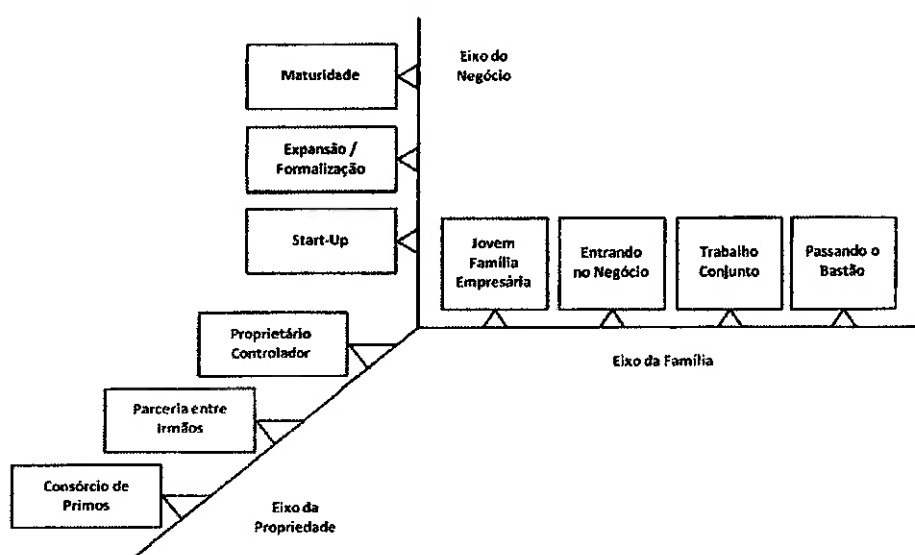


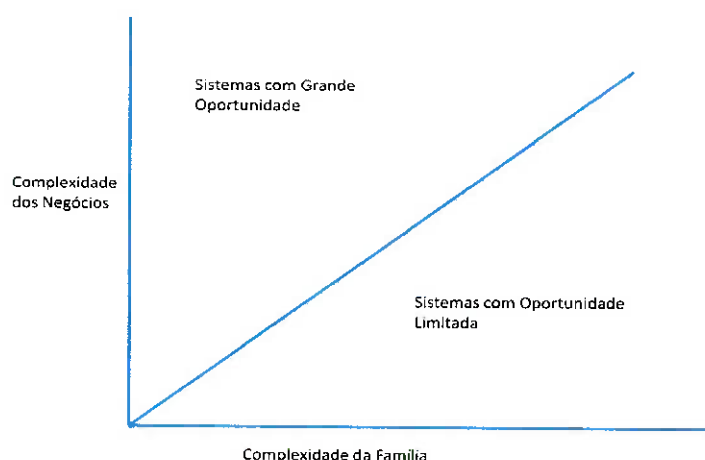
Figura 3 – Modelo de Desenvolvimento Tridimensional  
Fonte: Adaptado de Getsick *et al.* (1997)

É importante observar no modelo acima que a empresa analisada nesse trabalho revela, em relação aos negócios, grande maturidade; em relação à propriedade, um consórcio de primos; em relação à família, a passada do bastão. Com isso, tem-se o caso de uma empresa familiar complexa que será analisada com detalhes.

### 2.2.4 Empresa Familiar Complexa

As companhias familiares complexas são uma raridade entre as demais. Apenas 5% das empresas familiares americanas chegaram a esse estágio de desenvolvimento. Isso significa que a empresa respondeu com sucesso aos desafios que afetaram as demais.

Tal empresa possui complexidade nas três dimensões já referidas. O consórcio de primos não significa apenas que existe um grande número de sócios, mas que existe confiança. Há também complexidade, pois a forma de controle baseia-se em companhias holding, com ações em Bolsa de Valores. A companhia atingiu a maturidade do *business*. Se, ao mesmo tempo, cria-se um ambiente mais difícil e complexo para administrar, criam-se também oportunidades entre a família e os donos para energizar a relação dos três círculos. Se a família é menos complexa que os negócios, a oportunidade por membro da família é grande, o que gera interesse no negócio. Se o contrário ocorre, o incentivo para que a família e os negócios se mantenham unidos é pequeno, conforme observado no gráfico a seguir:



**Figura 4** – Modelo de Complexidade da Família e dos Negócios  
**Fonte:** Adaptado de Getsick *et al.* (1997)

#### 2.2.4.1 Questões de Propriedade

Segundo Getsick *et al.* (1997), um *business* de terceira geração possui de 15 a 25 membros. Nesse estágio a maioria dos acionistas não está empregada na companhia e tem informações indiretas sobre ela. Nessa etapa, a família cresceu e difere em renda em necessidades, filosofias, políticas etc. É necessário que o líder saiba que o acionista não funcionário tem um pedaço emocional na empresa. É necessário também que a empresa desenvolva um sistema de governança que informe e eduque os membros familiares e que estes tenham voz e papel na companhia. O conselho deve incluir alguns independentes, porém pode ser dominado pela família.

Outra questão importante é que a “família cresce mais rápido que os negócios”. Isso pode gerar alguns impasses, levando parte dela a querer mais dividendos, o que fará com que



sobre pouco para reinvestimento nos negócios. Por isso, balancear os negócios e a família exige planejamento e diálogo.

Portanto, os dois pontos principais nessa questão são informação e dividendos. Para cada um, a companhia deve traçar um planejamento, a fim de satisfazer o acionista e para que este queira ficar com a ação no longo prazo, sem que isso represente prejudicar os negócios.

#### **2.2.4.2 Questões de Família**

A família nesse estágio costuma ser numerosa, podendo chegar a mais de 50 membros. Ela tem uma história e grande acumulação de conhecimento. Muitas vezes a família tem laços estreitos com sua origem; porém, na maioria delas, sua motivação é baseada mais em interesses e necessidades próprias. Para uma família ter senso próprio, é necessária uma liderança forte.

#### **2.2.4.3 Questões do Negócio**

Companhias que atingiram o estágio de maturidade dos negócios já firmaram sua reputação de mercado, contrataram alguns administradores profissionais e estabeleceram um sofisticado sistema administrativo. Essas companhias costumam ser dominantes em seus nichos. No entanto, tamanho e maturidade têm desvantagens potenciais, como a de perder de vista dois princípios fundamentais, entendidos a fundo em estágios anteriores da empresa: foco estratégico e inovação. Segundo Getsick *et al.* (1997), grandes empresas podem considerar seu sucesso como certo e, em decorrência disso, deixar de ouvir seus clientes ou relegar potenciais concorrentes. Existe ainda o risco de pararem de inovar em modos que o mercado aprecia e de passarem a experimentar novos produtos longe de suas *core competences*.

A fonte de lideranças pode ser interna ou externa à família. Lideranças da família, se forem competentes, constroem a lealdade dos consumidores, funcionários e acionistas. Não familiares são preferíveis a familiares incompetentes, mas terão maior dificuldade em manter todas as peças unidas. A família tem uma decisão crítica: exercer sua liderança através da propriedade, da administração ou de ambas.

O negócio nesse momento precisa de uma grande quantidade de investimento, o que pode gerar um *trade-off* entre crescimento e controle. Para conseguir o capital (*equity*) necessário, a família pode olhar para fora e procurar fontes externas, ou decidir manter o

controle, limitando o investimento à sua geração interna de capital. O que pode ser feito é a criação de uma *holding* controladora com a abertura das subsidiárias para investimento de capital externo.

### 2.2.5 Visando ao Longo Prazo

Para Ward (2004), a empresa familiar tem a grande vantagem de estar focada no longo prazo. A visão do dono, segundo ele, é que “I will not be the last generation, and my children will not be the last generation, and their children will not be the last generation of owners of this enterprise”<sup>7</sup>. Isso permite um comprometimento com um horizonte de tempo infinito, com o intuito de criar uma empresa capaz de se sustentar muito além da atual liderança.

Em decorrência, cria-se um planejamento que pode solucionar problemas de gerações futuras. Nesse sentido, não se consideram decisões com orientação para o curto prazo, tendo com isso uma direção de longuíssimo prazo. Assim, o investimento em identidade e reputação não pode ser calculado financeiramente, se considerado um tempo infinito.

Segundo o autor esse horizonte infinito traz uma nova maneira de pensar: “If it increases the inherent survivability, longevity, continuity and strength of a business 15 years from now, it’s a good thing to do”<sup>8</sup>.

Zellweger (2007) estuda o tempo de horizonte de um negócio familiar (que é de longo prazo) contra o risco que ele apresenta. O autor chega à proposição de que uma empresa com horizonte de tempo acima da média (uma empresa familiar) pode-se aplicar custos de capital mais baixos que uma empresa semelhante com horizonte de tempo mais curto. Tais custos de capital mais baixos são relacionados por Ward (informação verbal)<sup>9</sup> como o ativo emocional da empresa, ou seja, o fato de os familiares terem um valor emocional pelo negócio, considerando-se que ele passará através de suas gerações, cria um tempo infinito para a companhia que diminui seu custo de capital e, portanto, aumenta seu valor financeiro.

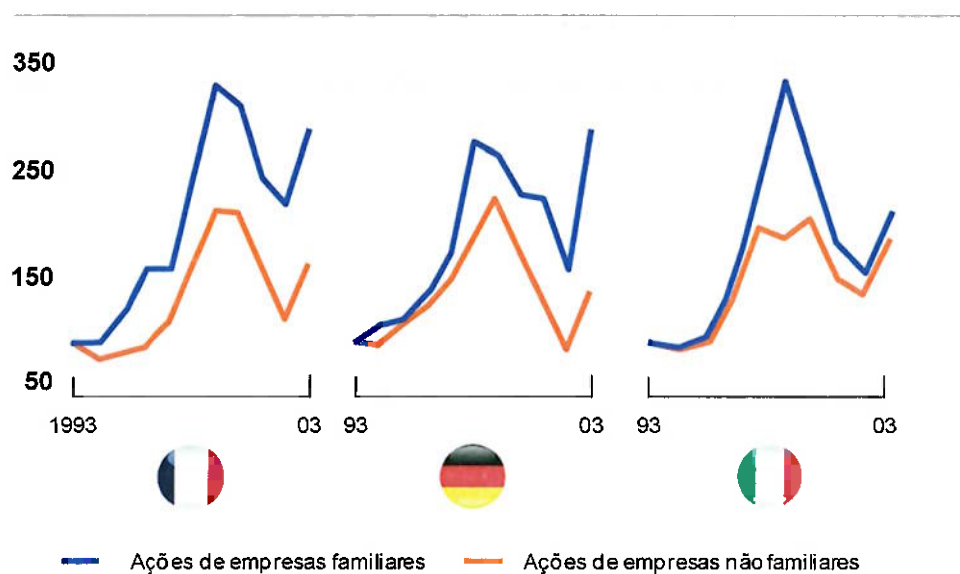
Esse aumento do valor financeiro pode ser verificado num estudo publicado pela *NewsWeek* (12 de abril de 2004, p.42). Ele compara as empresas familiares com as não familiares nas três principais Bolsas da União Europeia, entre 1994 e 2003, constatando maior crescimento das ações das empresas familiares.

---

7. *op. cit.*, p.110.

8. *op. cit.*, p.111.

9. Conforme palestra *Gestão da Empresa Familiar no Século 21*, proferida por John Ward, em São Paulo, em 11/05/2011.



**Gráfico 1 – Retorno das Empresas de Familiares**  
**Fonte: NewsWeek**

Para Ward (2010), a orientação temporal de uma empresa familiar está voltada tanto para o passado, com a valorização dos seus princípios, da história familiar e do legado, quanto para o futuro, pensando nas futuras gerações e na continuidade do negócio. Empresas não familiares focam apenas o presente, ou seja, o curto prazo. Segundo ele, esse imediatismo vem de diversas fontes externas. Pode vir do mercado de capitais, da teoria da administração (VPL), do comportamento organização (incentivos) e do comportamento humano (efeito da certeza).

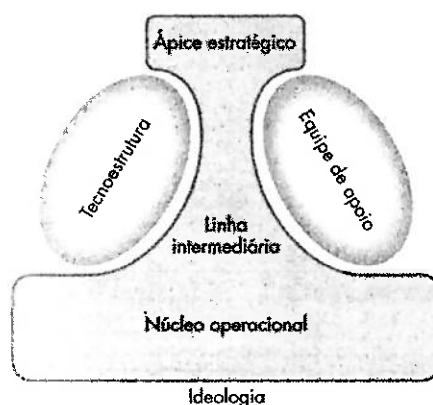
Segundo Drucker (1986), os gestores corporativos estão sendo levados a subordinar tudo (até mesmo a posição no mercado, tecnologia e a capacidade de gerar riqueza) aos lucros imediatos e aos preços das ações de curto prazo. Segundo ele, um marxista poderia dizer que o capitalismo corporativo se transformou em especulativo.

## 2.3 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL

Segundo Mintzberg (2003), a estrutura organizacional pode ser definida como a soma total das maneiras pelas quais o trabalho é dividido em tarefas distintas e, depois, como a coordenação é realizada. Para Mintzberg *et al.* (2006), essa estrutura está intimamente ligada à estratégia e pode ser reprojeta para atender a uma eventual nova estratégia da organização. Para Mintzberg (2003), um número limitado de configurações explica a maioria das tendências que leva as organizações eficazes a estruturarem-se por si mesmas.

### 2.3.1 Partes Básicas da Organização

As organizações, conforme definidas por Mintzberg (2006), são divididas em seis partes básicas:



**Figura 5 – Partes Básicas de Uma Organização**  
**Fonte: Mintzberg (2003)**

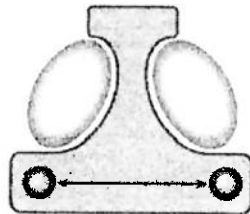
- núcleo operacional: formada pelos trabalhadores diretamente relacionados com a fabricação dos produtos e com a prestação dos serviços;
- ápice estratégico: assegura que a organização cumpra sua missão de modo eficaz e também que atenda às necessidades dos que a controlam. Ela tem, segundo Mintzberg (2003), um conjunto de três obrigações: supervisão direta, administração das condições fronteiriças da organização e desenvolvimento da estratégia da organização;
- linha intermediária: conecta o ápice estratégico ao núcleo operacional. Na prática, conecta os diretores aos supervisores de primeira linha;
- tecnoestrutura: planeja e controla formalmente o trabalho dos outros. Segundo Mintzberg (2003), em organizações plenamente desenvolvidas a tecnoestrutura pode operar em todos os níveis da hierarquia. No núcleo operacional, pode padronizar o trabalho, programando a produção, fazendo estudos de tempos e métodos e criando sistemas de controle de qualidade. Nos níveis intermediários, padroniza o trabalho intelectual, treinando gerentes, por exemplo. No ápice estratégico, desenha sistemas de planejamento estratégico e sistemas financeiros para controlar as metas da produção;

- equipe de apoio: unidade auxiliar, fora de seu fluxo de trabalho operacional;
- ideologia: relaciona-se à cultura da empresa.

### 2.3.2 Mecanismos de Coordenação

Mintzberg (2006) caracteriza seus mecanismos de coordenação, que explicam as maneiras pelas quais a organização coordena seu trabalho:

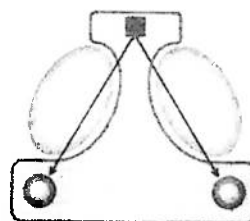
- ajuste mútuo: a coordenação do trabalho se dá pelo processo de comunicação informal;



**Figura 6** – Coordenação de Trabalho por Ajuste Mútuo

Fonte: Mintzberg (2003)

- supervisão direta: uma pessoa é responsável pelo trabalho das outras, instruindo e monitorando suas ações. Nesse contexto, um cérebro coordena várias mãos.

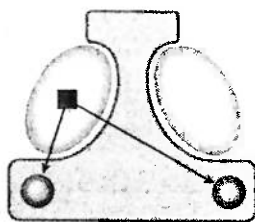


**Figura 7** – Coordenação de Trabalho por Supervisão Direta

Fonte: Mintzberg (2003)

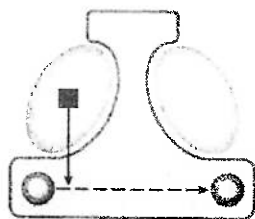
Os outros mecanismos de coordenação funcionam através da padronização, que é uma forma de predeterminação do que as pessoas fazem. Em outras palavras, a coordenação é obtida na prancheta, antes do trabalho ser realizado. Existem quatro tipos de padronização:

- processos de trabalho: neles se especifica o conteúdo do trabalho diretamente, os procedimentos a serem seguidos;



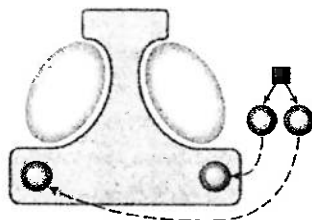
**Figura 8 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Processos de Trabalho**  
**Fonte:** Mintzberg (2003)

- resultados: o que é especificado são os resultados, e não os meios a serem seguidos para atingi-lo;



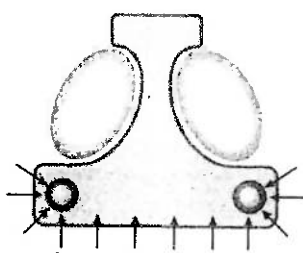
**Figura 9 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Resultados**  
**Fonte:** Mintzberg (2003)

- habilidades: neste caso, o trabalhador é padronizado através de cursos ou treinamentos;



**Figura 10 – Coordenação de Trabalho por Padronização de Habilidades**  
**Fonte:** Mintzberg (2003)

- normas: compartilhamento de crenças da organização como forma de coordenação.



**Figura 11** – Coordenação de Trabalho por Padronização de Crenças  
**Fonte:** Mintzberg (2003)

### 2.3.3 Parâmetros de *Design*

Segundo Mintzberg *et al.* (2006), a essência do *design* operacional é “a manipulação de uma série de parâmetros que determinam a divisão do trabalho e a obtenção de coordenação”<sup>10</sup>. Existem inúmeros parâmetros abordados pelo autor:

- especialização no trabalho,
- formalização de comportamento,
- treinamento,
- doutrinação,
- agrupamento de unidades,
- tamanho da unidade,
- sistema de planejamento e controle,
- mecanismos de conexão,
- descentralização.

No âmbito deste TF, serão abordados em detalhe apenas os parâmetros mais relevantes para o presente estudo: (i) sistemas de planejamento e controle e (ii) descentralização.

#### 2.3.3.1 Sistema de Planejamento e Controle

Este sistema tem o objetivo, segundo Mintzberg (2003), de, ao mesmo tempo, especificar o *output* desejado e avaliar se este foi ou não alcançado. Os planos podem especificar a quantidade, a qualidade, o custo e o *timing* dos *outputs*. Orçamentos, por exemplo, são planos que especificam os custos em determinado período de tempo. Podemos

---

<sup>10</sup>. *op. cit.*, p 188.

diferenciar dois tipos de sistema de planejamento e controle: (i) o primeiro, está centrado no planejamento das ações e procura regular ações específicas; (ii) o segundo refere-se ao controle de desempenho e foca a regulação do desempenho global.

O controle de desempenho tem, segundo Mintzberg (2003), o principal propósito de regular os resultados globais de determinada unidade. Com isso, são estabelecidos objetivos, orçamentos, planos operacionais e vários outros tipos de padrões gerais. O sistema de planejamento estabelece os padrões dos *outputs* para cada unidade e o sistema de controle envolve os resultados globais em determinado período de tempo. Com esse sistema, o controle de desempenho influencia indiretamente a tomada de decisão, dado que estabelece alvos gerais.

Já o sistema de controle, segundo o mesmo autor, pode servir tanto para medir como para motivar. Se fosse aplicado para medir, a administração tomaria medidas apenas em caso de o desempenho estar se deteriorando. Se fosse utilizado para motivar, deveria ser criado um sistema de metas. Um possível sistema é o da administração por objetivos, que dá voz ativa aos gerentes no estabelecimento de tais objetivos. A medida apresenta alguns benefícios. O fato de os gerentes serem responsáveis por determinadas metas os levaria a trabalhar mais intensamente para atingi-las. Esse sistema de incentivos tem, entretanto, três principais problemas: (i) criação de metas fáceis ou distorção das informações de *feedback*; (ii) escolha do período de planejamento; (iii) eventos fora do controle do gerente.

Normalmente, segundo Mintzberg (2003), o planejamento de ações é feito por padronização de processos ou supervisão direta por serem mecanismos mais rigorosos de tomada de decisão. Às vezes, entretanto, não se podem conter todas as interdependências e a organização padroniza os *outputs* para planejamento das ações. Porém, por impor uma decisão específica, o planejamento se torna uma forma menos pura de padronização dos *outputs* e passa a ficar na fronteira com a padronização de processos.

### **2.3.3.2 Descentralização**

Mintzberg (2003) faz uma abordagem da centralização e da descentralização, considerando que o poder sobre as decisões tomadas na organização deve estar centrado na questão divisão de trabalho vs. coordenação. “A centralização é o meio mais seguro de coordenar a tomada de decisão na organização.”<sup>11</sup> A principal razão para a descentralização é

---

11. *op. cit*, p. 113.



que “nem todas as decisões podem ser entendidas em um centro, em um cérebro.”<sup>12</sup> O autor mostra ainda que descentralizar, além de estimular a organização a responder rapidamente às condições locais, motiva as pessoas criativas que necessitem de espaço para manobra.

A descentralização vertical diz respeito à delegação de poder na tomada de decisão em relação aos níveis inferiores do organograma da empresa. O foco do autor está no poder formal. Ele divide a descentralização vertical em seletiva e paralela. A seletiva subdivide a descentralização em constelações. Dessa teoria depreende-se que as decisões financeiras e de produção são mais centralizadas que as decisões de P&D e marketing. Para o mesmo autor, a administração da organização descentralizada seletivamente tomaria a maioria de suas decisões por ajuste mútuo.

Já, na descentralização paralela na dimensão vertical, conforme Mintzberg (2003), “o poder para as diferentes decisões funcionais está focado em um único nível hierárquico, especificamente nas unidades agrupadas por mercado”<sup>13</sup>. Tal descentralização ocorre na Empresa Divisionada (ver item 2.5.4). Tais estruturas precisam funcionar de forma quase autônoma, e o principal controle está no *output*, através de sistema de controle de desempenho.

Nesse tópico, foi abordada a transferência de poder vertical, em que o poder que está na linha da organização é delegado às autoridades abaixo do ápice estratégico. Mintzberg (2003) define também as descentralizações horizontais, como a transferência de poder fora da linha, no campo do poder informal. São definidos quatro estágios de centralização: (i) o poder está em um único indivíduo, i.e., em um gerente; (ii) o poder passa para alguns analistas da tecnoestrutura, decorrente da padronização; (iii) o poder é exercido por especialistas, dado seu conhecimento; (iv) o poder é assumido por qualquer pessoa filiada à organização.

Cada uma das cinco<sup>14</sup> configurações propostas por Mintzberg (2003) exige um tipo de descentralização vertical e horizontal mais comum:

- centralização vertical e horizontal: o poder está centrado nas mãos de um único indivíduo;
- descentralização horizontal limitada: ocorre numa organização máquina, na qual parte do poder informal é cedida aos tecnocratas, pois o principal mecanismo de coordenação é a padronização de normas;

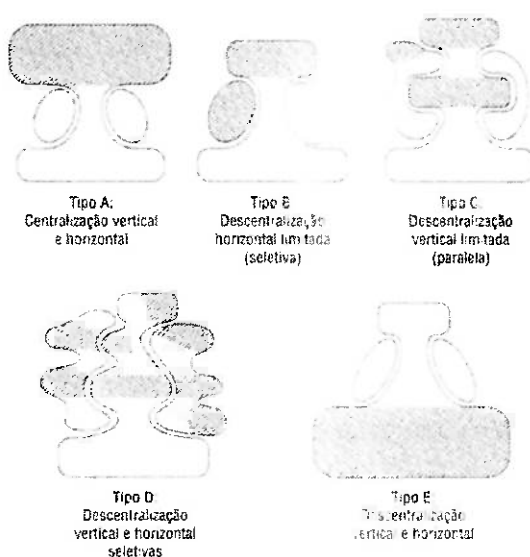
---

12. *op. cit.*, p. 113.

13. *op. cit.*, p. 121.

14. Mintzberg (2003) define apenas cinco configurações, sendo excluídas dessa análise as *Organizações Missionárias e Políticas*, abordadas por Mintzberg *et al.* (2006).

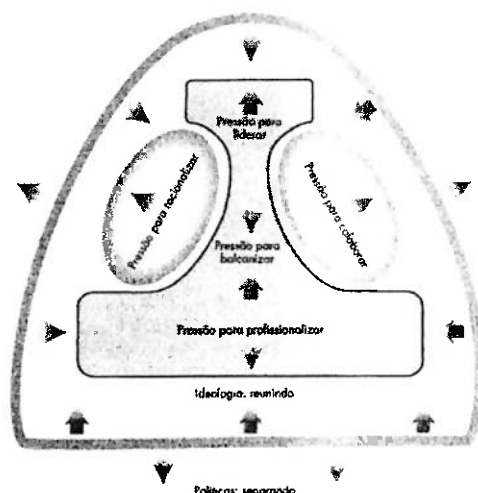
- descentralização vertical limitada: ocorre numa organização dividida em unidades, na qual os gerentes recebem parte do poder formal para tomar decisões que dizem respeito a suas divisões;
- divisão vertical e horizontal seletiva: nessa estrutura, as duas descentralizações anteriores se fundem. Com isso, a coordenação interna passa a ser feita por ajuste mútuo;
- descentralização vertical e horizontal: aqui, o núcleo operacional tem muito poder, resultado de uma organização de trabalho coordenada por padronização de habilidades.



**Figura 12 – Cinco Tipos de Descentralização**  
**Fonte: Mintzberg (2003)**

### 2.3.4 Tipos de Estruturas Organizacionais

Para Mintzberg *et al.* (2006), os mecanismos de coordenação, os parâmetros de *design* e os fatores situacionais parecem estar organizados em *clusters* naturais. Isso ocorre, pois cada uma das partes da organização exerce pressão na estrutura. Com isso, uma dessas pressões é dominante em cada tipo de estrutura organizacional, o que faz com que os elementos acima descritos (mecanismos de coordenação, os parâmetros de *design* e os fatores situacionais) se organizem em *clusters*. Os autores descrevem sete possíveis organizações:



**Figura 13 – Pressões na Organização**  
**Fonte: Mintzberg et al. (2006)**

- o ápice estratégico exerce pressão para a centralização, a fim de manter o controle numa tomada de decisão. Com o mecanismo de coordenação é a supervisão direta. A esse tipo de organização chamam de *organização empreendedora*;
- a tecnoestrutura exerce pressão para a padronização, numa estrutura com descentralização limitada. Este tipo de organização é denominado *organização máquina*;
- o núcleo operacional exerce pressão para minimizar a influência dos administradores sobre ele, numa estrutura de descentralização horizontal e vertical. Essa organização recebe o nome de *organização profissional*;
- os gerentes da linha intermediária procuram autonomia e centralizam o poder em suas próprias unidades, ocorrendo uma descentralização vertical limitada. Para isso, o mecanismo de coordenação fundamental é a padronização de *outputs*. A essa estrutura é qualificada como *organização diversificada*;
- a equipe de apoio consegue maior influência na organização quando sua colaboração é necessária para a tomada de decisões, em decorrência de sua experiência. Quando isso ocorre, para Mintzberg (2003), a organização é “estruturada em constelações de trabalho nas quais o poder é descentralizado seletivamente, e os membros da equipe são livres para coordenar intra e entre

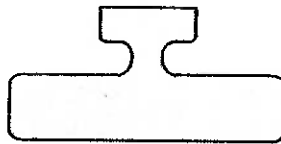
si por ajustamento mútuo”<sup>15</sup>. A essa estrutura os autores chamam *organização inovadora*;

- quando a ideologia exerce pressão no sentido de criar, para Mintzberg *et al.* (2006), “compartilhamento de valores e crenças entre todos os seus membros”<sup>16</sup>, nomeiam a estrutura de *organização missionária*;
- quando não há nenhuma força dominante, a organização não tem um mecanismo de coordenação dominante e pode ter dificuldades para gerir conflitos internos, classificam como *organização política*.

O escopo deste Trabalho de Formatura se aterá aos tipos de organização a serem utilizados na análise da Empresa. Em razão disso, serão detalhadas três estruturas:

- organização empreendedora,
- organização máquina,
- organização diversificada.

#### 2.3.4.1 Organização Empreendedora



**Figura 14 – Organização Empreendedora**  
Fonte: Mintzberg *et al.* (2006)

Essa estrutura é a mais simples proposta por Mintzberg *et al.* (2006). A organização tem, geralmente, poucos funcionários, utiliza uma estrutura pequena e tem uma diferenciação mínima entre suas unidades. Seu comportamento é pouco formalizado e faz uso restrito de planejamento ou de treinamento. O poder está centrado nas mãos do presidente, que conduz a organização com a força de sua personalidade e com intervenções diretas. Isso torna a tomada de decisão flexível, permitindo uma resposta rápida a eventos. A estratégia é responsabilidade do presidente num processo altamente intuitivo.

15. *op. cit.*, p. 175

16. *op. cit.*, p. 198

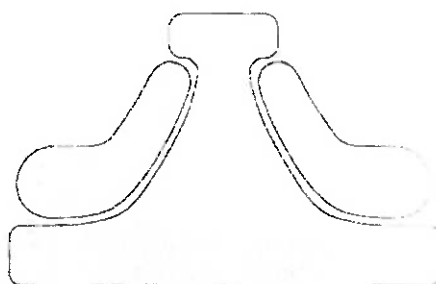
Considerando-se as condições, o ambiente tende a ser ao mesmo tempo simples e dinâmico. Simples para que o líder tenha entendimento completo da operação a fim de controlá-la por supervisão direta; dinâmico para que exija uma estrutura flexível. O caso clássico é uma organização em que o líder é o dono da empresa.

A estratégia dessa organização é baseada na visão do empreendedor, que, nos casos de sucesso, tem, segundo Mintzberg (2006), liderança visionária e costuma dispor de: (i) percepção profunda e experiência no setor da empresa, (ii) concepção dos fatos sob nova perspectiva, fazendo com que os demais também pensem assim e (iii) integridade.

Mintzberg (2006) levanta algumas questões em relação à Organização Empreendedora:

- a centralização da organização tem a principal vantagem de estabelecer uma resposta estratégica, rápida, com conhecimento profundo das operações. Porém, pode gerar problemas se o líder não for capaz de dosar seu foco entre operação e estratégia;
- a organização é mais arriscada, pois tem grande dependência do líder. Com isso, um problema de saúde dele, por exemplo, pode afetar os principais mecanismos de coordenação da empresa;
- a missão da organização é um ponto importante. O líder sabe para onde está indo, o que gera crescimento na organização e identificação com os funcionários;
- o poder do líder pode gerar uma configuração restritiva, em que os funcionários têm muito pouca autonomia.

#### **2.3.4.2 Organização Máquina**



**Figura 15 – Organização Máquina**  
**Fonte: Mintzberg (2003)**

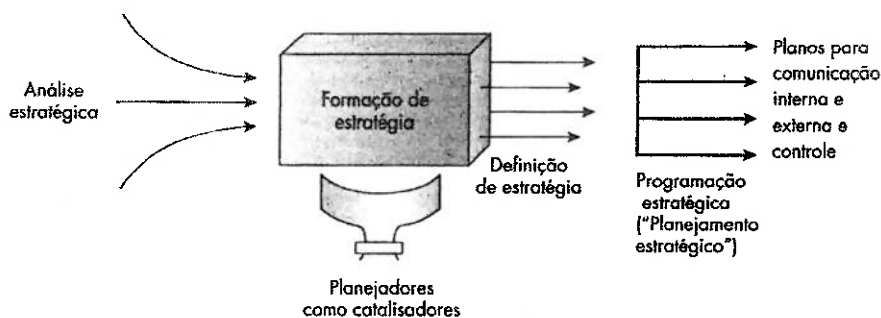
A organização maquinal, conforme Mintzberg (2003), é uma empresa madura que atua em ambientes simples e estáveis. O trabalho operacional que nela ocorre é rotineiro, simples e repetitivo, levado por uma padronização de processos. Por decorrência, a parte da organização que possui maior força é a tecnoestrutura. Isso faz com que a organização tenha “procedimentos muito formalizados no núcleo operacional, assim como proliferação de normas, regulamentos e comunicação formalizada em toda a organização”.

A regulação do trabalho operacional faz com que a estrutura da administração seja elaborada: (i) possui linha intermediária amplamente desenvolvida para lidar com distúrbios do núcleo operacional não previstos na padronização, para ligar a expectativa da tecnoestrutura ao núcleo operacional e para apoiar a hierarquia vertical da empresa; (ii) dispõe de tecnoestrutura altamente desenvolvida, dado que a padronização de seus processos de trabalho operacionais faz com que essa parte da organização emergja como peça-chave da estrutura. A tecnoestrutura tem grande poder informal na organização, uma vez que suas regras e regulamentos permeiam toda a empresa; (iii) pratica comunicação formal em todos os níveis e a tomada de decisão segue a cadeia de autoridade formal; (iv) mantém grande divisão do trabalho e diferenciação entre as unidades em todas as formas.

Com essas características, Mintzberg (2003) conclui que esse tipo de organização tem obsessão pelo controle. Em virtude dessa obsessão, ela se empenha para eliminar qualquer incerteza possível, retirando as influências externas do núcleo operacional para que possa funcionar sem interrupções. Em segundo lugar, são criados sistemas para controlar os conflitos que surgem decorrentes de uma divisão de trabalho e diferenciação exageradas.

O ápice estratégico dessa estrutura tem grande preocupação com o ajuste da máquina burocrática – numa busca constante por meios mais eficientes de produzir certos *outputs* – e com a manutenção da estrutura coesa, em face dos conflitos internos. Essa parte da organização detém poder considerável e de duas naturezas: formal, porque está no topo da hierarquia, e informal, porque dispõe de amplo conhecimento da empresa. Como expresso anteriormente, a única parte da organização que compartilha poder com o ápice estratégico é a tecnoestrutura, em consequência da padronização de trabalho existente na empresa.

As estratégias na companhia vêm do topo da hierarquia (*topdown*), pois seus integrantes são os únicos que possuem visão global do sistema e poder para implementá-las. Conforme se observa na figura a seguir, a formação das estratégias é, segundo Mintzberg, uma caixa-preta que depende da composição do ápice estratégico e da visão de cada um dos membros.



**Figura 16 – Papéis dos Planejadores**  
**Fonte: Mintzberg et al. (2006)**

Definidas as estratégias, faz-se um planejamento formal delas, para elaborar e operacionalizar suas consequências. Prepara-se a programação estratégica, que envolve uma série de passos, e especialmente, a codificação de determinada estratégia, que consiste em dividi-la em subestratégias, elaborar um plano de ação específico, transformando essas ações em orçamentos e objetivos de rotina. Desse modo, o planejamento está mais ligado à implementação propriamente dita do que à elaboração das estratégias.

O plano de estratégia tem, para Mintzberg (2006), dois principais papéis: (i) o de comunicar a todos os departamentos a estratégia pretendida e suas consequências; (ii) o de produzir mecanismos de controle para especificar o papel de cada departamento e comparar o desempenho projetado com o real.

Já os planejadores do ápice estratégico devem realizar três papéis fundamentais. Primeiramente, precisam identificar os recursos para atingir determinado objetivo, analisando os padrões que vão se tornando estratégias, e descobrir as dos concorrentes. Num segundo passo, é necessário realizar a análise de segmento e competitiva, conforme proposto por Michael Porter (1980). Finalmente, os planejadores devem exercer o papel de catalisador, encorajando um pensamento estratégico em toda a organização.

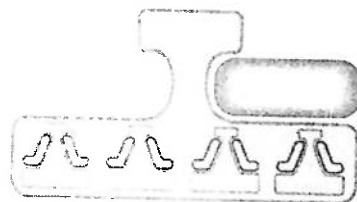
Mintzberg (2006) levanta algumas questões em relação à Organização Máquina:

- um problema complexo é a condição de trabalho à qual é submetido o núcleo operacional. Na lógica da administração científica de Taylor, o papel das pessoas é definido como parte componente de um mecanismo. Tal lógica cria um *tradeoff* entre a eficiência desse método e a satisfação do indivíduo;
- problemas de coordenação no centro administrativo surgem em decorrência de problemas humanos que se formam no núcleo operacional. Como não podem ser resolvidos por ajuste mútuo, sobem na hierarquia até encontrarem uma

supervisão comum. Se os centros administrativos não tiverem ferramentas adequadas para solucionar os problemas, eles se tornam problemas de adaptação no ápice estratégico;

- problemas de adaptação no ápice estratégico ocorrem pelo surgimento de problemas não rotineiros, que geram sobrecarga do núcleo em momentos de mudança. Nessas circunstâncias, informações chegam com grande atraso e geralmente são suavizadas. Com isso, o ápice estratégico fica sobrecarregado de decisões, mas limitado a agir superficialmente;
- formulações da estratégia devem ser fortemente diferenciadas de sua implementação. A formulação é feita pela alta administração, e a execução é das demais pessoas da organização. Em tempos de mudança, essa estrutura está comprometida, dado o atraso e a superficialidade das informações que chegam ao ápice estratégico.

#### 2.3.4.3 Organização Diversificada



**Figura 17 – Organização Diversificada**  
**Fonte:** Mintzberg *et al.* (2006)

A organização diversificada, conforme Mintzberg *et al.* (2006), não é uma entidade integrada. Funciona como um conjunto de entidades semiautônomas, unidas por um escritório central. Tal estrutura é necessária, pois, em uma organização de porte grande e madura, as linhas de produção são normalmente diversificadas e atuam em regiões geográficas diversas, o que muitas vezes cria a necessidade de descentralização horizontal.

Tal tipo de estrutura é dividido conforme os mercados em que atua e há pouca dependência entre as divisões – coordenadas pelo escritório central – e o ápice estratégico. Essa estrutura exige descentralização de variedade vertical, limitada e paralela (conforme item 2.4.3.2). Ao escritório central cabe: (i) desenvolver a estratégia corporativa geral, (ii)



distribuir mais os lucros para as divisões com maior potencial de crescimento, (iii) planejar e operar o sistema de controle de desempenho, (iv) indicar o líder da divisão e (v) fornecer serviços de apoio às divisões.

A chave do funcionamento dessa estrutura é, segundo Mintzberg *et al.* (2006), a padronização dos resultados. Através dela, cada unidade pode ser tratada como um sistema independente e deve prestar mensuração quantitativa. Esse requisito faz com que a estrutura que melhor se ajuste às divisões seja a máquina, em virtude de sua integração e de metas operacionais.

Assim, o escritório central dessa estrutura tem três partes principais: um pequeno ápice estratégico, uma pequena tecnoestrutura e uma equipe de apoio maior para prestar serviços comuns a todas as divisões. Cada divisão tem uma configuração máquina.

Tal tipo de organização surge como resposta a uma organização máquina que diversificou seu leque de ofertas de produtos e serviços. Segundo Mintzberg *et al.* (2006), existem três tipos principais de diversidade que podem demandar a estrutura em questão: produtos e serviços, cliente e região.

Mintzberg *et al.* (2006) levantam algumas questões em relação à Organização Diversificada:

- tal estrutura pode levar à diversificação e motivar as empresas a uma alocação eficiente de capital, reduzindo riscos e aumentando a responsividade estratégica. Porém, um próximo passo é a eliminação do escritório central e a divisão em organizações independentes;<sup>17</sup>
- os dirigentes do escritório central podem ser levados a assumir a autonomia das divisões e, em consequência disso, convergir grande parte das decisões para essa instância da empresa. Isso tira a razão de ser da Estrutura Divisionada;
- como o meio de avaliar *performance* são os indicadores financeiros, podem surgir problemas, pois “essas medidas de desempenho sempre se tornam obsessões literais da organização diversificada, eliminando metas não mensuradas – qualidade do produto, orgulho pelo trabalho, clientes bem atendidos”<sup>18</sup>. Assim, metas econômicas tomam lugar das sociais;

17. Tal passo pode ser economicamente vantajoso, segundo Berger e Ofek (1995), pois, independente, uma empresa vale, em média, 14% mais que dentro de um conglomerado.

18. *Op. cit.*, p. 367.

- empresas grandes tendem a tornar-se maiores com essa estrutura, levando à tona problemas resultantes da concentração de poder, como custos econômicos da ameaça ao mercado competitivo e custos sociais abordados no item anterior.

## **2.4 GESTÃO DA INOVAÇÃO**

Tal subitem tem o objetivo de explorar alguns dos principais autores que tratam da inovação e que servirão de fundamento na análise e na proposta de melhorias da empresa. Para examinar como se dá seu funcionamento nas companhias, foram selecionados os tópicos mais relevantes ao tema. Também foi feita uma relação com a financeirização para se entender por que métodos financeiros não funcionam para estimar projetos inovadores. Por fim, optou-se por um projeto de inovação com mecanismos de incentivo aos administradores para motivá-los a endossar essa postura.

### **2.4.1 Processo de Inovação**

Neste item será apresentada a visão de dois diferentes autores sobre o processo da inovação. O primeiro divide o processo em três principais elos, com o objetivo de identificar o mais fraco. A contribuição do segundo é relacionar a estratégia e as pessoas da organização num modelo de inovação.

#### **2.4.1.1 Método dos Elos**

Hansem e Birkinshaw (2007) apresentam um método que divide a inovação em três elos básicos: geração, desenvolvimento e difusão de ideias. Dessa forma, analisam especificamente cada elo, para diagnosticar o elo fraco com o objetivo de reforçá-lo. Com isso, criam um método de inovação aplicável a diferentes tipos de estrutura.

Os autores apresentam, primeiramente, a importância de surgirem novas idéias no processo, de olhar para fora da empresa em busca de ideias e de proteger as partes novas do negócio das mais antigas. Eles se posicionam contra muitas consultorias que importam a inovação pronta para dentro da empresa, o que pode ser inútil ou até mesmo prejudicial a elas. Para desenvolver um processo de inovação dentro da empresa, o autor propõe um modelo de três fases, descritas a seguir.

- Geração da ideia:

É o início do processo da inovação. A ideia pode ter origem: dentro de uma área, entre áreas ou até fora da companhia.

- Desenvolvimento da ideia:

Como desenvolver as ideias é um ponto fundamental, segundo os autores, e, para isso, é necessário um sistema forte de seleção e de financiamento. Nesse processo, podem ocorrer dois principais problemas: a companhia conta com critérios muito restritos, com pensamento convencional e com fundo financeiro limitado, o que elimina ideias mais inovadoras. Outra questão refere-se à situação em que a empresa não peneira o suficiente, desenvolvendo um grande número de projetos.

- Difusão da ideia:

Para uma ideia ter sucesso, deve ser aceita tanto internamente – com suporte de toda a organização para difundir o novo conceito – como externamente, isto é, por parte dos consumidores.

Ao realizar o processo de inovação baseado numa cadeia de valor, deve-se, segundo Hansem e Birkinshaw (2007), ter cuidado para reconhecer o ponto fraco do processo e investir nele e não nos pontos fortes.

Segundo os autores, geralmente as organizações falham em uma das três fases do processo: (i) geração de ideias ruins – geralmente ocorre quando a empresa investe demais em desenvolvimento e em difusão de ideias medíocres; (ii) desenvolvimento de ideias ruins – ocorre quando os administradores não selecionam ou não desenvolvem corretamente as ideias; (iii) difusão da inovação ruim – quando existe dificuldade em monetizar as boas ideias.

Se a empresa sofre de má geração de ideias, os autores sugerem que ela construa redes externas e internas. As redes externas podem ser de dois tipos: as de solução, cujo objetivo é encontrar resposta específica para um problema; as de descoberta, que visam a identificar novas ideias dentro de uma tecnologia ou de um domínio de produto. As redes internas buscam estabelecer um diálogo e uma troca de informação entre as pessoas de diversas áreas.

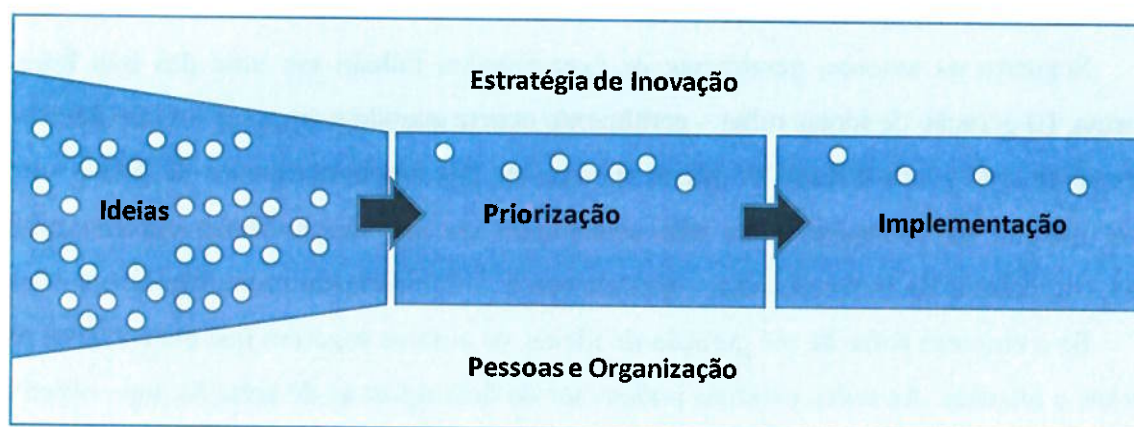
Se a empresa tem problemas de má conversão de ideias, isso pode ser fruto do excesso de formalidade, o que, em geral, acompanha a aversão a risco e um processo burocrático de conversão. Duas práticas de correção podem ser adotadas: o financiamento por multicanais e os refúgios (*safe havens*). A primeira pretende driblar um limitador da inovação, o que ocorre quando os superiores hierárquicos não gostam da ideia, fato que faz com que ela tenda a

sumir. Esse financiamento abre novas opções fora do ponto de vista do chefe imediato, criando pequenos *venture capitals*<sup>19</sup> dentro da empresa. Os refúgios são lugares seguros, dentro da empresa, para desenvolver novos conceitos; por isso, operam com certa autonomia e podem ser críticos ao sucesso na conversão de boas ideias em produtos rentáveis.

Se a difusão de ideias na empresa é ineficiente, deve ser corrigida internamente pelo convencimento dos demais membros da organização e, externamente, pela divulgação dos benefícios do novo produto.

Com essa abordagem, Hansem e Birkinshaw (2007) criaram um sistema de melhoria contínua da inovação, considerando que, se o executivo costurou a solução para o problema certo, um elo fraco na cadeia tornou-se forte. Mas, em contrapartida, outro elo passa a ser considerado fraco e deve ser reforçado. Com isso, o administrador precisa monitorar constantemente todos os elos para melhorar o sistema como um todo.

Para Goffin e Mitchell (2010), o processo da inovação é baseado no funil de ideias, de Wheelwright e Clark, que ilustra a geração, a seleção e a implementação de um projeto. Porém, Goffin e Mitchell (2010) afirmam a necessidade de realizar um link desse conceito com a estratégia geral da empresa e com o suporte aos níveis de inovação da organização através da gestão de pessoas.



**Figura 18 – Pentatlo da Inovação**  
**Fonte:** Goffin e Mitchell (2010)

- Estratégia da inovação: segundo os autores, para desenvolver e implementar uma estratégia de inovação, é necessário que a administração foque determinado número de questões. É importante que o administrador comunique

19. *Venture capital* é um tipo de capital financeiro de alto risco e de alto potencial de crescimento investido (como *equity*) em empresas que estão iniciando suas atividades.

à empresa o papel da inovação para que seja possível combinar recursos e estratégia.

- Ideias: matéria-prima necessária para gerar inovação, exige do administrador a criação de um ambiente propício para a criatividade individual e do grupo.
- Priorização: é necessário que a empresa disponha de um processo de seleção eficiente, para assegurar a escolha das melhores ideias e sua transformação em produtos, serviços ou processos. Isso requer uma ferramenta para cálculo do risco-retorno de cada um dos projetos.
- Implementação: esta fase foca o desenvolvimento rápido e eficiente de novos produtos, serviços e processos ou a combinação deles. A comercialização se configura como o último passo desta etapa.
- Pessoas e organização: existem inúmeros *issues* em relação a este tópico. Desde o treinamento e a contratação de funcionários até a formação de uma cultura de criação que os incentive constantemente a inovar.

#### 2.4.2 Financeirização e Inovação

Segundo Christensen, Kaufman e Shih (2008), a lógica financeira destrói a capacidade de a empresa fazer coisas novas. Os autores descrevem como as três ferramentas financeiras mais utilizadas podem induzir o administrador a julgar erroneamente a inovação do projeto.

A primeira delas é o uso do FCD para calcular o valor presente de uma iniciativa. Para os autores, o problema não está na lógica matemática, mas sim em como ela é aplicada. Existem dois principais tipos de problema de aplicação do FCD: primeiramente, ao criarem o modelo de uma empresa, os analistas assumem um caso-base em que o investimento nessa inovação não ocorre e os ganhos da empresa persistem indefinidamente. Para os autores, isso não deveria ser representado como continuação do *status quo*, mas com queda não linear na *performance*. Assim, é difícil estimar o FCD tanto em casos de investimento quanto em casos de não investimento. Um segundo tipo de problema está relacionado a erros de estimativa. Isso porque os fluxos de caixa futuro de investimentos – e principalmente de inovações – são difíceis de ser previstos. Por essa razão, o analista normalmente avalia os cinco primeiros anos e considera os demais como perpetuidade, o que faz sentido, dada a imprecisão da estimativa ano a ano projetada para um futuro distante. A perpetuidade, segundo os autores, normalmente representa cerca de 50% do valor total do projeto e amplifica os erros de

estimativa dos anos precedentes. Os autores concluem essa etapa sugerindo que os números não são a única linguagem em que os investimentos futuros podem ser transformados.

A segunda ferramenta diz respeito à má aplicação do paradigma de decisões financeiras relacionado a custos fixos e afundados. Quando companhias procuram aumentar a capacidade para um produto existente, por exemplo, faz sentido comparar o custo marginal de alavancar a atual fábrica com o de construir uma nova. Mas, quando é necessária uma nova tecnologia, fazer essa comparação levará, segundo os autores, a caminhos equivocados, pois as empresas partem da premissa que tecnologias e ativos com base no passado serão bem-sucedidos.

A terceira ferramenta é o uso do LPA como *driver* principal do preço das ações e da criação de valor para o acionista. Sob pressão externa, o administrador foca mais a *performance* da ação no curto prazo e presta menos atenção no que deveria para preservar a sustentabilidade de longo prazo da companhia. Tal pressão vem de como a remuneração desses administradores é feita para alinhar seus interesses aos dos acionistas. Segundo os autores, como o crescimento do LPA é uma dos principais *drivers* do preço da ação no curto prazo, o indicador costuma ser usado para correlacionar remuneração e *performance* corporativa. Como investimento em inovação necessariamente reduz tal métrica, o administrador tende a não fazê-lo. Segundo os mesmos autores, nas últimas duas décadas houve crescimento grande do número de CEOs pagos com opções de ação e, ao mesmo tempo, queda forte do tempo de seu mandato, presumindo-se que a teoria da agência está sendo mal aplicada e não cria incentivos para que os agentes (administradores) a foquem no longo prazo.

Após realizar a análise da aplicação dos indicadores financeiros para avaliar uma inovação, os autores detalham dois métodos de inovação: o *Stage-Gates* e o *Discovery-Driven Planning*.

No *Stage-Gates*, a companhia começa olhando uma grande possibilidade de ideias de inovação, que vão sendo eliminadas após passarem por cada estágio do processo. Este, segundo os mesmos autores, costuma ter três estágios: viabilidade, desenvolvimento e lançamento. Entre um e outro, há um portão (*gate*) decisório, cujo critério primordial é a associação do tamanho da receita e do lucro projetados com o risco do projeto.

Os autores levantam dois principais pontos negativos desse processo: (i) os analistas podem alterar algumas das premissas para atingir indicadores que aprovem o projeto e (ii) nem sempre a estratégia assumida no caso de um produto inovador está correta. Muitas vezes as projeções caem com o início do projeto e acaba sendo cancelado. Em virtude disso,

Christensen, Kaufman e Shih (2008) consideram que esse tipo de critério não é apropriado para criar novos negócios.

No *Discovery-Driven Planning*, há aumento na taxa de sucesso. A lógica do método consiste em inverter a sequência de alguns passos do *Stage Gates*, ou seja, cria-se uma *check list* das principais premissas que devem ser verdadeiras para que os indicadores financeiros estejam como a empresa deseja. Quando o projeto passa por um novo *gate*, a lista de premissas é utilizada na base do plano do projeto. Em tal processo deve-se aprender, modificando-se a estratégia do projeto até que todas as premissas sejam verdadeiras.

### 2.4.3 Seleção de um Projeto de Inovação

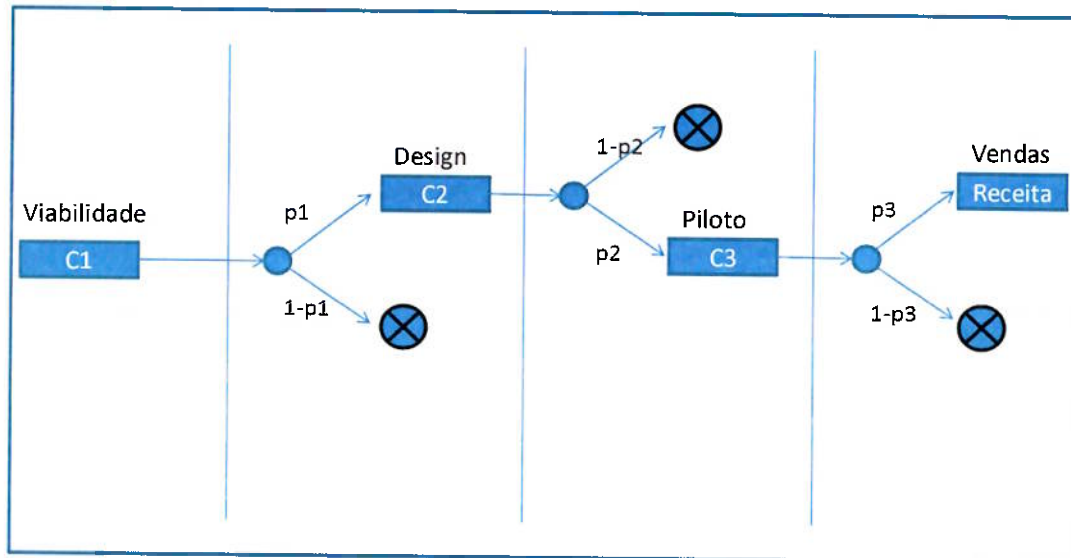
Para Goffin e Mitchell (2010), um portfólio de inovação deve assegurar que o conjunto de projetos crie o maior valor ao longo do tempo. Segundo os autores, ao lidar com um problema com alto grau de incerteza, uma organização pode enfrentar três principais dificuldades: (i) avaliação do valor intrínseco de cada projeto, (ii) balanceamento dos diversos projetos que compõem o portfólio, para atender às necessidades da organização e (iii) bom entendimento das pessoas envolvidas, mantendo-as comprometidas com os objetivos propostos.

Os pontos mais importantes da avaliação devem indicar que o projeto representa um bom valor à organização e faz uso eficiente dos recursos disponíveis. Em relação aos critérios de balanceamento, os autores sugerem duas atitudes: que a empresa balanceie os projetos com alto e os com baixo risco e que priorize aqueles mais ligados às suas necessidades estratégicas. Em relação ao critério de gestão, o processo de administração deve ser o mais aberto possível e caminhar aliado à coleta cuidadosa de informações de cada projeto, para evitar erros. Deve-se ainda motivar os funcionários dos projetos cancelados, para que não se sintam desprestigiados.

Com relação ao sistema de seleção dos projetos, os autores propõem alguns instrumentos de avaliação, que permitem apreciar desde os sistemas mais simples até os mais complexos, como opções reais. Para este trabalho, serão detalhadas as formas utilizadas no capítulo 6, ou seja, a árvore de decisão e o método de pontuação propostos pela Dupont.

O primeiro instrumento é a árvore de decisão. Tal método consiste em criar diversos estágios de decisão, divididos conforme a evolução do projeto. Em cada estágio, há um custo de uma etapa do investimento, C2, por exemplo, com uma probabilidade de sucesso de tal etapa. Somente se tal etapa do investimento tiver sucesso, uma nova parte do investimento

será realizada, C3, por exemplo. Com isso, há uma diluição do risco, pois existem possibilidades de saída, que diminuem o valor esperado do investimento no projeto. Isso aumenta a probabilidade de um projeto inovador ser aceito.



**Figura 19** – Modelo de Árvore de Decisão  
**Fonte:** Adaptado de Goffin e Mitchell (2010)

Nesse modelo ilustrativo, o valor esperado do projeto seria:

$$ValorEsperado = \frac{p1 * p2 * p3 * Receita}{(1+i)^3} - C1 - \frac{p1 * C2}{(1+i)} - \frac{p1 * p2 * C3}{(1+i)^2}$$

**Equação 1** – Equação Valor Esperado  
**Fonte:** Adaptado de Goffin e Mitchell (2010)

Segundo os autores, tal análise é mais realista que uma simples análise do FCD de cada projeto.

Em relação ao segundo método, os autores propõem uma avaliação não financeira, principalmente se esse tipo de informação é indisponível ou inconfiável, o que geralmente ocorre quando o projeto está em processo inicial de desenvolvimento. Com isso, os indicadores financeiros passam a ser um dos diversos fatores considerados.



	Pontuação		
	15	10	5
1. Alinhamento estratégico	Adequado à estratégia	Suporta a estratégia	Neutro
2. Valor	Variação significativa	Variação moderada	Variação pequena
3. Vantagem competitiva	Grande	Moderada	Pequena
4. Atratividade para o mercado	Grande	Moderada	Pequena
5. Ajusta-se ao <i>supply chain</i> existente	Ajusta-se	Modificações não significativas	Modificações significativas
6. <i>Payback</i>	< 4 anos	4 – 6 anos	> 6 anos
7. VPL	> \$ 20 milhões	\$ 4 milhões a \$ 20 milhões	< \$ 4 milhões,

**Quadro 1** – Modelo de Escolha de Projetos Dupont  
**Fonte:** Adaptado de Goffin e Mitchell (2010)

Para desenvolver essa análise não financeira, os autores propõem alguns pontos importantes:

- evitar um número grande de fatores;
- evitar fatores que, com nomes diferentes, expressem o mesmo conceito;
- alocar pesos aos fatores;
- demandar fatos e números, sempre que possível.

#### 2.4.4 Compensação dos Executivos e Inovação

Holthausen, Larcker e Slon (1994) elaboraram um estudo em que examinam se a compensação de um CEO de uma divisão está relacionada com a inovação divisional. Os autores encontraram evidências de que a proporção total da remuneração ligada com a remuneração de longo prazo tem correlação positiva com as inovações futuras.

Eles analisaram o papel dos contratos de compensação na produção de inovações, com um foco em particular em componentes de longo prazo, pois os benefícios de um projeto de inovação não são imediatos. Examinaram também a relação entre o tipo de contrato escolhido para a divisão e o resultado da inovação para ela.

Para os autores, a firma deseja maximizar seu valor futuro e o faz escolhendo contratos de compensação que incentivem o administrador a entrar em atividades de inovação. O problema é que o incentivo deve ser agora tempo ( $t$ ) para uma inovação que terá custos em tempo ( $t+1$ ) e terá os benefícios da inovação apenas em tempo ( $t+2$ ).

$$Inovação_{t+2} = f(contrato_t + estrutura_t + fatoresfirma_t)$$

**Equação 2** – Equação Inovação e Compensação  
**Fonte:** Adaptado de Holthausen, Larcker e Slon (1994)

Para os autores, a inovação é uma função dos contratos de compensação, da estrutura do mercado e dos fatores da empresa que se está considerando.

Segundo eles, no modelo da agência a compensação motiva o administrador a fazer mais esforço. Para uma firma envolvida em projetos de risco é difícil para o principal monitorar as ações do agente, pois seu acerto é visto apenas no tempo (t+2) e a remuneração, no tempo (t). Por isso, os autores levantam a hipótese de que, se for aumentada a proporção de remuneração de longo prazo no contrato, a inovação tende a aumentar. Para provar a hipótese, foi feita uma análise estatística, em que os autores observaram correlação entre a remuneração de longo prazo e as inovações futuras.

## 2.5 ESTRATÉGIA CORPORATIVA

Neste item será feita uma breve revisão sobre o conceito clássico de estratégia.

### 2.5.1 Conceito de Estratégia

Para Andrews (1980), estratégia corporativa é revelada por meio da forma como as decisões são tomadas numa empresa, dado que o modelo de decisão deixa claros seus propósitos e metas e seus planos para atingi-los.

O modelo, na prática, é resultante de uma série de decisões estratégicas, nas quais a organização se foca e compromete seus recursos para chegar ao resultado esperado. Segundo o autor, alguns tipos de decisão são imutáveis por longos períodos de tempo, como o comprometimento com a qualidade, enquanto outros aspectos – processos de produção, por exemplo – podem mudar à medida que o mundo muda. Os determinantes da essência da empresa normalmente permanecem com tempo e moldam as principais decisões dela. Com isso, a coerência, a unidade e a competência internas das decisões vão posicioná-la frente ao ambiente e criar uma identidade.

Para Andrews (1980), a estratégia é importante para definir os termos por meio dos quais geralmente se expressa:

- linha de produtos oferecidos pela empresa;
- mercados e segmentos de mercado para os quais os produtos serão criados;
- canais de distribuição;
- meios de financiamento;
- objetivo de lucro.

Para o autor, a estratégia corporativa é um processo organizacional muitas vezes inseparável de algumas características da empresa. No entanto, ela pode ser dividida em duas etapas, a formulação e a implementação.

Na formulação, deve-se primeiramente identificar as oportunidades e as ameaças no ambiente da empresa, assim como avaliar suas forças e suas fraquezas. O diagnóstico correto das variáveis permitirá à empresa refletir sobre seu *status*, possibilitando-lhe, assim, propor soluções para fortalecer suas fragilidades. Devem-se escolher as alternativas com base nas oportunidades e nas forças da empresa, num nível aceitável de risco. Esses riscos crescem proporcionalmente ao objetivo de lucro. Igualmente importantes são as alternativas preferidas do CEO da organização, cujas decisões podem ser influenciadas por valores, aspirações e ideais.

Outro aspecto abordado pelo autor refere-se ao fato de que a escolha deve ser uma escolha ética. Se as decisões forem ordenadas segundo o risco, o administrador pode preferir um risco maior que o ideal para os acionistas da empresa, dependendo do tipo de remuneração que possui.

Na implementação da estratégia, é importante observar os processos do projeto, pesando as vantagens das alternativas. Esses processos são uma forma de converter a estratégia em subatividades, que, dado o objetivo, pode utilizar os recursos disponíveis para atingi-lo. Existem três fatores principais que influem nesta fase, segundo o modelo de Andrew (1980): (i) estrutura e relações da organização, conforme visto no item 2.4, (ii) processos e comportamentos da organização, no que diz respeito ao controle, à mensuração e ao incentivo do pessoal da empresa e (iii) liderança, muitas vezes decisiva para a realização da estratégia.

### 3 METODOLOGIA

A revisão bibliográfica, exposta anteriormente, servirá de base para a compreensão e para o tratamento do problema. O presente tópico tem o objetivo de apresentar as principais metodologias aplicadas na realização deste Trabalho de Formatura, principalmente quanto às formas de coleta de dados e à análise deles, à luz das teorias abordadas no capítulo anterior.



**Figura 20** – Esquema da Metodologia do Trabalho  
**Fonte:** Elaborado pelo Autor

Esse trabalho surgiu da análise de uma reestruturação. Por isso, para iniciá-lo, foi preciso fazer uma revisão bibliográfica extensa, com o objetivo de se compreender melhor as principais ferramentas financeiras, organizacionais e estratégicas necessárias para a análise do problema.

Após isso, procedeu-se à coleta de dados, que consistiu de entrevistas, de pesquisa em documentos históricos produzidos pela empresa – tanto os de conhecimento público, como relatórios anuais, quanto os de caráter privado, como relatórios internos para tomadas de decisão – de relatórios emitidos por bancos e da busca dos principais indicadores financeiros, atuais e históricos da empresa.

A partir desses dados, voltou-se à literatura para aprofundar alguns temas e, posteriormente, submetê-los a análise, com o respaldo dos principais teóricos. Essa análise foi dividida em três partes principais: Modelo Organizacional, Método de Tomada de Decisão e Estratégia.

Ao final desse estudo, chegou-se a alguns pontos positivos e negativos da reestruturação. E a partir destes, identificou os principais problemas dessa nova visão. Mas,

para propor soluções, o autor deste TF precisou voltar à literatura para identificar soluções possíveis para tais problemas.

### **3.1 COLETA DE DADOS**

Em alguns processos, a coleta de dados esteve dividida, com o objetivo de obter informações tanto sobre a Empresa Z como sobre a antiga Empresa X. Existem diversas formas de se obter informações sobre o ambiente organizacional de uma empresa. Entre elas destacam-se:

- Entrevistas estruturadas e semiestruturadas

As entrevistas estruturadas seguem um roteiro rígido e pré-estabelecido, o que favorece a análise de dados, mas limita a abrangência e a riqueza da entrevista. Já as semiestruturadas possuem roteiro mais maleável e permitem a formulação de perguntas livres, o que enriquece sobremaneira a coleta, mas dificulta o tratamento do material.

- Coleta de dados extraídos de documentos elaborados pela empresa e por bancos de investimento

A coleta de dados por meio desse procedimento é feita através de análise crítica de planos de investimento, minutas de reuniões, apresentações ao conselho, apresentações à diretoria, relatórios anuais e apresentações de resultados para os acionistas, além de outras fontes elaboradas pela empresa, como normas e regulamentos. Além disso, foram analisados documentos estratégicos de autoria de consultorias especializadas e relatórios da empresa produzidos por bancos de investimento.

- Observação direta e indireta

A observação direta consiste em obter dados através de gravações, vídeos, fotos, anotações e outros métodos que capturem a realidade presenciada no ambiente de estudo. Já a indireta é feita recorrendo-se à análise de diários e de outros documentos.

Cada um dos procedimentos possui métodos apropriados de planejamento para a obtenção de informações e tratamento de dados, de forma que estes sejam o mais fidedignos e representativos possível. O planejamento, assim como a formulação final dos processos e o tratamento das informações para cada um dos procedimentos, são descritos a seguir.

### 3.1.1 Entrevistas

A maior fonte de informações sobre a estrutura organizacional, de tomada de decisões e sobre as estratégias da Empresa Z e as da antiga Empresa X provieram de entrevistas. Assim, era imprescindível o bom planejamento da atividade, atentando para os possíveis desvios de elaboração e de conduta. Do mesmo modo, a formulação do roteiro e a própria realização da entrevista deveriam observar os padrões recomendados.

Foi aplicado o método de entrevistas semiestruturadas, que dispõe de maior flexibilidade e que permitiu a inclusão de novas perguntas segundo o desenrolar da entrevista. Além disso, a capacidade deste método ser facilmente adaptado permitiu ajustá-lo a condições distintas, já que os entrevistados são executivos de áreas diversas.

Ao elaborar o roteiro evitou-se o uso de *leading questions*, perguntas que induzem o entrevistado a um tipo de resposta. Antes de realizar as entrevistas, foram listados os principais aspectos sobre cada tópico a ser abordado, a fim de possibilitar a aplicação das questões a diversas pessoas da organização. Assim, as questões foram divididas entre Empresa X e Empresa Z e subdivididas em três categorias: organização, estratégia e método de tomada de decisão.

Ao entrevistar os executivos e ex-executivos da empresa, foi-lhes informado o propósito do Trabalho de Formatura e a confidencialidade de suas identidades e da identidade da empresa.

Foram realizadas em torno de 50 entrevistas com membros da presidência, executivos do conselho, da diretoria e da gerência. Delas participaram três conselheiros, o atual presidente da empresa, o ex-presidente, dois ex-vice-presidentes, sete atuais diretores, dois ex-diretores, quatro atuais gerentes e uma ex-secretária.

Devido ao número de entrevistados e à estrutura da entrevista, análises estatísticas, por serem de baixa significância, foram descartadas. Dessa forma, foi importante ter cuidado com a seleção dos entrevistados e, durante a análise das respostas, sempre considerar de qual empresa vieram (Empresa X, Banco controlado pelo Bloco A, Empresa Y ou Externo). Com isso, reduziu-se a probabilidade de haver uma visão unilateral e tendenciosa do problema. Além do mais, considerou-se a importância de escolher entrevistados de diversas posições hierárquicas, visando também a reduzir as distorções e a parcialidade dos resultados, de forma a se obter as informações mais significantes para o diagnóstico organizacional, estratégico e de tomada de decisão da Empresa.

### 3.1.2 Documentos

A coleta de dados realizada por documentos foi dividida principalmente em duas frentes. Primeiramente, para se ter uma visão ampla de como o mercado se posiciona em relação à empresa, foram analisados aproximadamente 40 relatórios de *research* de diversos bancos de investimento, seguindo o seguinte método: entre 2000 e 2005, foi analisado, por ano, um relatório por banco, priorizando-se os de iniciação, com o propósito de se obter, no curto prazo, tanto uma visão dos resultados da empresa quanto dos seus aspectos positivos e negativos tomando-se como base a ótica do mercado. De 2006 a 2011, os relatórios foram examinados trimestralmente, a fim de permitirem observação mais clara quanto às variações de curto prazo da ação, quanto às mudanças de percepção do mercado e em relação à opinião deste sobre os principais investimentos que a empresa realizou no período.

Numa segunda frente, foram analisados diversos documentos elaborados pela empresa e por consultorias estratégicas, como forma de examinar as diversas decisões de investimentos e as estratégias presentes nesta tomada de decisão. Para isso foram levantados, através de entrevistas semiestruturadas, através da análise dos relatórios – de *research* e de divulgação de resultados –, os principais investimentos realizados pela empresa no passado e no presente. Para estes investimentos foram solicitados os materiais utilizados na análise e na tomada de decisão, com o objetivo de se compreender a lógica por trás do processo de tomada de decisão.

### 3.1.3 Observação

Será empregado também o método observações diretas, para se coletarem dados sobre a Empresa Z. Avaliou-se que, por meio dele, poderiam ser identificados padrões de comportamento capazes de auxiliar na análise organizacional e de tomada de decisão da empresa. Tal observação, entretanto, tem a limitação de ser pessoal e talvez um pouco enviesada, dado que as pessoas se comportavam diferentemente na presença do entrevistador. Além disso, como este estudo apoia-se em uma comparação histórica, tal método tem o impedimento de poder observar uma empresa que não existe mais. Assim, foi lhe dada relevância pequena.

### 3.2 ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO

Em tal seção, a partir dos dados coletados e do desenvolvimento teórico, será realizada uma análise da Empresa Z e da Empresa X, sob três principais aspectos:

- análise organizacional: considera o desenvolvimento teórico (item 2.3) – baseado principalmente em Minzberg ; o tópico Empresa Familiar (item 2.2) e alguns conceitos do item 2.1 (Financeirização), para analisar a lógica financeira de alguns mecanismos;
- análise de tomada de decisões: baseia-se no item 2.3 (Empresa Familiar), no item 2.1 (Financeirização) e em alguns pontos da teoria de Mintzberg, a fim de ponderar as principais tomadas de decisão realizadas pela Empresa X e pela Empresa Z;
- análise estratégica: aplica-se à análise feita nos itens 2.5 (Estratégia das Corporações), 2.1 (Financeirização) – para investigar as principais estratégias tomadas pela Empresa X e pela Empresa Z – e no 2.2 (Empresas Familiares) – para analisar a estratégia sob a ótica dos controladores.

### 3.3 IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS PROBLEMAS

A partir da análise da reestruturação, serão identificados os principais pontos negativos e positivos de tais mudanças, tendo a literatura como fundamento. Com base nos pontos negativos e com o amparo da literatura de empresas familiares, o autor criou uma matriz, para qualificar os pontos encontrados, de forma a priorizar aqueles que fossem mais relevantes para os acionistas controladores.

### 3.4 PROPOSTA DE MELHORIAS

Identificados os problemas, para refletir sobre a melhor forma de resolvê-los, o autor recorreu novamente à literatura, principalmente ao tema da gestão da inovação, em que identificou objetivos que poderiam preencher o *gap* encontrado na análise dos pontos negativos. Com tais ferramentas, pôde propor possíveis soluções para a companhia, que estivessem, ao mesmo tempo, de acordo com a lógica da empresa familiar e com o novo tipo de gestão que havia na empresa.



## **4 A EMPRESA**

Este capítulo descreve um breve histórico da empresa a ser analisada, suas operações e seus principais indicadores financeiros históricos. Também será feita uma análise da visão histórica do mercado financeiro sobre a empresa.

### **4.1 BREVE HISTÓRICO**

A Empresa Z é brasileira, aberta, tem como atividades principais a produção de painéis de madeira (Divisão Painéis de Madeira) e a de louças e metais sanitários (Divisão LMS). Comercializa produtos voltados para os segmentos de acabamento da construção civil (LMS e a linha de pisos laminados) e para os fabricantes de móveis (MDF, MDP e chapas de fibra).

A companhia conta atualmente com 13 unidades industriais no Brasil e uma na Argentina, mantendo filiais nas principais cidades brasileiras e subsidiárias comerciais nos Estados Unidos e na Europa.

A companhia é resultado da associação entre a Empresa X e a Empresa Y. São controladores da Empresa Z o Grupo A (antigo controlador da Empresa X) e o B (antigo controlador da Empresa Y), com participações respectivas de 39,9% e 17,8% no capital social da companhia.

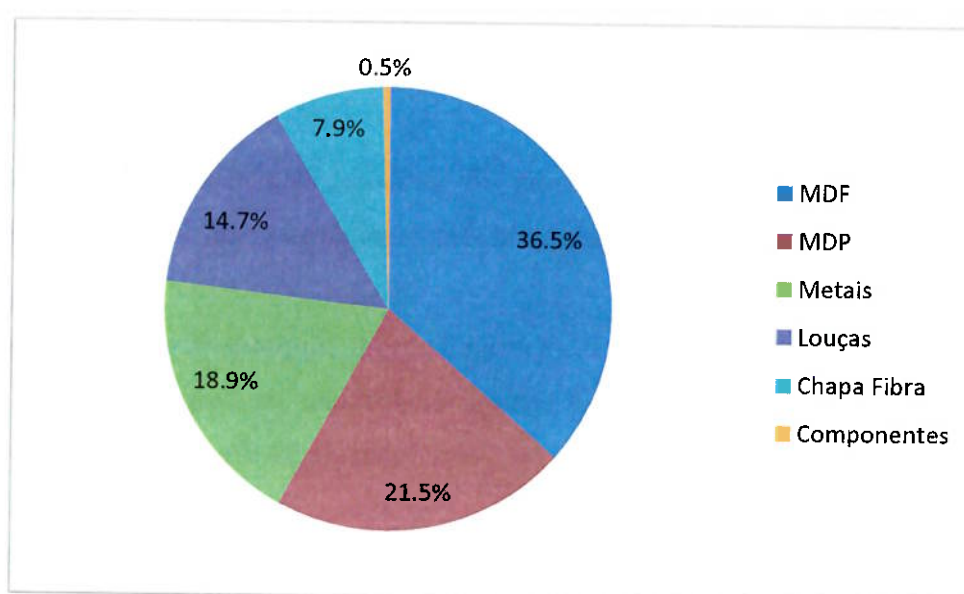
A Empresa X original foi fundada nos anos 1950, a partir de uma operação pioneira no Brasil de fabricação de painéis de chapas de fibra. Em 1972, a Divisão LMS foi incorporada à Empresa X, que passou a atuar nos segmentos de metais e de louças sanitárias. Na metade da década de 1980, a organização ingressou na produção de madeira aglomerada (MDP), através da aquisição de unidades industriais no Estado de São Paulo. Em 1988, a Empresa X adquiriu unidades industriais de madeira e reservas florestais localizadas também no Estado de São Paulo. Nessa mesma unidade, em 1997, foi inaugurada a primeira fábrica de MDF do Brasil e, um ano depois, iniciou-se a primeira linha de produção de piso laminado de alta resistência fabricado no país. Em 2003, começou a industrializar MDF a partir de eucalipto e, em 2009, foi inaugurada sua maior linha de fabricação de painéis MDF.

A Empresa Y iniciou suas atividades na década de 1970, no Rio Grande do Sul, e era uma pequena fábrica de MDP, sem área florestal. Em 1992, foi adquirida pelo Bloco B. Nessa década, expandiu-se comprando áreas florestais e construindo uma linha contínua. Na década

seguinte, adquiriu uma fábrica de MDP no estado de Minas Gerais e, em 2008, iniciou a operação de sua primeira linha de MDF na sua planta do Rio Grande do Sul.

## 4.2 EMPRESA Z

A Empresa Z, por sua vez, resultado da fusão das empresas X e Y, concentra suas vendas no mercado doméstico (mais de 95%) e está entre os dez maiores *players* mundiais nas duas divisões principais em que atua. Sua receita em 2010 dividia-se em 66% para a Divisão Paineis de Madeira e 34% para a Divisão LMS



**Gráfico 2 – Quebra da Receita Líquida da Empresa Z**  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

### 4.2.1 Área Madeira

A Área Madeira engloba hoje duas grandes divisões com objetivos e administração diferentes:

- Divisão Painéis de Madeira: responsável tanto pelas chapas de madeira MDF, MDP e de fibra quanto por produtos mais acabados, como pisos – desde o recebimento da matéria-prima até a expedição das mercadorias;
- Divisão Florestal: responsável pelo cultivo das árvores, desde o desenvolvimento das mudas até o corte e a distribuição da madeira. Anteriormente apenas um fornecedor vertical da madeira, hoje ajusta seu foco

para ser uma divisão à parte, isto é, vender madeira para o mercado e também para a Divisão de Chapas.

A divisão de chapas de madeira tem capacidade nominal de produção de 3,9 milhões de metros cúbicos de painéis de madeira, sendo 1,8 de MDF, 1,9 de MDP e 0,2 de chapa de fibra, em sete linhas contínuas de produção distribuídas por cinco plantas em atividade em quatro Estados brasileiros: Pernambuco, Rio Grande do Sul, Rio de Janeiro e São Paulo.

Os processos principais da divisão seguem o seguinte esquema:



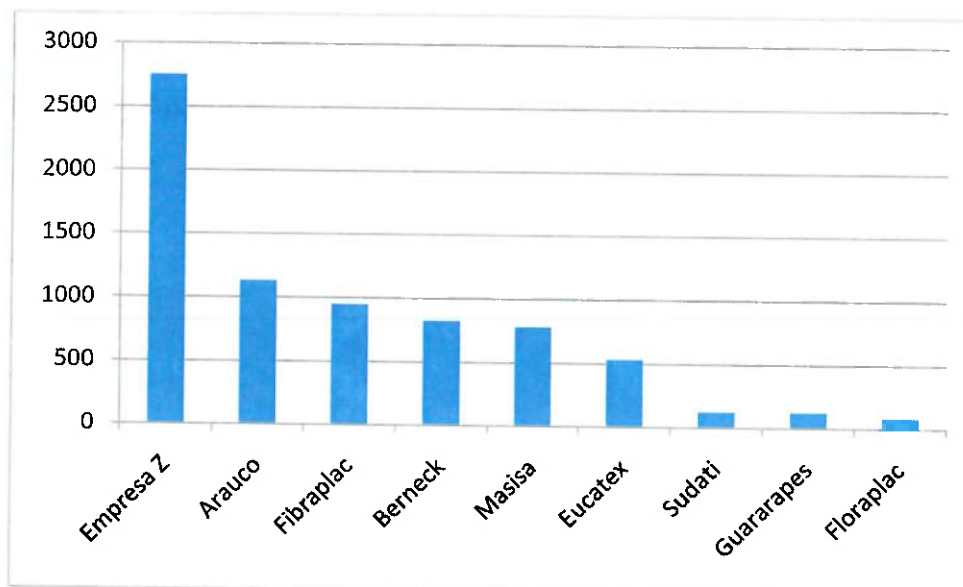
**Figura 21** – *Flow* da Divisão Painéis de Madeira  
Fonte: Companhia Z (2010)

Se for analisada a distribuição dos custos da fabricação dos painéis de madeira, percebe-se que mais de 30% do custo de produção vem da matéria-prima madeira e tem baixa disponibilidade no mercado – cerca de 12%, segundo dados da ABRAF. Por isso, é fundamental que a indústria esteja perto de seus fornecedores de madeira e que tenha garantias de fornecimento. A Empresa Z é autossuficiente no fornecimento de matéria-prima.

Com o recebimento da madeira, a empresa Z fabrica três tipos diferentes de produto:

- chapas de fibra: um dos produtos mais antigos da empresa, constituem-se de chapas duras, produzidas por meio de um processo úmido a partir da madeira de eucalipto. Em tal processo, a chapa é prensada e desumidificada. É utilizada principalmente na indústria moveleira e de embalagens;
- MDP ou aglomerado: produzido a partir de partículas de madeira prensadas num processo seco, é mais resistente que a chapa de fibra e sua principal aplicação é na indústria moveleira. A Empresa Z vende tal produto com ou sem revestimento;
- MDF: industrializado com base em fibras de madeira prensadas em um processo seco, é muito utilizado por propiciar bom acabamento superficial e por ser facilmente usinável. É vendido em chapas de madeira, utilizadas pela indústria moveleira ou, na forma de piso, revendido para a construção civil.

No quesito fabricação, a Empresa Z detém liderança absoluta do mercado, por sua capacidade produtiva expedível em relação aos concorrentes, conforme observado no gráfico abaixo:

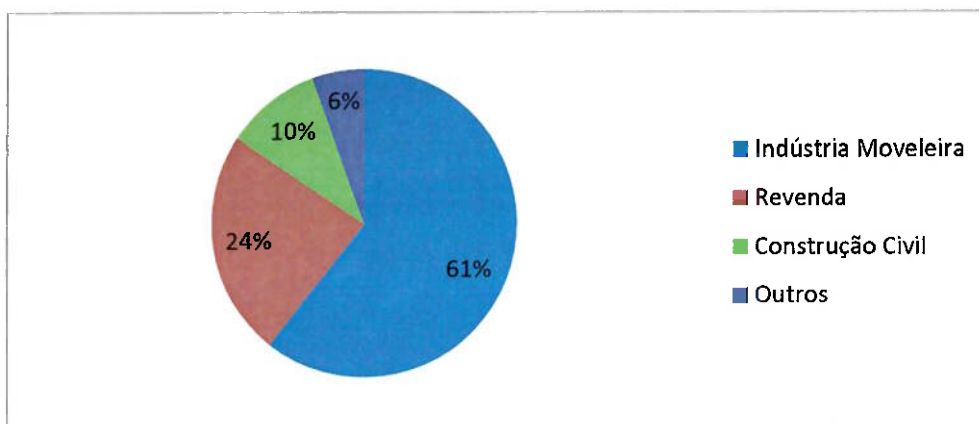


**Gráfico 3** – Capacidade Produtiva Expedível de Madeira ('000 m³/ano)  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

Os principais concorrentes são:

- Arauco: chilena, dispõe de grande estratégia de crescimento no Brasil e tem postura comercial focada em *commodities*, ou seja, em preços baixos;
- Fibraplac: empresa familiar, centra-se em *commodities*. Seu ponto fraco é o grande endividamento;
- Berneck: também familiar, desfruta de boa reputação e de boa gestão. Tem foco em *commodities*;
- Masisa: chilena, produtora de MDF, com alto endividamento, mas com produto de qualidade e a preço competitivo. Caracteriza-se por uma imagem de empresa inovadora e sustentável.

Em relação aos canais de distribuição, o mais importante para a venda são as indústrias moveleiras, a revenda. Por isso, é importante manter boa relação com elas e atender o que, segundo pesquisa de mercado da Empresa Z, constitui-se no valor mais conceituado por eles: a confiabilidade na entrega.

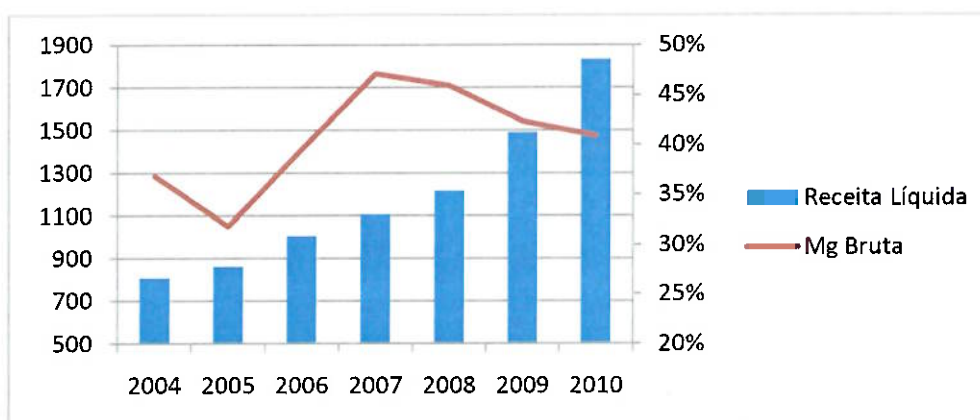


**Gráfico 4 – Canais de Distribuição – Divisão Painéis de Madeira**  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

A Divisão Florestal conta com cerca de 225 mil hectares de terras com florestas plantadas, predominantemente eucaliptos, cultivadas nos Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo. Todas as fábricas estão a uma distância inferior a 200 km do fornecimento de madeira. As pertencentes à Empresa X situam-se a cerca de 50 km das florestas; as provindas da Empresa Y, a 120 km. Tal divisão ainda não conta com uma receita expressiva e, por isso, os resultados financeiros divulgados ao mercado são os consolidados da Área Madeira.

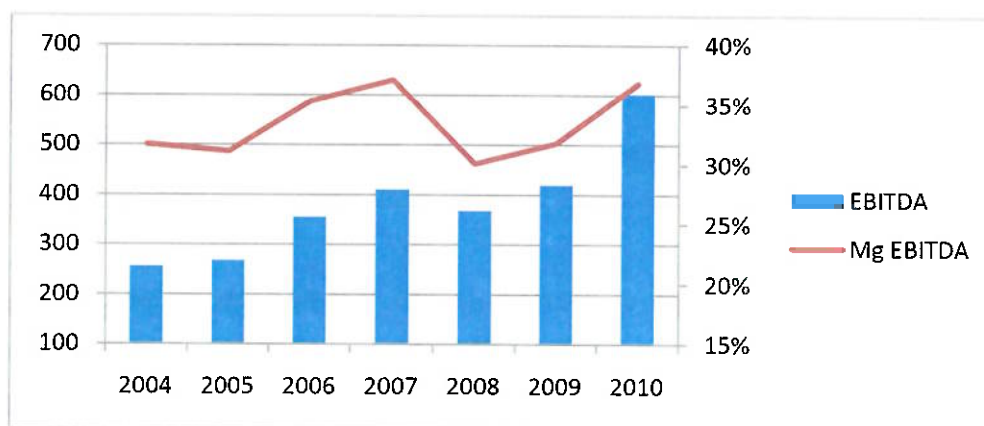
#### **4.2.1.1 Indicadores Financeiros da Área Madeira**

Como dados financeiros históricos, serão analisados a receita, a margem bruta, o EBITDA e a margem EBITDA.



**Gráfico 5 – Receita Líquida (R\$ milhões) e Margem Bruta da Área Madeira**  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

Primeiramente, percebe-se que a receita teve um CAGR<sup>20</sup> de 11% – em decorrência de expansões orgânicas – entre 2004 e 2008, e sua a margem bruta elevou-se significativamente. Após fusão com a Empresa Y, a receita ampliou consideravelmente, em decorrência da soma das partes, mas a margem baixou, o que mostra o aumento do custo.



**Gráfico 6 – EBITDA (R\$ Milhões) e Margem EBITDA da Área Madeira**  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

Já o EBITDA cresceu expressivamente entre 2004 e 2007, com um CAGR de 17%. Em 2008 houve queda devido à crise financeira dos EUA. Com a fusão, o EBITDA aumentou de forma relevante. A margem EBITDA cresceu até 2007 e, a partir de 2008, tornou a crescer. Este ano tal índice vem caindo para níveis abaixo de 30% e, no segundo trimestre de 2011, a companhia apresentou resultado com margem menor, 28%.

#### 4.2.2 Divisão Louças e Metais Sanitários (LMS)

A Divisão LMS é responsável por toda a operação que envolve a fabricação, expedição, comercialização e marketing das louças e metais sanitários. Tinha, no final de 2010, capacidade industrial de aproximadamente 23 milhões de peças anuais.

Os principais focos da divisão de LMS diferem dos da Divisão LMS:

20. CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) é o crescimento anualizado de um investimento em um determinado período de tempo.

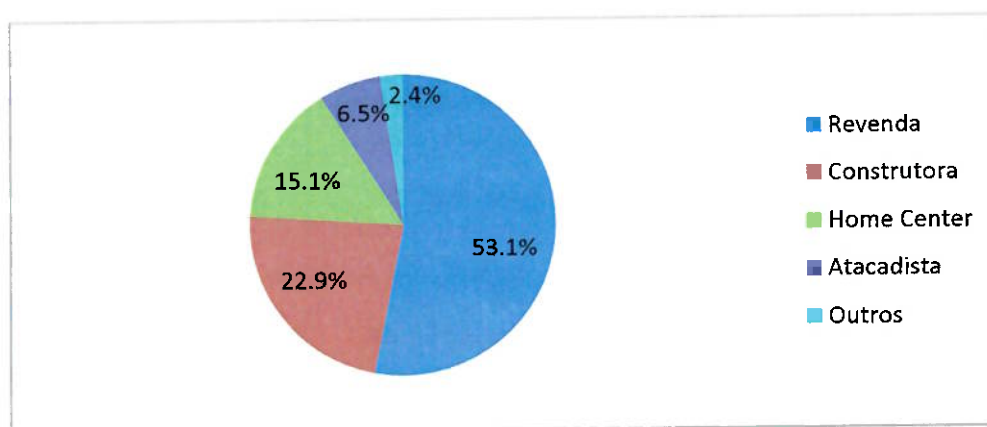


**Figura 22** – Destaques nos *Flows* da Divisão LMS  
 [Fonte: Companhia Z (2010)]

O desenvolvimento de produtos na LMS é muito importante e é diferenciado entre os produtos competitivos e luxo.

Os competitivos devem ter custo baixo, porém qualidade também como diferencial, para fazer valer o nome da marca. Os produtos de luxo são produzidos com foco em *design* e em qualidade, traços distintivos necessários para manter seu preço de venda. Com isso, o desenvolvimento de produtos deve ter dois focos bastante distintos.

Quanto aos canais de venda, os principais são o varejo, as construtoras e os *home centers*.



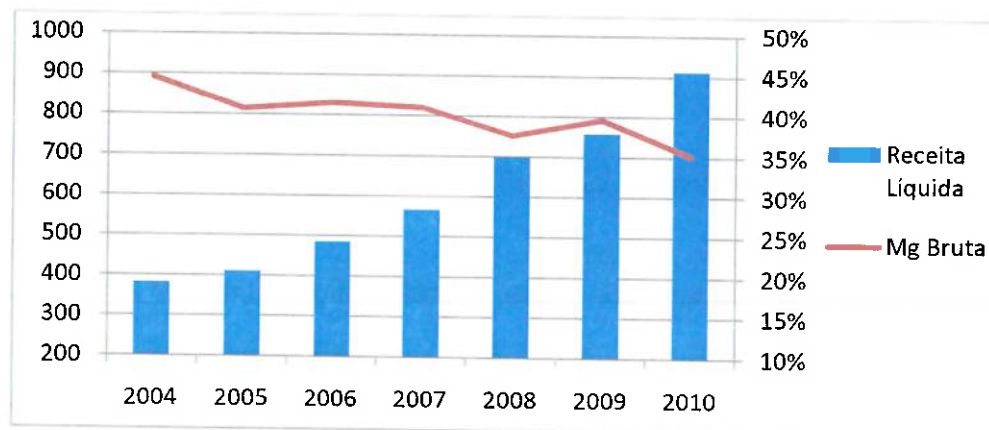
**Gráfico 7** – Canais de Venda - Divisão LMS  
 Fonte: Companhia Z (2010)

Em relação ao consumidor, é importante exercer influência principalmente sobre os formadores de opinião. Por isso, a empresa promove eventos e confere prêmios na área de arquitetura e baliza seu desenvolvimento de produtos da linha luxo para também auferir prêmios e aumentar o reconhecimento da marca.



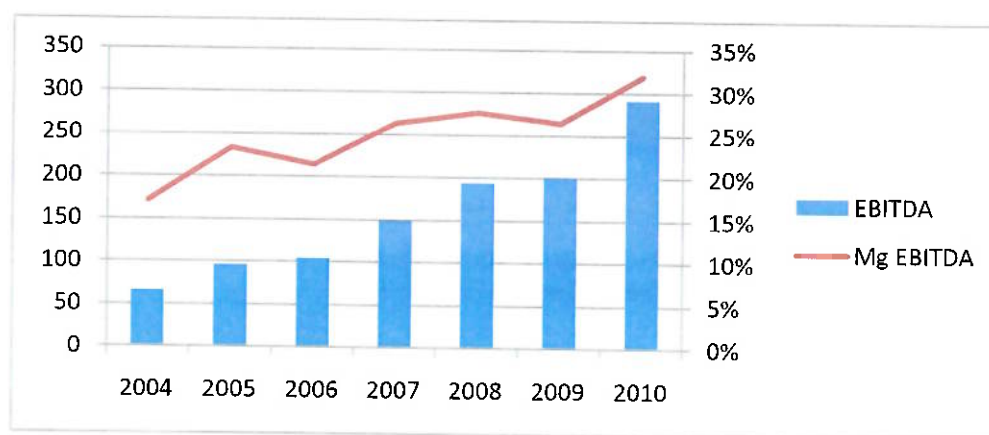
#### 4.2.2.1 Indicadores Financeiros da Divisão LMS

No que diz respeito aos resultados financeiros históricos dessa divisão, serão analisados os mesmos indicadores estudados em relação à Divisão LMS.



**Gráfico 8 – Receita Líquida e Margem Bruta da Divisão LMS**  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

A receita líquida da divisão apresentou CAGR de 15% nos últimos seis anos, provenientes tanto de crescimento orgânico quanto de aquisição de alguns *players*. Pode-se perceber que, ao longo desse período, a margem bruta caiu, resultado da elevação do custo dos produtos vendidos.



**Gráfico 9 – EBITDA e Margem EBITDA da Divisão LMS**  
**Fonte:** Companhia Z (2010)

Analisando o EBITDA e a margem, houve CAGR de 28% nos últimos seis anos, aliado ao crescimento da Mg EBITDA de 17% para 32%. Notam-se algumas quedas na

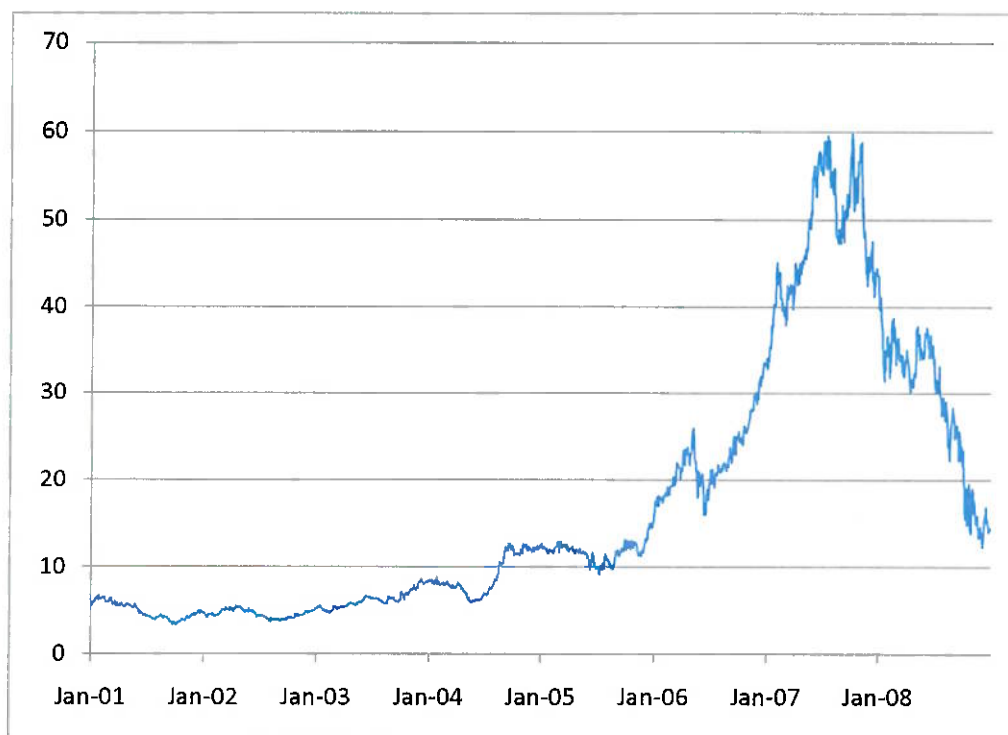


margem EBITDA, em consequência de aquisições na Divisão LMS, além da queda referente à crise econômico-financeira de 2008.

### 4.3 VISÃO DA EMPRESA PELO MERCADO FINANCEIRO

Será feito neste item um histórico da visão do mercado financeiro sobre a empresa, com base na perspectiva do mercado acionário e na dos principais bancos de investimento, tanto da Empresa X como da Empresa Y.

#### 4.3.1 Empresa X



**Gráfico 10** – Histórico do Preço de Fechamento das Ações da Empresa X<sup>21</sup>

**Fonte:** *Economatica*

Avaliou-se a Empresa X do ponto de vista de seu desempenho no mercado acionário e pela ótica dos principais bancos de investimento que acompanhavam a ação. Primeiramente, utilizou-se relatório de 2001 do Banco Santander em que a instituição qualifica a ação como de forte compra, por apresentar grande crescimento histórico de lucros. Ao mesmo tempo,

21. Tal série histórica tem os preços fixados em reais e ajustados pelas bonificações, dividendos e subscrições de ação.

entretanto, oferece desconto relevante de 62% em relação ao múltiplo EV/EBITDA<sup>22</sup> de uma de suas principais concorrentes, a chilena Masisa. As razões para tal índice em comparação com o concorrente situam-se tanto no macrocenário – como a crise econômica na Argentina, pois a empresa brasileira tinha exposição nesse país – quanto em relação ao fato de a ação ter pouquíssima liquidez. Um ponto positivo interessante apresentado por esse relatório é o pioneirismo da Empresa X em diversos produtos como a chapa de fibras, o MDF e os pisos laminados.

Em 2002, o mesmo banco reportou que rebaixou a recomendação, em decorrência da diminuição do volume previsto para a venda de madeira e de metais sanitários. Entretanto, um aspecto favorável nesse ano, segundo a análise, foi a desativação de uma fábrica que estava causando prejuízo e, paralelamente, a expansão de outra, com a finalidade de manter a capacidade constante e de baixar custos.

Em 2004, o Santander aumenta a estimativa de valor, em virtude de uma política de elevação de preços imposta pela Divisão Madeira. Na época, segundo o relatório de outro banco, a madeira estava performando melhor que a LMS, e a companhia foi bem-sucedida em fomentar a aceitação do MDF em novos segmentos.

Em 2005, o CSFB inicia cobertura da ação, explorando alguns pontos positivos importantes da empresa no momento: (i) acionistas controladores com sólida reputação no mercado, (ii) *tag along* de 80% para as ações preferenciais; (iii) tecnologia no estado da arte, com grande automação presente nas divisões Madeira e LMS; (iv) cenário de forte ambiente operacional pela frente, com um CAGR projetado de 34% no EBITDA, correlacionado à recuperação da construção civil. Um ponto negativo é levantado em relação às louças sanitárias, dado que o líder, Rocca, está promovendo uma guerra de preços. Para o Santander, a Empresa X teve ótimo resultado em 2004, com ampliação da capacidade, aumento de preços bem-sucedido, aliados ao controle de custos e à melhora expressiva na governança. A alta taxa de juros, entretanto, associada à dependência do setor de construção civil do segmento de LMS, impediu crescimentos mais expressivos.

No final de 2005, o CSFB estava muito otimista em relação à empresa e a qualifica como um *player* que está iniciando um ciclo virtuoso: tem pouca necessidade de CAPEX<sup>23</sup> no médio prazo, agregada à baixa da taxa de juros. Segundo o banco, a empresa está desvalorizada 47% em comparação ao múltiplo EV/EBITDA da Masisa.

---

22. EV/EBITDA é um múltiplo utilizado no mercado financeiro para medir o valor da companhia (EV) em relação ao EBITDA dela. No caso, se há desconto de 62%, significa que, para o mesmo EBITDA, a Empresa X vale 62% a menos.

23. Capital Expenditure são investimento em bens de capital.

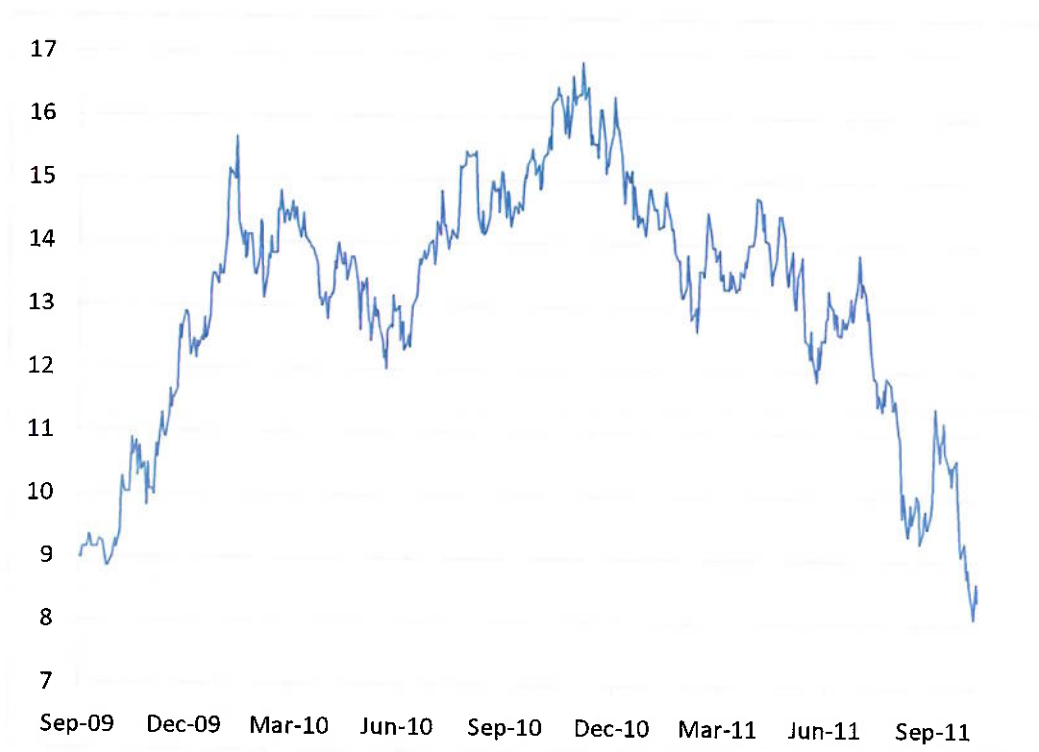
Em 2006, para o CSFB, a companhia apresentou bom resultado na Madeira e na LMS, associado a um crescimento contínuo da margem EBITDA. Segundo o Santander, a companhia deveria se beneficiar do cenário positivo nos setores de móveis e de construção civil, mas ela o considera já precificado.

Em 2007, o CSFB relatou um panorama otimista, em consequência do momento favorável ao MDF – com elevação de margem EBITDA no 1T para 34% –, e do *boom* imobiliário; como resultado, o preço de venda da madeira pôde crescer mais. Além disso, a demanda de louças e metais sanitários da linha luxo deve crescer no país, o que justificaria a ampliação de capacidade anunciada nesse ano. Outro ponto importante foi o anúncio do plano de expansão da Divisão Madeira, que amplia a capacidade do MDF em 0,7 milhão de metros cúbicos.

Porém, no terceiro trimestre desse mesmo ano, a divulgação dos resultados desse período frustrou as expectativas do mercado. Com isso, a ação deslocou-se do seu pico histórico e entrou em queda.

O início de 2008 foi marcado por forte euforia na Bolsa de Valores, pois os bancos projetavam índice atingindo 86 mil pontos no final do ano. Porém, com a crise americana do *subprime*, as ações da Empresa X caíram muito, visto que o mercado elaborou um novo cenário: neste, os volumes e o preço ficariam estáveis nos anos subsequentes, anulando o crescimento anteriormente previsto devido à incerteza que a crise trouxe aos analistas e em virtude da dependência da Empresa X em relação ao setor de construção civil. Isso fez com que a estimativa do valor da empresa despencasse.

### 4.3.2 Empresa Z



**Gráfico 11** – Histórico do Preço de Fechamento das Ações da Empresa X<sup>24</sup>  
**Fonte:** *Economatica*

Logo após a fusão, todos os bancos tiveram impressão favorável da nova empresa, fazendo com que sua ação subisse de R\$ 8 para R\$ 14 em menos de seis meses. A visão dos principais analistas era que o valor justo da ação se fixava em R\$ 21, amparado, segundo eles, pelo crescimento expressivo do setor de painéis de madeira no Brasil – projeções do Santander estimavam CAGR de 19% –, e pelos ganhos de sinergia. Alguns bancos, como o Citi, demonstravam visão menos otimista, avaliando em R\$ 16 o preço-alvo, dada a pressão de queda do valor dos painéis de madeira.

No início de 2010, o mercado mostrava-se otimista em relação à empresa, e o valor de sua ação passou a R\$ 15. Um dos principais bancos que a cobriam, baseado no aumento de preços ocorrido e no bom resultado da linha de metais, manteve o *target* em R\$ 21; outro o elevou a R\$ 23, em decorrência do grande crescimento esperado para o país.

No primeiro trimestre desse ano, o preço da ação caiu um pouco, atingindo R\$ 13, devido à queda de preços do painel de madeira. Porém, o volume de vendas cresceu, o que fez

24. Tal série histórica tem os preços fixados em reais e ajustados pelas bonificações, dividendos e subscrições de ação.

com que os analistas mantivessem o mesmo *target price*. A maioria dos bancos, entretanto, reitera um investimento de risco, pois os ganhos de sinergia de longo prazo estão precificados e os cataclismos de curto prazo, não.

No segundo, as ações subiram, principalmente pelo crescimento da venda de madeira e da linha de metais sanitários, associado ao aumento da margem EBITDA. Contudo, após a divulgação de resultados, a ação caiu sensivelmente, pois o crescimento divulgado foi abaixo da expectativa gerada pela empresa.

No trimestre seguinte, as ações elevaram-se, acompanhando a alta do IBOVESPA, que atingia 70 mil pontos. Segundo alguns bancos, o volume foi abaixo do esperado, e os preços se mantiveram estáveis em consequência de um pior *mix* de produto. Porém, o Bank of America aumentou para R\$ 24 o preço estimado da ação, em virtude de projeção de CAGR, nos três anos posteriores, de 30% no volume de vendas.

No último, o preço da ação caiu, devido à insegurança do investidor em relação ao potencial de crescimento que havia sido projetado para a empresa. Se, por um lado, as margens melhoraram, por outro ocorreu um declínio sazonal de demanda tanto da madeira como de metais sanitários, o que acarretou redução de volume

No primeiro trimestre de 2011 as ações continuaram em queda. Os principais resultados disso foram a baixa de 9% do volume de painéis de madeira e o custo mais alto da Divisão Madeira, gerando a redução da margem EBITDA para 27%. Logo após essa divulgação, a empresa noticiou um grande plano de investimento em MDF, que foi bem recebido pelo mercado.

No segundo, as ações caíram em velocidade superior ao índice BOVESPA. Ao serem divulgados os resultados, as ações tinham caído 12% em relação ao índice<sup>25</sup>. Isso foi consequência da contração do volume de painéis de madeira e do aumento de 6% do custo de mercadorias vendidas, o que restringiu a margem EBITDA para 27%. Tais eventos fizeram com que o mercado colocasse em dúvida os investimentos anunciados no início do ano pela empresa. Segundo relatório do Itaú BBA, o investimento foi feito com projeção de crescimento da demanda num CAGR de 14% ao ano; porém com o novo cenário, o crescimento esperado passa a ser abaixo de 10%, o que tornou um investimento desse porte desinteressante.

Esse histórico de concepções demonstra que o humor do mercado varia muito conforme sua percepção da empresa e em relação ao cenário macroeconômico mundial, em

---

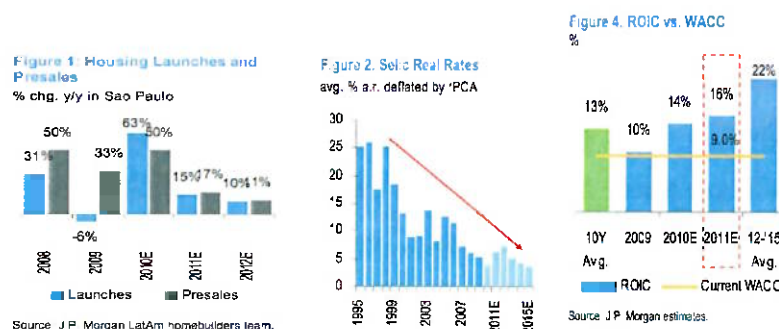
25. Foi feita uma comparação entre o início do trimestre (1º/4/2011) e o dia da divulgação dos resultados (1º/8/2011).

relação ao setor e em relação à companhia, principalmente em função dos resultados de curto prazo que ela apresenta. Se ela apresenta um resultado trimestral, por exemplo, com volume abaixo do projetado pelos analistas, todo seu crescimento futuro será reprojetoado como um viés pior e a ação tende a cair. Se o volume for acima, ocorre o contrário e a ação sobe.

Percebe-se, então, grande euforia logo após a fusão. Bancos, como o Santander, expressavam enorme confiança: as melhoras na governança, na escala, na complementaridade e na liquidez permitiriam “ride the real state boom”, projetando mais de 100% de *upside* no preço da ação.

No relatório inicial publicado pelo banco americano J.P. Morgan – publicado em 1º de outubro de 2010 – os analistas expressam uma visão bastante positiva da empresa e a colocam como a principal escolha entre as do setor de materiais de construção no Brasil. Esse banco estimava um retorno potencial de 32% ao acionista e descreveu quatro pontos principais para seu otimismo:

- liderança em tamanho, com controle de 40% do *market share* de madeira, mais que o dobro de sua concorrente mais próxima;
- liderança em lucratividade, com um ROE médio de 14% desde 2005 e margem EBITDA de 30% a 35%;
- benefícios advindos do crescimento do mercado de casas e da renda no Brasil. Os *drivers* de demanda mais significativos são o crescimento do setor de construção e o aumento de renda que permite a reforma nas casas. 40% da receita provém de novas construções;



**Gráfico 12 – Indicadores Macroeconômicos**

Fonte: J.P. Morgan (2010)

- administração voltada para retorno ao acionista. Possui ROIC de 15% desde 2000 e de 16% desde 2004, bem acima de seu WACC de 10%. Além disso, a remuneração do *management* é feita em opções de ações.

Hoje há profundo pessimismo e incerteza vindos do macrocenário mundial e muitas das premissas deixaram de fazer sentido, o que leva o mercado a desvalorizar o modelo de gestão que ele mesmo havia apoiado. Em razão dessas circunstâncias, a ação caiu mais de 35% nos últimos seis meses<sup>26</sup>.

Por isso, o mercado considera as decisões da empresa conforme o macrocenário mundial e o brasileiro, o que faz com que a mesma decisão de investimento de 2011, bem vista ao ser anunciada, fosse, três meses depois, avaliada como insatisfatória. A inversão acabou sendo postergada, com aprovação do mercado.

---

26. Variação calculada com base em dados do *Economatica*, ajustada pelos proventos, com início em 18/05/2011 e término em 17/11/2011.

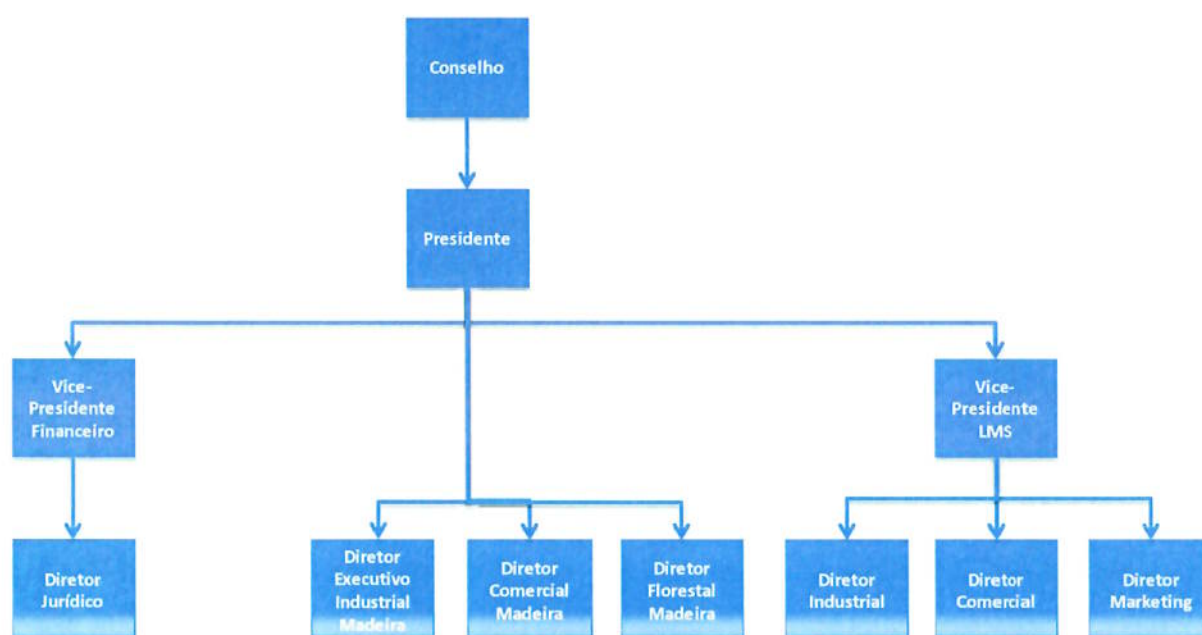
## 5 ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO

Este capítulo analisa a reestruturação, à luz das teorias discutidas no capítulo 2, considerando-se a companhia antes e depois das mudanças que ocorreram em 2008. O objetivo do estudo é determinar os aspectos positivos e os negativos da nova gestão, identificando, assim, os resultados decorrentes da reestruturação.

### 5.1 EMPRESA X

Neste subtópico será estudada a Empresa X sob três principais aspectos: modelo organizacional, método de tomada de decisão e estratégia. A finalidade de tal análise é compreender o funcionamento da empresa e sua estratégia antes das mudanças descritas em 5.2, para poder compará-la com a atual.

#### 5.1.1 Modelo Organizacional



**Figura 23** – Organograma da Empresa X  
Fonte: Companhia X (2008)

A Empresa X era dividida em duas principais linhas de negócio: Divisão Madeira e Divisão Louças Metais Sanitários (LMS). Pelo organograma, percebe-se que, no caso da Madeira, o presidente da empresa mantinha controle direto sobre todos os diretores, sem



intermediação de um vice-presidente, o que o tornava muito presente na maioria das decisões e tendia a centralizá-las. Pelas entrevistas, tal hipótese se justifica, pois o presidente tomava para si muitas decisões do dia a dia da empresa. Ele tinha, segundo um ex-vice-presidente, duas principais maneiras de controlar a organização: realizava reuniões periódicas para alinhar as decisões relevantes tomadas em cada área e exigia formalmente sua participação em alguns tipos de decisão.

Em relação às reuniões periódicas, ele promovia, principalmente, encontros internos de cinco tipos:

- geral (controle da operação como um todo): Essa reunião era a principal da empresa. Tinha frequência semanal e era o espaço onde todos os diretores relatavam o andamento da operação, os problemas e os possíveis investimentos. Cabia ao presidente tomar as principais decisões para definir o curso da operação e alinhar a estratégia com cada diretor e com o fundador, presente a ela uma vez por mês;
- comercial (controle dos clientes da companhia): nessa reunião, examinavam-se os 20 piores clientes e indagavam-se as razões pelas quais estavam nesse grupo. O principal objetivo era mostrar à área comercial que havia, sobre os clientes, controle por parte do presidente, de modo a criar os incentivos necessários para que seus integrantes tentassem melhorar a relação da empresa com os clientes. Essa reunião tinha frequência mensal e seu foco principal era operação madeira;
- industrial madeira (controle de investimentos e operação madeira): considerando-se que a fábrica, por ter equipamentos muito grandes, expende alto custo de manutenção e alto custo fixo por volume, investimentos nessa área, assim como sua operação, requerem acompanhamento próximo. Com isso, nessas reuniões discutia-se sobre decisões operacionais como volume de produção, preço da chapa de madeira, possíveis novos investimentos em máquinas, custos existentes na produção, entre outros assuntos. Tal reunião ocorria quinzenalmente, podendo variar conforme quantidade de investimentos;
- LMS (controle da LMS): nessa reunião alinhavam-se as estratégias, principais investimentos e problemas que a operação estivesse enfrentado. Normalmente se discutia também o desenvolvimento de produtos, de que o presidente

gostava de participar de perto, desde a geração de ideias, sugerindo o *design* para um novo modelo de torneira, até a seleção e a implementação de fato do novo produto. Esta reunião ocorria com frequência mensal/quinzenal, variando conforme necessidade de se aprofundarem algum assunto avaliado na reunião semanal;

- florestal (controle da operação florestal): discutiam-se as estratégias para otimizar a produção, com o objetivo de atender a área Madeira. Tal reunião ocorria com uma frequência mensal.

Além das reuniões com as unidades operacionais, o presidente promovia reuniões periódicas com a área financeira e com a área de RH.

Como visto anteriormente, na Divisão LMS, o poder era delegado, no dia a dia, ao vice-presidente, que administrava, com certa autonomia, a empresa. O controle do presidente ocorria principalmente na definição de estratégias da organização, tornando a avaliação de pequenos investimentos algo secundário. Porém, a delegação de poder era limitada ao tamanho do investimento. Se fosse de médio ou de grande porte, discutia-se em detalhes a implementação dos recursos, chegando até mesmo a minúcias como a escolha do *layout*. Isso ocorria devido ao grande conhecimento operacional do antigo CEO.

Em relação à outra maneira de controlar a organização, o presidente definia que alguns tipos de decisão deveriam, obrigatoriamente, ter o aval dele: política de recursos humanos, relação com investidores, plano de investimento, deliberações operacionais e definições estratégicas.

Ao analisar novamente o organograma, percebe-se que o conselho está acima do presidente. Essa estrutura hierárquica era composta por acionistas do Bloco A, com liderança incontestável do fundador. Por isso, ele definia com o presidente as estratégias mais relevantes, que eram aprovadas pelos outros conselheiros. Desse modo, o conselho, como estrutura formal, tinha atuação muito discreta no cotidiano da empresa.

Para se proceder à análise organizacional segundo o modelo de Mintzberg (conforme seção 2.3), devem ser considerados, primeiramente, os mecanismos de coordenação mais importantes da empresa. Como visto no início dessa seção, o presidente exerce grande influência sobre os diretores, principalmente da área Madeira, o que mostra que o mecanismo de coordenação mais presente no nível administrativo era a supervisão direta. Era desempenhada pelo ápice estratégico, presidente e fundador, que centralizava grande parte do poder na organização. Isso era justificado, pois tinham, ao mesmo tempo, a propriedade e o

controle da companhia. Na lógica da empresa familiar proposta por Gersick *et al.* (1997), ambos os membros estavam no centro dos três círculos, família, negócios e propriedade (seção 2.2).

Segundo um dos ex-vice-presidentes, a empresa funcionava, em alguns aspectos, como uma companhia de dono, tinha decisões mais centralizadas e não havia controle formal dos processos decisórios e dos procedimentos dentro da empresa. Havia, porém, forte personificação na gestão de pessoas, criando uma relação de supervisão direta entre presidente e os principais vice-presidentes e diretores. Ela era baseada na confiança e no respeito mútuos, o que permitia a coordenação dos trabalhos sem o emprego de regras e normas rígidas. Tal mecanismo era possível pelo grande poder que o presidente tinha na empresa.

Dando continuidade à análise dos mecanismos de coordenação, foi constatado que a padronização de processos era o mecanismo mais presente nos níveis operacionais da empresa. Nessa instância os tecnocratas, como engenheiros de controle de qualidade, de processo e de produção, criavam métodos de trabalho e metas a ser seguidas pelos operadores, que desempenhavam, por sua vez, uma função bastante específica. Além disso, havia uma visão forte de padronização do ambiente das fábricas quanto a cores, organização e limpeza, resultado da implementação do *kaisen*. Porém, a padronização de processos não ocorria acima do nível intermediário. Isso pode ser percebido pelo pequeno número de normas e de procedimentos formais que a empresa tinha no nível administrativo em comparação com a Empresa Z.

Dessa análise, conclui-se que a parte mais importante da organização era o ápice estratégico, composto pelo fundador e pelo presidente da empresa. O fato de tal relação de trabalho ser também uma relação familiar cria, segundo Gersick *et al.* (1997), uma dinâmica de decisões típica dessa empresa. Não se pode esquecer nessa análise que a tecnoestrutura tinha poder grande no nível operacional, pois coordenava, com padronizações de processo, todo o trabalho deste núcleo.

Para se classificar a empresa conforme o modelo de Mintzberg, pode-se levar em consideração que ela possui algumas características de organização máquina, como tamanho grande (mais de R\$ 1 bilhão de receita), idade avançada (mais de 50 anos), ambiente relativamente simples<sup>27</sup> e uma padronização dos processos do núcleo operacional. Porém, como foi observado anteriormente, o poder no nível administrativo estava fortemente concentrado no ápice estratégico. Isso pode ser constatado na prática, devido ao grande poder

---

27. O ambiente simples é consequência das barreiras de entrada, principalmente na divisão de painéis de madeira, devido à baixa disponibilidade de matéria-prima ao alto custo das prensas alemãs.

que o presidente exerce em toda a estrutura e, principalmente, na Divisão Madeira. A Divisão LMS contava com autonomia um pouco maior, dado que as principais políticas comerciais e industriais eram controladas por intermédio do vice-presidente. De fato, porém, tal autonomia era limitada, pois o presidente alinhava detalhadamente a estratégia com o vice-presidente e participava da decisão de todos os investimentos relevantes da Divisão.

Assim, a Empresa X posiciona-se como empresa máquina, porém com ápice estratégico superior ao normal, dada a grande pressão que este exerce na estrutura da organização. Tal pressão resulta em concentração de poder, anulando-se grande parte da burocracia e da padronização nos níveis mais altos existentes normalmente em uma organização semelhante a esta. Por isso, tal empresa possui características que lembram as de uma organização empreendedora, visto que seu fundador e seu presidente estão presentes e tomam para si grande parte do poder decisório sobre a empresa. A empresa não possui característica de organização divisionada, pois mesmo que a divisão LMS contasse com certa autonomia, ela era controlada com a supervisão direta do presidente e não havia, pois, padronização de resultados, mecanismo que caracteriza a organização diversificada.

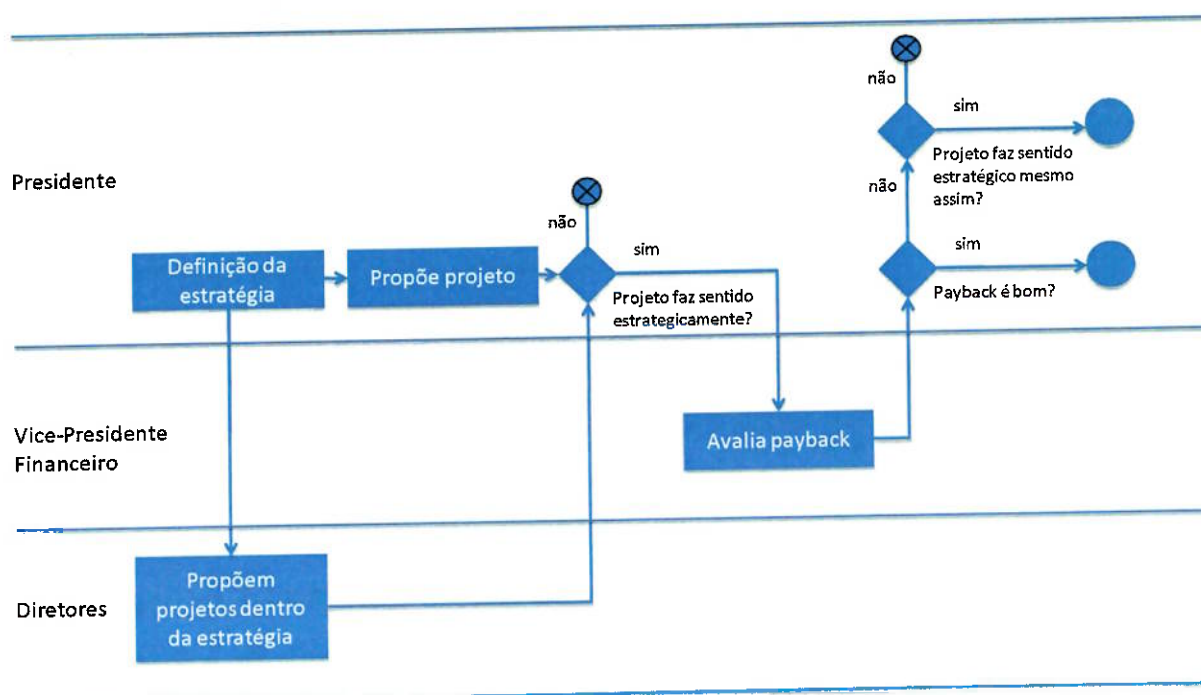
Conclui-se dessa análise que o ápice estratégico é muito forte em tal estrutura e concentra intenso poder decisório, assim como de resolução de conflitos. Se, por um lado, isso permite uma visão de longo prazo, com o interesse alinhado ao ideal de uma empresa familiar, e possibilita o crescimento sustentável da empresa, por outro cria uma estrutura dependente da figura do fundador e da do presidente. Em consequência disso, uma eventual ausência deles gera uma situação em que a empresa fica despojada de um norte, o que pode resultar em disputa de poder entre os diversos setores que a integram.

### **5.1.2 Método de Tomada de Decisão**

As decisões eram tomadas pelo presidente da companhia e pelo seu fundador, que avaliavam principalmente a importância estratégica do investimento no futuro da organização, projetando a imagem de “como desejavam ver a empresa para as próximas gerações”, percepção de futuro típica de uma empresa familiar, segundo Ward (2004), conforme visto no item 2.2.5.

O processo de tomada de decisões consistia em um modelo similar ao proposto abaixo.

---



**Figura 24** – Modelo das Tomadas de Decisão  
**Fonte:** Elaborado pelo Autor

Em tal modelo, o presidente define a estratégia que os projetos devem seguir e propõe alguns projetos. Os diretores, por sua vez, apresentam projetos nos termos da estratégia traçada pelo ápice estratégico. Se a o projeto faz sentido estrategicamente, o presidente delega a avaliação do *payback* ao vice-presidente financeiro. Se o *payback* faz sentido, o projeto é aprovado; caso contrário, é novamente discutido, ainda que tenha um *payback* muito longo, por exemplo. Se, mesmo assim, é avaliado como positivo, o projeto é implementado.

A lógica do *payback* é analisar em quanto tempo o investimento retornaria à empresa, o que fazia sentido para mostrar aos administrados quanto tempo seu caixa estaria exposto ao investimento. Porém esse método não considera o que ocorre depois do tempo de *payback* nem como os ganhos se distribuem no tempo. Por isso, nos investimentos em novas operações era realizada, além do *payback*, uma análise de TIR e VPL.

Desse modo, segundo um dos ex-vice-presidentes, os investimentos eram feitos visando, em maior grau, aos ganhos operacionais e estratégicos e, em menor grau, a alguns índices financeiros como o *payback* ou VPL, pois, além desses índices focarem mais o curto prazo, não havia a necessidade de provar orientação para o acionista, dado que o controle e a gestão estavam na mesma pessoa.

Conhecido o modelo de decisão, é importante abordar um breve histórico da empresa e avaliar com detalhes algumas de suas decisões-chave. Em 1990, assumiu a presidência o filho do fundador, permanecendo no cargo até 2008. Entre 1985 e 1990, a empresa fez duas aquisições – incorporou um grupo de MDP (com capacidade de cerca de 400 mil metros cúbicos) e outro de chapa de fibra (com cerca de 100 mil m<sup>3</sup>) – que vinham sendo concretizadas desde 1985. Antes desse período, a companhia contava com uma fábrica que produzia cerca de 300 mil metros cúbicos de chapas de fibra. Depois delas, a companhia dobrou de tamanho e empregava por volta de 15 mil funcionários. Para se ter ideia do que isso representa, hoje a Empresa Z tem mais que quatro vezes o tamanho dela e dispõe de 10 mil funcionários.

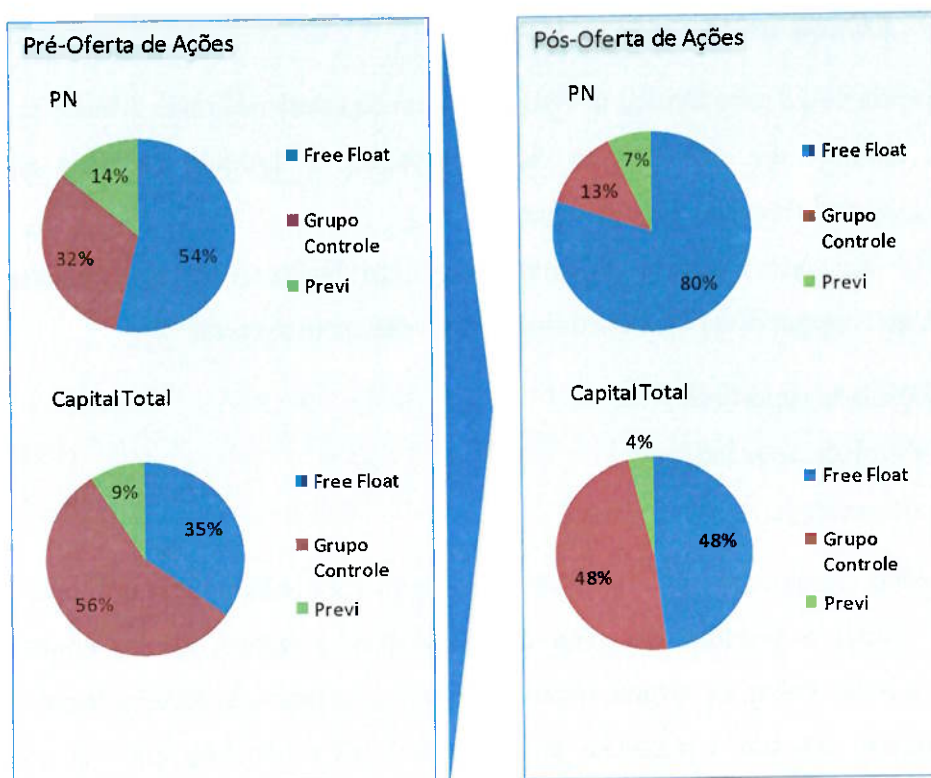
Por isso, o presidente fez, entre 1990 e 1995, uma reengenharia da companhia com o objetivo de racionalizar e de mecanizar as operações. Em decorrência dessa estratégia, em 1992, foi implementado o *kaisen*, através da colocação em prática do 5S: organização, arrumação, limpeza, padronização e disciplina, num programa de melhoria contínua. Depois de esse processo ser implementado, as fábricas foram sendo modernizadas, com a visão de se proceder a investimentos, para baixar custos e melhorar a operação.

A partir de 1995, com a companhia enxuta e eficiente, o foco passou a ser o crescimento orgânico na Divisão Madeira e na LMS, com algumas aquisições nesta última. A escolha do foco orgânico devia-se à visão do principal executivo em relação a manter o controle e por considerar que as outras empresas do setor estavam desatualizadas tecnologicamente. Nessa linha, a Empresa X fez quatro investimentos: (i) construção de uma fábrica de MDF, (ii) mecanização da sua operação industrial (ver item 5.1.2.2), (iii) compra de uma linha de metais na Argentina, (iv) compra de um forno de alta tecnologia para a linha de louças.

Em 2000, ocorreu um *follow-on* da companhia, capitalizando R\$ 190 milhões na modernização e na ampliação das divisões LMS e Madeira. Nesse mesmo ano, a empresa iniciou o projeto de uma nova linha de MDP. O projeto tinha três fases: primeiramente, seria colocada uma prensa contínua, utilizando-se a mesma produção de partículas de madeira. Posteriormente, foi ampliada a produção de partículas e, na última fase, a camada superficial do produto foi melhorada.

Ainda em 2000, a empresa iniciou, junto com um fabricante de prensas alemão, o desenvolvimento de um processo inédito de prensagem, colocando-se na vanguarda tecnológica. A máquina começou a operar em 2003. Entre 2000 e 2004, a empresa também comprou 30 mil hectares de terra e expandiu a unidade de louças sanitárias.

A partir de 2006, o mercado de capitais passou a ter influência maior na companhia, em decorrência de uma oferta pública de ações PN e ON. Para o tipo PN, a oferta foi secundária, ou seja, atuais acionistas venderam parte de sua participação, com o objetivo de dar maior liquidez para as ações PN. Por sua vez, a oferta ON foi primária. O capital foi incorporado pela empresa, sendo o Bloco A, controlador da companhia, o principal comprador. Com isso, esse bloco teve uma diluição pequena no capital total da empresa, conforme gráficos abaixo, e aumentou sua participação nas ações com direito a voto.



**Figura 25** – Estrutura Acionária Antes e Depois da Oferta  
**Fonte:** Companhia X (2006)

No ano seguinte ao *follow-on*, R\$ 600 milhões foram totalizados em investimento na Divisão Madeira, que havia propiciado a expansão do MDF, a criação de uma nova linha de baixa pressão e a compra de 20 mil hectares de terra. Na Divisão LMS, investiram-se R\$ 200 milhões. Em 2008 foram realizadas duas aquisições na LMS, o que totalizou um aumento de capacidade na subdivisão louças de cerca de 60%.

Esse histórico demonstra que a empresa aplicou reengenharia para melhorar sua operação, o que a possibilitou, num prazo mais longo, ter solidez e confiança para permitir um período de expansão orgânica da Madeira e orgânica/aquisição da LMS. Mesmo nesse

período de expansão, havia uma forte preocupação em entrar em novas linhas de produto, como as da MDF e as dos pisos laminados. Preocupava-se ainda com a manutenção da operação em seu estado de arte e com a mecanização das florestas e da linha LMS. Tais decisões, mesmo tomadas com incertezas grandes, tiveram efeito muito positivo no longo prazo, pois permitiram que a empresa agregasse valor intrínseco pelo pioneirismo da implementação, tornando-se uma marca forte tanto da LMS quanto da Madeira, principalmente aliada à imagem de qualidade e tecnologia.

#### **5.1.2.1      *Entrada no Mercado de MDF***

A construção de uma fábrica de MDF foi uma das decisões mais difíceis na história da Empresa X, segundo um dos seus ex-vice-presidentes. O produto inexistia no país e se desconhecia qual seria sua possível demanda.

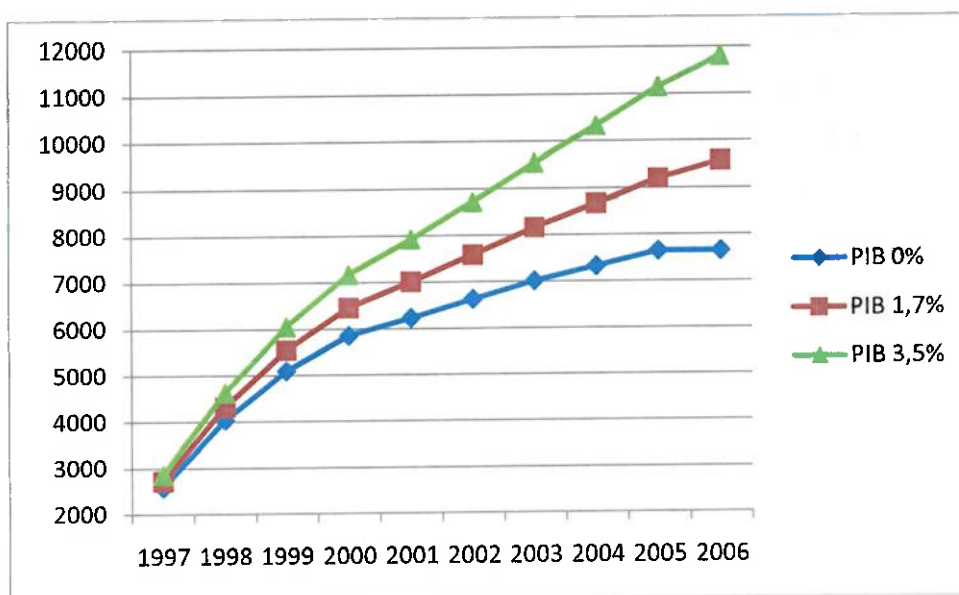
O MDF despertava interesse quanto à sua introdução no mercado brasileiro, pois é uma madeira que agrega diversos benefícios em relação às existentes:

- qualidade superficial,
- habilidade de usinagem,
- uniformidade.

Seu custo, porém, era 35% superior ao da chapa de madeira mais utilizada na época, o aglomerado. Como o produto era uma extraordinária novidade, foram contratadas duas consultorias, a Booz Allen, de origem norte-americana, e a japonesa Jaakko Pöyry.

A primeira estudou o potencial do mercado local e concluiu que, em três anos, ele comportaria 6.000 metros cúbicos por mês, o que representava cerca de 33% da capacidade produtiva da fábrica (18.000 metros cúbicos / mês), conforme gráfico 13:





**Gráfico 13 – Estimativa Demanda MDF**  
**Fonte:** Estudo Booz Allen (1994)

A segunda avaliou a evolução do mercado de MDF no Japão e as principais vantagens competitivas desse produto em relação a outros. O resultado indicou que seria necessário exportar parte do produto para o Japão, uma vez que o mercado interno consumidor não absorveria toda a produção.

A empresa realizou ainda um estudo financeiro baseado nas informações das consultorias e constatou que o projeto tinha uma TIR de 9,8%, para um investimento de cerca de R\$ 70 milhões de reais.

Para se analisar o retorno financeiro, será feita, a seguir, uma comparação dessa taxa com o custo de capital da empresa, com o objetivo de avaliar, numa lógica financeira, se tal ideia de investimento construiria ou destruiria valor. Para isso, foi calculado o custo de capital da empresa na época, com os dados de 1994.

Primeiramente, o custo de capital, ou WACC, é definido por Koller, Goedhart e Wessels (2005), como:

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t)$$

**Equação 3 – Fórmula WACC**  
**Fonte:** Koller, Goedhart e Wessels (2005)

WACC é, basicamente, uma média ponderada entre o custo da dívida ( $R_d$ ) e do *equity* ( $R_e$ ) da empresa, ponderado pelo valor de mercado das ações (MVe) e da dívida (MVd). Vale lembrar que o  $(1-t)$  funciona como um benefício fiscal da dívida.

Para determiná-lo, foi iniciado pelo custo do *equity*, que pode ser calculado pela teoria do CAPM, conforme Koller, Goedhart e Wessels (2005):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

**Equação 4 – Fórmula CAPM**  
**Fonte:** Koller, Goedhart e Wessels (2005)

Para calcular o  $R_f$ , será utilizado o título da dívida americana de 10 anos referente a 1994, o risco Brasil (EMBI +) de 1994 e a inflação do Banco Central (entre julho e dezembro anualizada).

Índice	Taxa	Fonte
Risk Free US	7,8%	10y US BOND – Fed Economatica IBGE
Risco País (EMBI)	9,2%	
Inflação	18,6%	
<b>RF</b>	<b>39,6%</b>	

**Quadro 2 – Cálculo do Risk Free**  
**Fonte:** Elaborado pelo Autor

Onde  $R_f$  foi calculado através da fórmula:

$$R_f = (1 + \text{Risk Free US}) \times (1 + \text{Risco País}) \times (1 + \text{Inflação}) - 1$$

Com o  $R_f$ , calculou-se o  $R_e$  pelo método do CAPM:

Índice	Taxa	Fonte
<b>RF</b>	<b>39,6%</b>	
Risk Premium	3,55%	Damodaran Companhia
Beta Alavancado	1,1	
<b>CAPM</b>	<b>43,5%</b>	

**Quadro 3 – Cálculo do CAPM**  
**Fonte:** Elaborado pelo Autor

Com esses dados, e com a estimativa do custo da dívida, obtida através dos balanços antigos, será calculado o WACC da empresa:

Re	43,5%
Rd	29,0%
Imposto	34,0%
Debt/(debt+equity)	45,0%
Equity/(debt+equity)	55,0%
<b>WACC</b>	<b>33,4%</b>

**Quadro 4 – Cálculo do WACC**

Fonte: Elaborado pelo Autor

Comparando-se o WACC de 33,4% com a taxa interna de retorno do projeto de 9,8%, conclui-se, pela lógica financeira, que tal investimento destruiria valor, pois pagaria aos acionistas e credores pelo capital do investimento mais do que receberia pelo projeto. Assim, o investimento não deveria ser concretizado.

Porém, o investimento foi feito com a visão estratégica de ser a primeira empresa a trazer MDF para o Brasil. Isso implica ganhos intrínsecos que tal modelo financeiro não considera. Segundo Christensen, Kaufman e Shih (2008), os modelos financeiros têm duas falhas principais: consideram que a empresa continuaria a crescer na mesma taxa, caso não realizasse a inovação e subestimam o valor financeiro dela. Esse exemplo mostra com clareza os dois pontos, dado que o investimento em MDF acabou sendo um sucesso: houve uma demanda nacional muito acima do esperado, consumindo rapidamente toda a capacidade da nova fábrica; pagou o investimento em menos de dois anos; e reforçou a imagem da marca como pioneira e inovadora.

#### **5.1.2.2      *Mecanização das Operações Florestais***

Na Divisão Florestal, uma decisão importante relacionada à mecanização da colheita da madeira ocorreu em 1994. Na época, a operação de nenhuma empresa do setor era mecanizada. Para iniciar o processo, fez-se importação-teste de uma máquina Harvester da África do Sul, atitude que se antecipou a todo o mercado. A ação foi seguida pela Aracruz que intensificou o processo. Com um teste bem-sucedido, em 1996 a Empresa X mecanizou grande parte de sua produção, com a compra de máquinas SISU e CAT. Tal medida foi controversa na época, pois as incertezas quanto ao novo processo, aliadas ao custo elevado, resultavam num *payback* – estimado pela área financeira da empresa – de seis anos, segundo um ex-vice-presidente.

Para analisar financeiramente tal investimento, o ideal seria uma comparação entre a TIR desse investimento e o custo da dívida da empresa, como realizado no subitem anterior.

Porém, dispõe-se apenas do *payback*. Dessa forma, será feita uma comparação do *payback* com outros possíveis investimentos na época. Inicialmente, o potencial investimento será comparado com a aplicação no título da dívida federal e, por isso, será considerada a taxa de juros do governo em fevereiro de 1996, mês em que a empresa decidiu realizar tal investimento. Para confrontar esses dois possíveis investimentos, o autor faz uso de um artifício que é a criação de um *payback* do título da dívida do governo, para que possa ser comparado ao do investimento. Antes, porém, é necessário estabelecer algumas premissas:

- a depreciação da máquina é nula. Com isso, o valor dela no final do período de *payback* é igual ao valor investido no título do governo;
- será utilizada a lógica dos juros simples, pois o *payback* não considera os valores no tempo;
- o título da dívida paga mensalmente a mesma taxa encontrada no mês do investimento (premissa feita para supor que uma decisão está sendo tomada no passado e não se sabe como os juros se comportarão nos anos subsequentes).

Com essas premissas, serão considerados os juros anualizados (por juros simples) de fevereiro. Chega-se, a partir de juros mensais de 2,35%, a juros anualizados de 28,2% (juros simples) e a um *payback* de 3,54<sup>28</sup> anos. Tal *payback* é consideravelmente inferior aos seis anos calculados para o investimento. Por isso, a decisão financeira ótima seria investir o capital em títulos do governo.

Portanto, a operação foi realizada por razões puramente estratégicas, tendo em vista a redução dos custos e o pioneirismo da empresa de painéis de madeira em mecanizar sua operação florestal. Tal sucesso pode ser observado, pois, um ano após, todas as outras empresas do setor madeireiro mecanizaram a produção e a Empresa X teve o *first mover advantage*, visto que sua produtividade melhorou muito antes das demais empresas de painéis. Isso propiciou ainda uma queda de custo de 31% e de 22% na extração de madeira em duas florestas no Estado de São Paulo, conforme dados extraídos de relatório interno de avaliação, publicado em 1999, para análise da renovação das máquinas.

Em 2000, a mesma empresa renovou suas máquinas de colheita. Para isso, foi apresentado à diretoria, em 1999, um estudo basicamente técnico, que tecia, primeiramente, análise dos equipamentos existentes. Com base nesse estudo histórico, fez-se uma seleção dos

---

28. Conforme as premissas consideradas nesta página, o *payback* do título da dívida foi calculado como  $paybackDiv = \frac{1}{TítuloGoverno}$ , sendo o Título Governo anualizado de um mensal por juros simples.

novos equipamentos, tendo em vista escolher o mais moderno, o que permitisse operação com custos de produção mais baixos.

A estratégia da empresa com esse programa visava a melhorias operacionais:

- adequação da floresta para otimizar futuro corte sem prejuízo operacional;
- *kaisen* nos processos de controle e análise da operação;
- melhores equipamentos em ponto de troca;
- estudo/introdução de processos mecanizados alternativos e nacionalização de componentes para compensar aumento de custo dos equipamentos;
- padronização máxima dos equipamentos, com visão de produtividade e custo;
- modulação da colheita com equipamentos de maior porte;
- revisão do sistema de manutenção.

Por exemplo, para o corte e remoção de eucaliptos, foi selecionado um equipamento, completa novidade no Brasil, que executava duas operações distintas. Ele proporcionava maior produtividade, mas com CAPEX alto.

Nessa mesma compra, foram cotadas duas máquinas para o corte de eucalipto. A CAT 320 junto com a Forwarder 18 ton. Ambas foram escolhidas pela sua superioridade técnica. A única análise financeira feita nessa compra foi o *payback*, 3,8 anos, segundo o estudo.



**Figura 26 – Máquinas para Corte de Árvores**  
**Fonte: Relatório Interno de Avaliação (1999)**

Nova Performance Econômica - Payback									
Sistema 1ª Rotação Eucalipto + Pinus	Sistema Mecanizado					Sistema Semimecanizado (3º s)		Payback (anos)	
	Módulo	Nº de Pessoas	Produção Anual (mil m³)	Vida útil Equipam. (anos)	Custo Anual (mil R\$)		Custo Anual	Nº de Pessoas	Eco. Cash
	5 HV + 2 FW	21	390	5,4	Eco.	Cash	3.600	94	
					2.639	2.050			3,8 2,3

**Figura 27 – Payback Mecanização**  
**Fonte:** Relatório Interno de Avaliação (1999)

Analogamente à comparação anterior, foi feita uma análise comparativa desse *payback* com o dos juros da dívida do governo. A análise da mecanização foi realizada em dezembro de 1999. Assim, será utilizada a taxa de juros de novembro de 1999, 1,39%, que resulta numa taxa de juros anual de 16,7% (juros simples). Com essa taxa, chega-se a um *payback* de seis anos, o que torna esse investimento na máquina mais atraente que investir na dívida do governo, se consideradas as premissas anteriores.

Para se obter outro indicador desse investimento, o *payback* dele será comparado com uma *proxy* do *payback* do WACC da companhia. Essa não é a análise ideal, que seria confrontar o custo de capital com a taxa de retorno. O WACC é a taxa ponderada que a empresa paga a seus *stakeholders*, credores e acionistas, para que ela consiga financiar seus ativos. Com isso, a lógica de analisar o *payback* do WACC seria estimar em quanto tempo a empresa pagaria aos *stakeholders* o valor do projeto na forma de dividendos (aos acionistas) ou juros (aos credores) e observar se esse tempo é maior ou menor que o tempo que ela leva para receber o investimento que está realizando. Serão utilizadas as mesmas premissas da página 98.

Primeiramente, é necessário calcular o WACC e o  $R_e$ , conforme fórmulas vistas no item 5.1.2.1. Para calcular o  $R_f$ , será utilizado o título da dívida americana de 10 anos referente a 2000, o risco Brasil (EMBI +) de 2000 e a inflação (IPCA) calculada pelo IBGE para esse ano.

Índice	Taxa	Fonte
Risk Free US	6,7%	10y US BOND – Fed
Risco País (EMBI)	7,0%	Econômica
Inflação	6,0%	IBGE

**Quadro 5 – Cálculo do Risk Free**

Fonte: Elaborado pelo Autor

Onde Rf foi calculado através da fórmula:

$$R_f = (1 + \text{Risk Free US}) \times (1 + \text{Risco País}) \times (1 + \text{Inflação}) - 1$$

Com o Rf, calculamos o Re pelo método do CAPM:

Índice	Taxa	Fonte
RF	21,0%	
Risk Premium	4,40%	Damodaran
Beta Alavancado	1,1	Companhia
<b>CAPM</b>	<b>25,8%</b>	

**Quadro 6 – Cálculo do CAPM**

Fonte: Elaborado pelo Autor

Com esses dados, e com a estimativa do custo da dívida, obtida através dos balanços antigos, será calculado o WACC da empresa:

Re	26,9%
Rd	26,1%
Imposto	34,0%
Debt/(debt+equity)	41,3%
Equity/(debt+equity)	58,7%
<b>WACC</b>	<b>22,9%</b>

**Quadro 7 – Cálculo do WACC**

Fonte: Elaborado pelo Autor

Com esse WACC, considerando-se que não há uma diferença de valor no tempo (lógica do *payback*), pode-se estimar o tempo que a empresa demoraria para pagar de volta a seus *stakeholders*: 4,4 anos<sup>29</sup>. Como o *payback* desse investimento é de 3,8 anos, e mantendo-se as premissas da página 98, se a empresa investir nesse projeto, estará gerando valor para o acionista.

29. A *proxy* do *payback* do WACC foi calculada conforme as premissas da página 99, pela fórmula

$$\text{payback WACC} = \frac{1}{\text{WACC}} \cdot$$

Analisado-se pela lógica financeira, mantidas as premissas anteriores, o primeiro investimento na mecanização não seria feito, pois o *payback* estimado do investimento era inferior ao do título livre de risco do governo brasileiro. No segundo caso, o investimento poderia ser concretizado, pois a empresa receberia o valor total do investimento antes de pagá-lo integralmente aos acionistas. Podemos analisar o caso pela ótica de Christensen, Kaufman e Shih (2008). Para a primeira inovação, por ser de carácter mais radical, o modelo financeiro não conseguiu estimar com precisão os ganhos e acabou recomendando o não investimento na mecanização. No segundo caso, por ser uma inovação incremental, o modelo financeiro tem mais precisão ao estimar e, com isso, acabou recomendando o projeto

### 5.1.2.3 *Fábrica de Louças II*

O exemplo a seguir ocorreu durante a crise econômico-financeira de 2008 e mostrou uma visão de médio prazo dos administradores da área de metais.

A crise provocou queda acentuada da demanda, e a maioria das empresas de louças optou por cortar grande parte do pessoal, realizando demissões em massa. Considerando-se o nível de especialização dos trabalhadores no segmento de louças, o custo de mão de obra é cerca de 50% do custo total de produção. A LMS optou por dar férias coletivas aos seus funcionários. Tal visão ia contra o mercado que, por imaginar que a crise seria pior do que realmente foi, e defendia a demissão em massa de funcionários.

A decisão da Divisão foi acertada e baseou-se numa visão que estrategicamente era melhor para a empresa – perder um pouco no curto prazo, mas estar mais preparada no caso de uma recuperação do mercado. Foi o que ocorreu. Quando o mercado se recuperou, a companhia voltou a produzir rapidamente, enquanto os concorrentes estavam tentando contratar pessoal. Tal movimento ampliou o *marketshare* da empresa *vis-à-vis* seus concorrentes. Isso pode ser medido, segundo o ex-vice-presidente da LMS, dado que o nível de ociosidade das concorrentes aumentou e demorou anos para retornar à normalidade. A LMS retornou em dois meses e a ampliação da demanda foi tão forte, que a levou a realizar mais duas aquisições, enquanto os concorrentes mantiveram o *status quo*.

### 5.1.2.4 *Floresta Urbana*

Tal projeto iniciou-se no meio de 2007, com o objetivo de utilizar fontes potenciais de material lignocelulósico como matéria-prima para os painéis de madeira. Tal visão criaria



uma estrutura combinada de suprimentos, da área florestal com esta fonte reciclável, gerando um processo ambientalmente sustentável.



**Figura 28** – Máquina Comprada pela Empresa X  
**Fonte:** Companhia X

A ideia era iniciar a operação no Estado de São Paulo. Para isso, foram mapeadas as fontes de suprimento no Estado, onde foram pesquisadas prefeituras, polos moveleiros, empresas de processamento de madeira e outras fontes. No total, a pesquisa encontrou fornecimento mensal de 50 mil toneladas por mês.

Foi adquirido um conjunto de máquinas para realizar a reciclagem da madeira, pois concluiu-se que tal projeto, em tese, era muito bom, por atender ao tripé da sustentabilidade: reduzia a extração de matéria-prima *in natura*, tornando-se economicamente sustentável, e reciclava material descartado, resultando em um plano ambientalmente correto e socialmente adequado, pois abriria um novo mercado de comercialização de madeira.

Porém, existiam alguns complicadores, pois, mesmo que a madeira descartada existisse, era necessário fomentar um mercado secundário dela, o que demandava grande complexidade e elevava o custo da operação.

Tal projeto ocorreu no fim do que qualificamos como Empresa X. As máquinas foram compradas à época, mas não foram utilizadas depois da transição, dado que a Empresa Z, por não ver retorno no horizonte próximo de tal projeto, nunca as empregou.

#### **5.1.2.5      *Compra da Serra G.***

Em 2003, a Empresa X estudou introduzir a venda de um novo produto no mercado, as chapas de aglomerado cortadas sob medida para o cliente. O projeto elencava estes objetivos:

- agregar valor aos produtos da Madeira, oferecendo um sob medida;

- buscar volumes adicionais nos clientes atuais, que têm limitação na capacidade de corte;
- buscar clientes que visam a expandir sua capacidade sem precisar investir em máquina;
- fidelizar clientes através da oferta de serviços.

Para realizar tal projeto, seria necessário comprar uma máquina automatizada que cortasse os painéis nos tamanhos solicitados pelo cliente. A compra do equipamento exigia investimento de cerca de R\$ 20 milhões.

O aporte foi qualificado como estratégico: criava valor e serviço para o produto da empresa e tinha mercado consumidor potencial para ele. Com isso, o investimento foi feito e a máquina foi comprada. Paradoxalmente, tal projeto não teve sucesso, pois os potenciais clientes preferiam ter uma serra própria a depender desse serviço.

Esse foi um exemplo de realização de investimento com incerteza. Apesar do potencial que prometia abrir um novo mercado para a empresa, não teve sucesso por falta de demanda, resultando na venda da máquina em 2011.

### 5.1.3 Estratégia

A estratégia, conforme Andrews (1980), é o “modelo de decisões que a empresa determina e revela seus objetivos, propósitos e metas”.

Pode-se iniciar a definição da estratégia na Empresa X, analisando-se o processo de formulação da estratégia. A estratégia era formulada pelo presidente e pelo fundador, que tinham grande conhecimento do setor, assim como das principais oportunidades e ameaças. Construíram uma estratégia com uma visão de longo prazo e teceram decisões pensando no que seria melhor para a empresa nos 20 anos seguintes, conforme discutido em Ward (2004) (seção 2.2). Por isso, uma série de medidas com valor presente negativo teve, no decorrer do tempo, enorme sucesso. Mais do que isso, tornaram-se os grandes diferenciais da empresa.

Pode-se interpretar a visão do ápice estratégico pelos incentivos aos quais eram submetidos na estrutura da corporação. Primeiramente, a Empresa X detinha mais de 80% das ações com direito a voto e que eram controladas pelo Bloco A, o que lhe conferia poder indiscutível na empresa, dado que sua família controlava esse bloco. Em segundo lugar, os administradores demonstravam pouca propensão para realizar qualquer negócio que implicasse abrir mão desse controle, mesmo que isso representasse crescer, pois confiava-se

que a manutenção do controle assegura o alinhamento da empresa à visão da família. Em terceiro lugar, não havia pressão forte desse bloco por resultados no curto prazo, sendo mais valorizada a perpetuidade da empresa, ou seja, seu crescimento sustentável. Em quarto, como representavam a propriedade e o controle na mesma pessoa, o problema de agência do administrador com o acionista era pouco relevante e, portanto, não havia a constante obsessão de provar sua orientação para o *shareholder*.

Para ser implementada, tal estratégia era alinhada com todos os diretores, deixando o retorno financeiro como consequência, não como o fim, segundo entrevistas com diversos ex-vice-presidentes. Isso não significava que o retorno financeiro não fosse importante. Pelo contrário, era muito e, de certa forma, intrínseco à decisão de longo prazo. Por exemplo, quando se decidiu fazer o MDF, mesmo a despeito do modelo financeiro não ser atrativo, acreditou-se que era importante para a Empresa X ser pioneira nesse produto, uma vez que isso reforçaria sua tecnologia e sua imagem no mercado, aumentando, em última instância, o valor intrínseco da empresa, que não pode ser precificado por uma análise de VPL.

Tal modelo, fez com que decisões teoricamente ruins no curto prazo, como a mecanização da colheita, implantação do MDF, Floresta Urbana, fossem iniciadas. Provou-se que as duas primeiras decisões foram estratégica e financeiramente positivas para a empresa. Porém, o terceiro projeto foi, para muitos, um exemplo de insucesso, proveniente de uma estimativa errada, por parte do antigo diretor executivo, quanto ao tamanho do mercado. Entretanto, o mercado poderia ter sido fomentado pela empresa, com a visão estratégica de ser importante dominar tal tecnologia – o que poderia ser relevante dez anos depois –, conforme a que ocorrera na implementação do MDF em 1997. Nunca se irá saber o resultado desse projeto. O que se pode observar é que havia um compromisso maior com o longo prazo e, por isso, apostava-se em projetos estratégicos para o longo prazo, muitas vezes com maiores possibilidades de apresentarem fluxos de caixa negativo no curto prazo.

Tal estilo de gestão está ligado também à pouca influência que o mercado financeiro exercia na empresa. Até o início de 2000, 75% do capital da Empresa X concentrava em poder de dois acionistas: o Bloco A e um fundo de previdência. Nenhum dos dois demonstrava interesse em vender ação; com isso ela tinha pouca liquidez e pouca influência no curto prazo. Nesse ano foi realizada uma oferta de ações que diluiu um pouco as PN; mas cerca de 50%, entretanto, continuavam, sob o controle desses investidores que, se somados a

cerca de 20% em poder de três bancos estrangeiros, resultam num *free float* baixo. Por isso, possuía volumes pequenos, uma média diária de 0,1 milhão de reais entre 2001 e 2006.<sup>30</sup>

No ano 2006, parte dessas ações foi vendida numa oferta pública que visou a aumentar o capital e a diluir ambos os participantes nas ações PN para crescer o *free float* da empresa. Com isso, o Bloco de Controle passou a deter apenas 7,5% das ações não votantes, contra os 30% que detinha antes.

A partir desse ponto, o valor da ação ficou mais sensível ao mercado, dado que a ação começou a ter liquidez diária média de 0,5 milhão de reais<sup>31</sup>, em consequência de um *free float* maior. Assim, a empresa passou a se preocupar mais com o mercado, buscando crescer num ritmo mais rápido do que o observado antes, aproveitando os recursos das emissões de ação e o bom momento de crescimento da construção civil. Isso fez o preço da ação chegar ao seu pico histórico, mas, devido à crise de 2008, o valor despencou.

Porém, mesmo com maior pressão externa, ela não era tão significativa, pois, como o bloco de controle não pretendia vender suas ações, as flutuações de curto prazo tinham pouca relevância para incentivo do CEO, pois este era um dos acionistas controladores da empresa. Assim, a estrutura interna da empresa manteve-se inalterada, com um líder forte que, ao mesmo tempo, aproveitava a oportunidade para crescer a operação e apostava no desenvolvimento de novas tecnologias. Portanto, a influência do mercado, junto com o bom momento da construção civil, foram suficientes para estimular um pouco mais o crescimento no curto prazo, mas insuficientes para retirar o *driver* de longo prazo da empresa, em decorrência do controle do Bloco A e da visão do ápice estratégico.

## 5.2 MUDANÇAS OCORRIDAS

Nos três últimos anos, a Empresa X passou por três grandes mudanças:

- morte do fundador da empresa, que, na prática, representava todas as funções do conselho;
- mudança de CEO; saída de um CEO da família (que possuía forte raiz empreendedora e grande poder) para entrada de um novo (não familiar e com background predominantemente financeiro);

---

30. Para esse cálculo, foram utilizados dados do *Economatica* entre 1º/01/2001 e 31/12/2005.

31. Para esse cálculo foram utilizados dados do *Economatica* entre 12/04/2006 e 19/06/2009 (entre o *follow on* da empresa e a fusão com a Empresa Y).

- fusão com empresa do mesmo setor, o que tornou a estrutura societária mais complexa.

As três mudanças ocorreram num período de tempo relativamente curto e provocaram profundas transformações na corporação.

Primeiramente, a saída do fundador foi o gatilho para uma série de transformações pela qual passou o conselho de administração. Como referido anteriormente, o conselho era concentrado na figura do fundador, que, além de entender muito do negócio, dispunha de uma visão clara de longo prazo e recebia o respeito de todos os outros acionistas controladores. Por isso, tinha poder total para colocar na prática seu pensamento de gestão estratégica na empresa. A saída dele gerou um vácuo de poder. Foi substituído por um conselho mais colegiado e participativo.

Numa segunda instância, o CEO da empresa, acometido por problemas de saúde, precisou se afastar, o que ocorreu dois meses depois da morte do fundador. Isso provocou um sério *gap* de poder, pois a organização perdeu seu ápice estratégico em dois meses, sem nenhum planejamento de sucessão. Assim, para substituir o ápice estratégico da empresa, foi criado um comitê provisório que colocou o atual CEO no poder. Tal medida se deu diante da ausência de lideranças e da disputa interna por poder.

Por fim, ocorreu a fusão com a Empresa Y. Tal fusão trouxe um crescimento da operação madeira, mas resultou num compartilhamento do controle com um novo bloco, fato que pode gerar divergência quanto aos rumos que ela deve tomar.

A soma das três mudanças ocasionou na empresa uma necessidade de financeirizar grande parte do pensamento empírico que funcionava antes. Isso porque se somou à perda da figura do dono, a entrada de um CEO não familiar com *background* financeiro – o que criou a necessidade de comprovar aos acionistas controladores que a operação estava sendo gerida em seu interesse – e a entrada de mais sócios, o que demanda cada vez mais um conselho forte e colegiado. Com isso, tornou-se necessário gerar uma estrutura mais formal através de novos padrões e normas que funcionassem independentemente da figura do dono e que baseassem suas decisões de investimento nos indicadores financeiros da empresa, para evitar desalinhamento entre os blocos.

Como consequência da visão mais financeira, a empresa passou a ser gerida como quatro unidades separadas: Florestal, Painéis de Madeira, Louças e Metais Sanitários e Corporação. Cada uma começou a ser administrada de forma mais autônoma, pois deveria ter um ROI, lucro e EBITDA acima do definido pela companhia, e a remuneração do gestor de

cada unidade é feita em função da *performance* dela e da empresa como um todo. A separação do ponto de vista financeiro foi grande; por exemplo, se alguma das três unidades operacionais tiver falta de caixa, a unidade Corporação emprestará recursos a 102% do CDI.

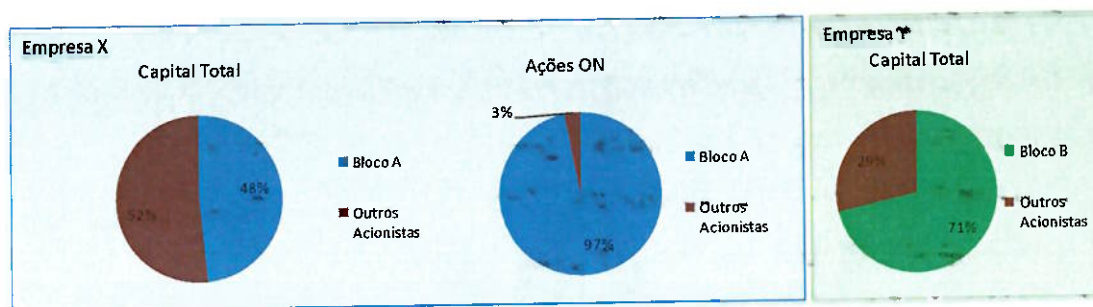
Isso resultou, segundo um ex-vice-presidente da Empresa X, “num modelo totalmente diferente de negócio, no qual o foco principal passa a ser o valor da ação. Só poderemos analisar o acerto ou o erro dessa política daqui a 20 anos.”

### 5.2.1 Fusão com Empresa Y

Em 2009, ocorreu a fusão das duas maiores empresas do setor de painéis de madeira do Brasil. Foi feita, segundo a companhia Z, com um racional financeiro e operacional. Financeiro, pois a fusão foi interpretada como positiva pelo mercado e gerou valor para o acionista. Operacional, pois havia complementaridade de produtos e de distribuição pelo país. A Empresa X possuía uma capacidade de 1,4 milhão de metros quadrados de MDF e 0,45 milhão de metros quadrados de MDP; a Empresa Y, 0,3 milhão de metros quadrados de MDF e 1,4 milhão de metros quadrados de MDP. A Empresa X possuía a LMS, sem equivalente na Empresa Y. Além disso, levou-se em consideração a distribuição geográfica, pois a Empresa X tinha fábricas no Estado de São Paulo e a Empresa Y, no Rio Grande do Sul e na Bahia.

Tal fusão, entretanto, gerou, para antigos acionistas da Empresa X, benefícios financeiros consideravelmente menores do que se a transação tivesse sido feita a valor de mercado, além da perda parcial do controle. Em relação aos benefícios operacionais, eles foram limitados, dado que a operação da Empresa Y possuía um nível tecnológico e de automação do nível operacional inferior ao da Empresa X. Por isso, foram necessários investimentos para alinhar as operações. Além do mais, as fábricas da Empresa Y ficavam a uma distância das florestas 120% maior que as da Empresa X, o que gera um maior custo de transporte.

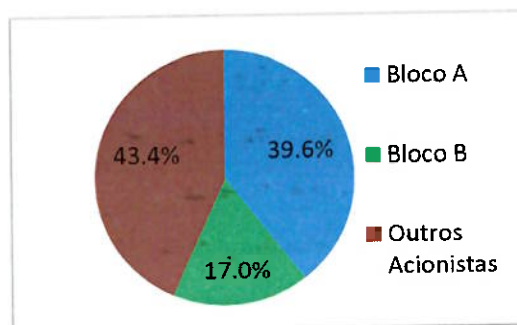
Do ponto de vista societário, antes da operação, a Empresa Y tinha seu capital social detido da seguinte forma: 71,3% até então por seus controladores e 28,7% pelos demais acionistas. Já a Empresa X tinha seu capital social detido da seguinte forma: 48% até então por seus controladores e 52% pelos demais acionistas, sendo que ao Bloco A controla 97% do capital votante, conforme gráficos a seguir.



**Gráfico 14 – Distribuição do Capital antes da Fusão**  
**Fonte: Empresa Z**

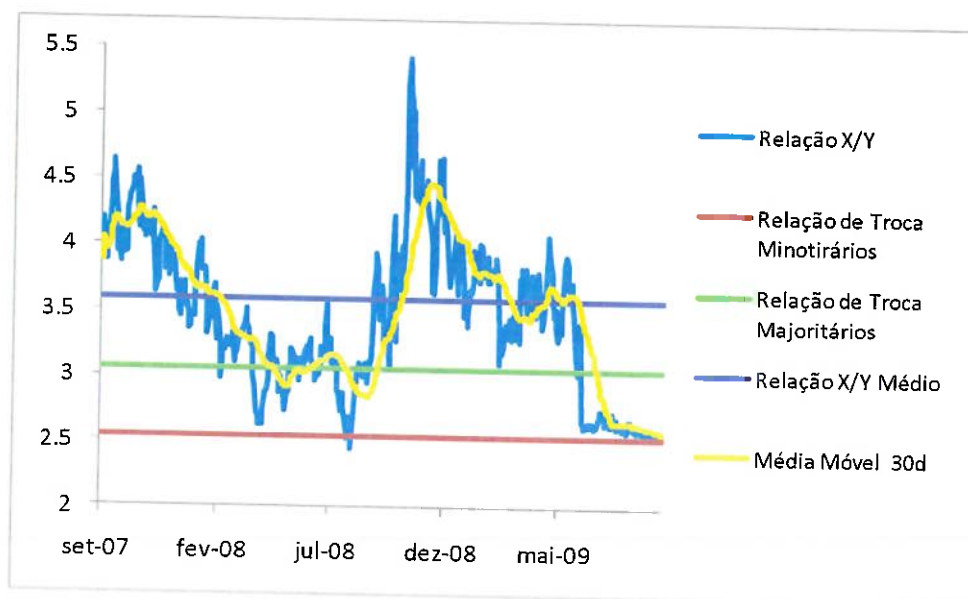
A fusão foi realizada, por razões jurídicas, na forma de uma incorporação da Empresa X pela Empresa Y. Cada ação preferencial ou ordinária minoritária foi trocada por 2,54 ações da Empresa Y; cada ação ordinária do Bloco A foi trocada por 3,05 ações da Empresa Y.

Com isso, o capital social da companhia passou a ser detido da seguinte forma: 39,6% pelo Bloco A, 17,0% pelo Bloco B e 43,4% pelos demais acionistas, conforme gráfico abaixo.



**Gráfico 15 – Distribuição de Capital Após a Fusão**  
**Fonte: Companhia Z**

Para se compreender a relação de troca realizada, serão feitas algumas análises. Primeiramente, será estudado o comportamento do múltiplo entre o valor da ação da Empresa X em relação ao da Empresa Y.



**Gráfico 16 – Relação de Troca Fusão**

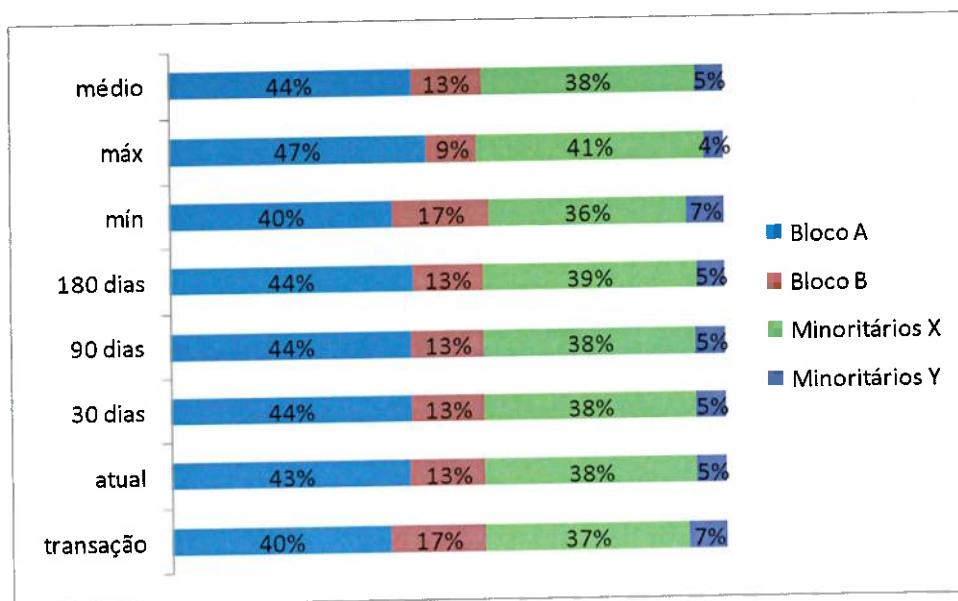
Fonte: *Economatica*

Analizando-se o gráfico, percebe-se que a linha azul, indicativa de uma relação entre os preços de fechamento das ações da Empresa X e das da Y, esteve, com exceção de um pregão, sempre acima da relação de troca utilizada para os minoritários (linha vermelha). Com isso, nota-se que a relação de troca utilizada para os minoritários foi muito abaixo do que era precificado pelo mercado. Assim, logo após o anúncio da fusão, tal relação despencou e se estabilizou perto da relação anunciada.

Analizando-se a curva amarela, média móvel dos últimos 30 dias da relação representada na curva azul, observa-se que ela esteve, na maior parte do tempo, acima da relação de troca dos majoritários (linha verde) e a totalidade do tempo acima da relação dos minoritários. Com essa relação percebe-se que ambas as relações de troca, para minoritários e para majoritários, estiveram muito abaixo do que era precificado pelo mercado. Tal subprecificação é confirmada, dado que a relação de troca média entre os dois papéis (linha roxa) esteve consideravelmente acima de ambas as relações de troca (linhas verde e vermelha).

Foi feita uma segunda avaliação com base numa análise combinatória dos dois blocos e dos minoritários de cada empresa: Bloco A, Bloco B, Minoritários Empresa X e Minoritários Empresa Y. Considerou-se nas sete primeiras análises o valor de mercado para um determinado período, com o *tag along* de 80%, ou seja, ao ser realizada a fusão, a relação de troca das ações dos minoritários deve ser no mínimo 80% da relação dos majoritários. Na última análise foi considerada a relação de troca real que ocorreu entre as ações.





**Gráfico 17 – Análise Combinatória considerando *Tag Along***  
**Fonte: *Economática***

Ao analisar o gráfico, pode-se perceber que a relação real de transação foi muito próxima à relação que estava no mínimo histórico e distante das relações médias precificadas pelo mercado.

Assim sendo, o anúncio da fusão aos múltiplos 2,54 para os minoritários com *tag along* de 80% (múltiplo de 3,05 para os controladores) fez com que o mercado tivesse uma interpretação diferente da fusão para as empresas: enquanto na Empresa X as ações subiram 7%, na Empresa Y subiram 35%, o que mostra que o mercado entendeu que o acordo foi muito mais benéfico financeiramente para a Empresa Y.

A transação foi realizada pelo CEO com o objetivo de crescimento da receita da empresa e de diversificação dos produtos da Empresa X. Porém, a operação representou a perda parcial do controle da companhia, com uma relação de troca da fusão abaixo do precificado pelo mercado, para agregar uma receita adicional de 28%. Tal fusão fez com que a empresa não realizasse uma expansão orgânica para o MDP que estava planejada. No curto prazo a fusão foi positiva, as ações se valorizaram e o CAPEX não foi feito. Esse *tradeoff* entre crescimento e controle é uma das questões-chave da empresa familiar, segundo Getsick *et al.* (1997)

### 5.2.1.1 *Números da Transação*

R\$ Milhares (exceto quando indicado)	Empresa X	Empresa Y	Empresa Resultante
Receita Bruta	2.554,80	716,3	3.271,10
Lucro Bruto	769,5	200,6	970,1
Margem Bruta	40,20%	38,60%	39,90%
EBITDA	559,4	163,6	723
Margem EBITDA	29,20%	31,50%	29,70%
Lucro Líquido	313,8	75,1	388,9
Dívida Líquida	486,3	307,4	793,7
Ativo Total	3.373,40	1.127,50	4.500,90
Patrimônio Líquido	1.731,50	521,10	2.252,60
Valor de Mercado	2.422,4	611,0	3.033,40
Capacidade de Produção de MDF (m <sup>3</sup> /ano)	1.450.000	350.000	1.800.000
Capacidade de Produção de MDP (m <sup>3</sup> /ano)	500.000	1.400.000	1.900.000
Capacidade de Produção de Chapa de Fibra (m <sup>3</sup> /ano)	210.000	0	210.000
Área com florestas plantadas (ha)	122.700	86.600	209.300
Capacidade de Produção de Metais (peças/ano)	15.800.000	0	15.800.000
Capacidade de Produção de Louças (peças/ano)	7.000.000	0	7.000.000
Número de Colaboradores	7.806	1.958	9.764

**Quadro 8 – Números da Transação**  
**Fonte: Companhia Z (2009)**

### 5.2.2 **Mudança na Governança**

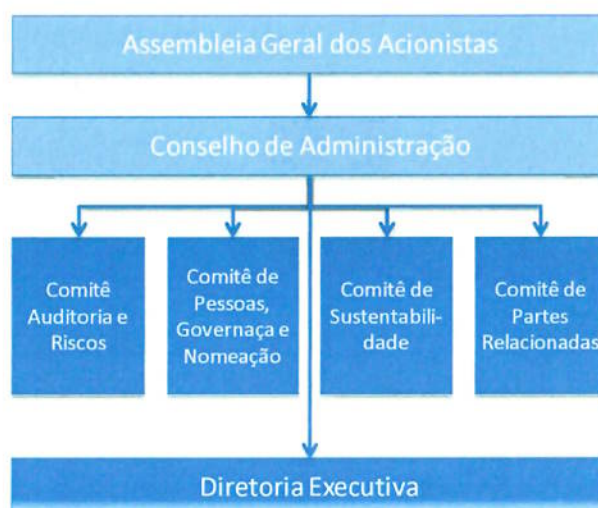
Após a fusão, o nível de governança da companhia na BOVESPA mudou para o Novo Mercado, segmento especial do mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo. Ingresso no Novo Mercado significa adesão a um conjunto de regras chamadas de "boas práticas de governança corporativa". Em linhas gerais, elas ampliam o direito dos acionistas minoritários, pois 100% das ações passaram a ser ordinárias, ou seja, com direito a voto, com 100% de *tag along* – direito dos minoritários de, em caso de venda da empresa, negociar suas ações ao mesmo preço das dos controladores.

Tal mudança, aliada à morte do fundador, à saída do antigo CEO e à entrada de novos sócios, resultou num rebalço do poder dentro da empresa. O conselho passou a ser formado

por nove membros – quatro pertencem ao Bloco A, dois ao Bloco B e três são independentes – eleitos por consenso entre os dois blocos. O presidente do conselho é o CEO da antiga Empresa Y.

Esse novo cenário criou um conselho mais ativo, pois, paralelamente, passam a existir dois blocos controladores que precisam alinhar suas decisões e um presidente que não pertence a nenhuma das famílias e que, portanto, precisa provar ao conselho que sua gestão é desempenhada conforme os interesses dos dois blocos.

Para poder acompanhar alguns temas mais de perto, o conselho dividiu-se em quatro diferentes comitês, com o objetivo de “assessorar com dados e informações a gestão dos negócios e o desenvolvimento de estratégias”, conforme o *Relatório Anual 2010* e entrevistas, resumidos no quadro abaixo e expostos a seguir.



**Figura 29 – Modelo de Governança**  
**Fonte: Relatório Anual 2010**

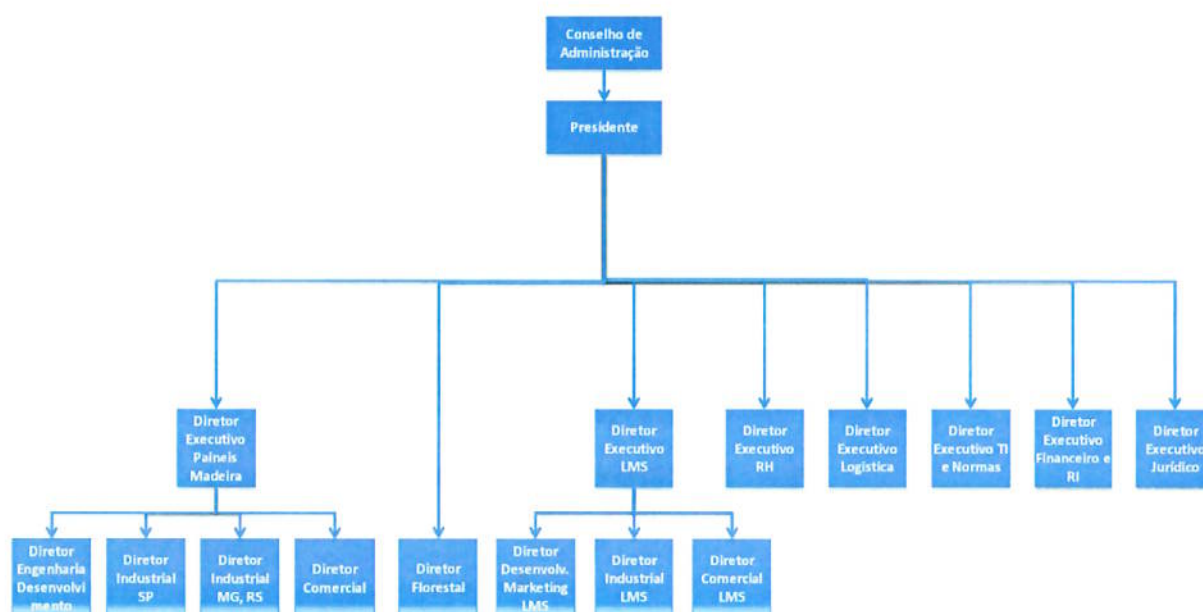
- Comitê de Auditoria e Riscos: supervisiona os processos de controle interno da companhia e gerencia os riscos inerentes às suas atividades;
- Comitê de Pessoas, Governança e Nomeação: é presidido por um conselheiro independente e define a política de remuneração dos diretores e do presidente da empresa. Além disso, aprova a estrutura da Governança Corporativa da empresa;
- Comitê de Sustentabilidade: tem o objetivo de estimular e criar mecanismos para integrar a sustentabilidade no processo de gestão da empresa;

- Comitê de Partes Relacionadas: tem a função de investigar qualquer relação da Empresa Z com outras controladas pelos seus acionistas principais.

### 5.3 EMPRESA Z

Neste subtópico, será estudada a Empresa Z sob três principais aspectos: modelo organizacional, método de tomada de decisão e estratégia. O objetivo dessa análise é comparar a atual gestão com a antiga – considerando as mudanças organizacionais e o impacto do surgimento de normas e procedimentos formais – e analisar o processo de tomada de decisão a partir de indicadores financeiros e a implementação da estratégia.

#### 5.3.1 Modelo Organizacional



**Figura 30** – Organograma Empresa Z

Fonte: Companhia

Após tais mudanças descritas em 5.2, a empresa passou por uma reestruturação societária, sendo extinto o cargo de vice-presidente e permanecendo os cargos de diretor executivo e os de diretor. Além disso, a Empresa Z aumentou o número de diretorias, de modo a especializar mais cada diretor em relação à estrutura antiga.

A principal modificação, porém, resultou numa separação maior das principais áreas operacionais (Painéis de Madeira, Florestal e MLS) e a criação de uma área corporativa como área de negócio, responsável pela administração central da empresa e por áreas compartilhadas entre as operações: Diretoria de RI, de RH, de TI, de Logística, Jurídica e Financeira. O principal objetivo da corporativa passou a ser a geração de receita, prestando serviços para divisões internas ou cobrando juros sobre as áreas operacionais que tivessem necessidade de caixa.

Para se realizar a análise organizacional segundo o modelo de Mintzberg, é preciso focar, primeiramente, os mecanismos de coordenação. Observou-se, pelas entrevistas, que um importante mecanismo para a nova administração é a padronização dos processos de trabalho. No nível operacional, tal coordenação se dava com a tecnoestrutura, que uniformizava os processos por meio de controles de qualidade, programas e métodos de produção, fatores que permanecem parecidos com os da Empresa X. As mudanças de fato ocorreram nos níveis superiores, em que a padronização de processo passou a vigorar através da criação de diversas normas e procedimentos formais, para substituir processos informais feitos através de supervisão direta.

Como visto anteriormente, a Empresa X adotava a supervisão direta como mecanismo principal de coordenação nos níveis hierárquicos superiores, dispondo de poucos procedimentos formais definidos. Na Empresa Z, foi criada a Diretoria de TI e Normas, responsável por padronizar todos os processos relevantes da empresa. O escopo de tal diretoria é buscar processos não definidos para especificar o procedimento e os limites que estes devem ter. Todas as normas devem ser aprovadas pela diretoria da empresa.

Essa nova visão de controle dos processos pôde ser interpretada, por Mintzberg, como descentralização horizontal limitada, em que a tecnoestrutura, no caso a área de normas e procedimentos internos, controla a forma como os procedimentos devem ser realizados na empresa. Uma dessas normas define que toda decisão de investimento precisa ser submetida à Comissão de Investimento, que delibera com base em estudo financeiro de cada projeto. Para esse tipo de análise, cabe à tecnoestrutura, no caso à área de controladoria, o cálculo das estimativas para futuros investimentos, podendo modificar sensivelmente as premissas a ser utilizadas, o que altera o resultado. Portanto, essa nova tecnoestrutura exerce um poder informal na estrutura, conforme teorizado por Mintzberg.

Outro ponto importante foi maior autonomia nas quatro divisões da empresa, o que exigiu a implementação de outro mecanismo de coordenação: a padronização dos resultados. Conforme abordado no item 2.4.3.1, Sistema de Controle de Resultados, tem a principal

finalidade de regular os resultados globais de uma determinada unidade. Sua principal função na Empresa Z é criar um mecanismo de coordenação – decorrente da descentralização vertical limitada de poder – entre as divisões. Na prática, o conselho estabelece padrões de *output* que devem ser seguidos pelas quatro unidades e são controlados em duas diferentes frentes: (i) pelos resultados trimestrais de cada área, avaliados nas reuniões de conselho, e (ii) pelo andamento dos projetos de investimento, controlado mensalmente pela comissão de investimento. Se a área apresentar resultados abaixo do esperado pela cúpula, terá de justificar a razão e sofrerá um impacto na sua remuneração variável, pois parte desta correlaciona-se ao lucro de sua área. Com isso, criam-se incentivos para que os diretores tendam a maximizar o lucro operacional de sua respectiva área.

Ambos os mecanismos analisados anteriormente, padronização de processos e de resultado, surgiram em razão da descentralização de poder ocorrida na empresa. Segundo Mintzberg (2003), ela é necessária, pois “nem todas as decisões podem ser entendidas em um centro, em um cérebro”. Isso acontece em decorrência de dois fatores: (i) o novo CEO da empresa dispõe de grande entendimento das finanças por trás de cada operação, mas tem pouca experiência industrial, o que faz com que ele delegue mais poder operacional e controle mais os resultados; (ii) com a saída do CEO da família, houve separação entre controle e propriedade, o que resultou num fortalecimento do conselho para assegurar que o administrador está orientado para seus interesses, fator que leva o *shareholder value* a ser uma medida importante para a companhia.

Em relação ao conselho, pode-se dizer que está mais presente no dia a dia da empresa, através de reuniões mensais, em que são discutidos os resultados, investimentos e estratégias de uma das áreas. Para determinados assuntos – como remuneração, riscos, nomeações, entre outros –, foram criados comitês para assessorar a gestão (ver item 5.2.2). Em relação aos blocos que compõem esse conselho, foi constatado, através de diversas entrevistas, que aquele com menor proporção no capital da empresa – em decorrência de ocupar o cargo de presidente do conselho – participa mais do dia a dia da organização e acaba tendo mais poder informal na companhia.

Dessa análise, conclui-se que a Empresa Z se enquadra, na definição de Minzberg, como empresa máquina: idade avançada, tamanho grande, atua num ambiente relativamente simples<sup>32</sup> e segue uma padronização de processos de trabalho, dominante em todos os níveis

---

32. Analogamente ao ambiente da Empresa X, esse ambiente também é relativamente simples. Existe, porém, um pequeno risco, mas crescente, da disseminação de prensas de MDF chinesas que possuem um custo mais baixo e, por isso, podem reduzir as barreiras de entrada.

da organização. Porém, ela possui algumas características de empresa diversificada: cada uma das três unidades operacionais desfruta de autonomia considerável, com mecanismos de coordenação de padronização de resultados, presentes na remuneração dos diretores.

### 5.3.2 Modelo de Tomada de Decisão<sup>33</sup>

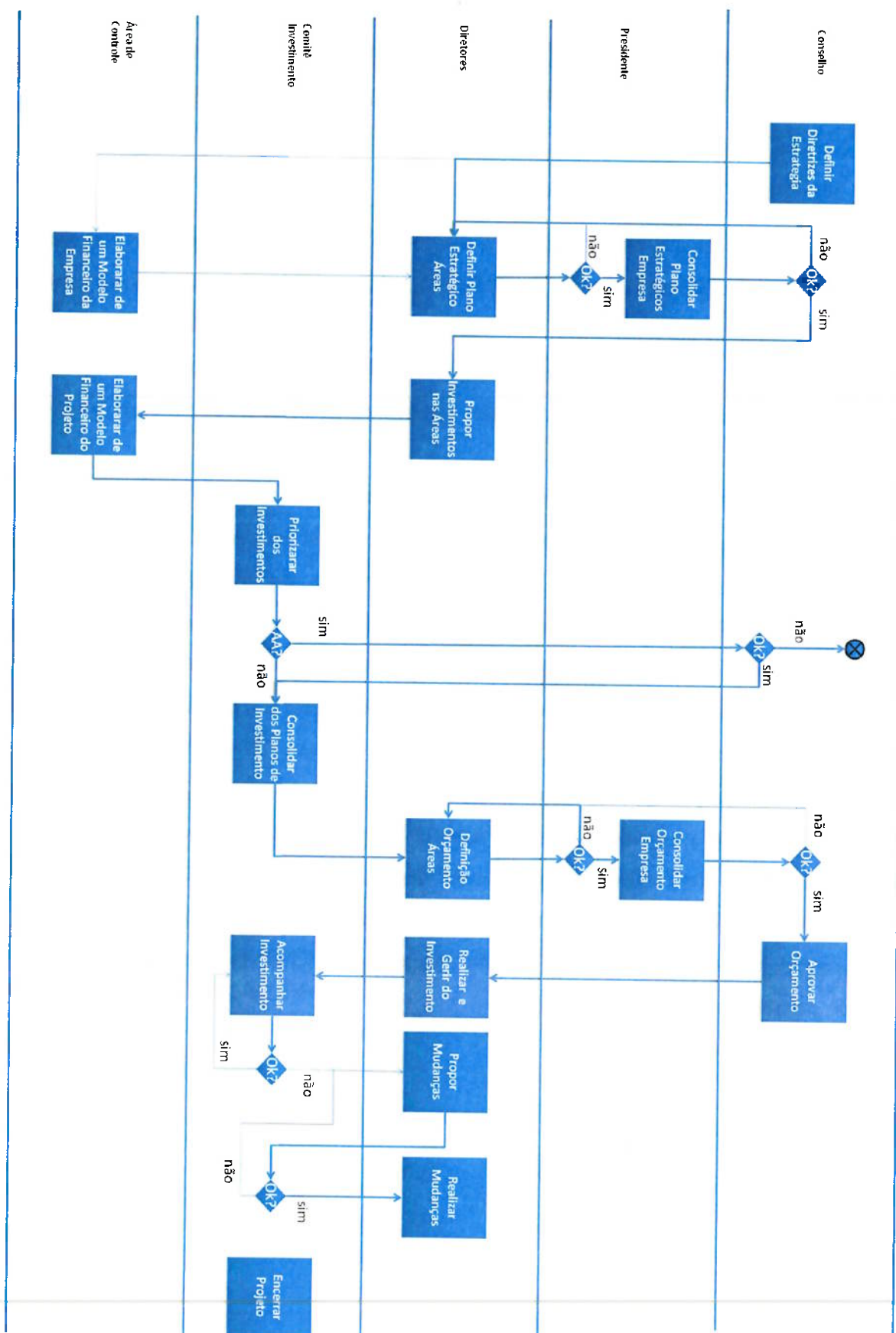
A primeira etapa desse processo inicia-se no conselho com a definição das diretrizes gerais da estratégia, que será abordada no item 5.3.3. Em seguida, elabora-se plano estratégico quinquenal para cada uma das áreas, com base no que cada uma acredita ser possível crescer nesse período. Tal plano consiste de estudos dos principais concorrentes e da demanda do mercado nos próximos anos, para se chegar à projeção dos *financials* da empresa e de seu CAPEX.

Ele deve ser consolidado pelo presidente e apresentado ao conselho de administração. Ao ser aprovado, os diretores propõem alguns investimentos em suas respectivas áreas. Tais investimentos são analisados pela área de controle, que faz a projeção dos principais indicadores do projeto, como a TIR, o VPL e o CAPEX. Os *inputs* são utilizados pelo comitê de investimentos, com o objetivo de ordenar as respostas conforme o retorno sobre o investimento e o valor presente líquido, de forma a maximizar o valor para o acionista. Se o CAPEX do investimento for superior ao da alçada da comissão (3% do PL da empresa, pois o valor ainda não está previsto no orçamento), é submetido à apreciação individual do projeto pelo conselho. Caso aprovado, é, com os demais investimentos, consolidado pela Comissão de Investimento. Com base nesses investimentos, associados à projeção de outras necessidades de caixa, os diretores elaboram o orçamento das áreas. O documento de cada área deve ser aprovado e integrado aos das demais pelo CEO da empresa e, em seguida, validado pelo conselho.

---

33. Para análise este item, foi construído um modelo do processo de tomada de decisão. Dentro dos gates decisórios existem duas possíveis abreviações: (i) Ok? Diz respeito a decisão do nível hierárquico em questão e (ii) AA? diz respeito a uma pergunta em relação ao alcance da alçada do comitê de investimento.





**Figura 31 – Modelo de Decisão Empresa Z**  
**Fonte:** Elaborado pelo Autor



Definido o orçamento, o projeto do investimento se inicia, e um diretor é indicado gerente do projeto com a função de implementá-lo e geri-lo. Cabe à Comissão monitorar o investimento. Caso haja algum desvio em relação ao previsto, o diretor deve justificar a diferença. E caso a correção dela seja fundamental ao desenvolvimento do projeto, cabe ao diretor propor mudanças de escopo, de orçamento ou de prazo no projeto. Assim, por exemplo, com a mudança de cenário macroeconômico, alguns projetos foram postergados. Essas mudanças devem ser feitas com o aval da Comissão de Investimentos. No fim do projeto é formalizado seu encerramento.

A Comissão de Investimentos, formada pelos diretores executivos e pelo presidente da empresa, passou a exercer algumas atribuições:

- acompanhamento da posição geral dos investimentos, avaliando-se o gasto *vis-à-vis* o orçado;
- medição financeira do andamento dos principais projetos;
- aprovação formal de novos projetos;
- encerramento formal dos projetos.

Definida a função da comissão de investimento, foi necessário, na nova lógica da empresa, delimitar seu escopo. Por isso, foi concebida uma alçada para cada nível hierárquico, para valores já aprovados no orçamento e para valores ainda não aprovados, ou não previstos.

Nível de Aprovação	Valor Previsto no Orçamento	Valor Não Previsto no Orçamento
Diretor	Até R\$ 500 mil	Até R\$ 250 mil
Diretor Executivo	Até R\$1 milhão	Até R\$ 500 mil
Presidente e Comissão de Investimento	Acima de R\$ 1 milhão	Até 3% do PL

**Quadro 9 – Alçada dos Diretores**  
Fonte: Companhia X

Observa-se que o Comitê de Investimentos aprova, acompanha e encerra os projetos que estão acima da alçada dos diretores executivos. Para a aprovação de projetos, o fator mais importante são os estudos financeiros de cada projeto, elaborados pela controladoria, com o objetivo de criar uma métrica padrão (VPL e ROI) que balize as decisões de investimento. Com isso, apenas aqueles com melhor retorno estimado são aprovados por tal comitê.

Analogamente ao estudo da Empresa X, será feito um breve histórico com os principais investimentos da Empresa Z.

Após a entrada do novo CEO, a empresa começou a adotar uma política de crescimento mais agressiva. Como já relatado no item 5.2.1, em 2009 ocorreu a fusão com a Empresa Y, motivada principalmente pela valorização das ações, deixando-se de lado o controle. No curto prazo, essa fusão deu resultados financeiros, mas os benefícios decorrentes dela foram maiores para o bloco controlador da Empresa Y que para o da Empresa X.

Em 2010, foi feito um investimento total de R\$ 650 milhões – R\$ 300 milhões no segmento metais e louças sanitárias; R\$ 250 milhões no segmento florestal, com a compra de terras no Estado de São Paulo e com a modernização de equipamentos; R\$ 100 milhões para a expansão da operação de MDP no Estado de Minas Gerais.

Em 2011, foi aprovado um plano de investimento na linha de MDF da empresa, que ampliaria em 80% a capacidade produtiva. (ver seção 5.3.2.1)

#### **5.3.2.1      *Investimento em Novas Fábricas de MDF***

Conforme exposto anteriormente, no início de 2011 foi tomada uma decisão que envolvia dois grandes investimentos na linha de painéis de MDF, totalizando R\$ 1,2 bilhão com aumento total de capacidade de 1,2 milhão de metros quadrados.

Para realizar o investimento, foi desenvolvido um estudo sobre a capacidade do mercado futuro, *vis-à-vis* a projeção de demanda, para avaliar a necessidade de investimento. Primeiramente, avaliaram-se os principais concorrentes, suas capacidades instaladas, e comparou-se a capacidade de mercado com a projeção de demanda nacional de MDF. Para essa projeção, foi utilizado um crescimento esperado de demanda de 24% em 2010, 15% entre 2011 e 2014, 12% entre 2014 e 2016. Com tais premissas, a empresa constatou que era necessário expandir sua capacidade em 80%. Devido a esse potencial de expansão, foi feito um estudo de viabilidade econômica de duas fábricas de MDF no qual se estimou o CAPEX de cada um dos investimentos e o fluxo de caixa futuro. Desse estudo, concluiu-se que havia TIR de 23,4% para primeira fábrica e 23,9% para a segunda, se construídas em 2013 e 2015, respectivamente.

Em decorrência dessa análise, foram anunciados os dois investimentos no início de 2010, conforme mencionado anteriormente. Porém, em razão de um cenário internacional mais pessimista, reduziu-se a projeção do crescimento da demanda para 10% ao ano, aliando-se a ela aumento da capacidade do mercado (anúncio de expansão da Arauco e da Isdra). Com

isso, o investimento foi postergado por um ano. Tal ato foi recebido positivamente pelo mercado financeiro, dado que, em 2011, a Divisão Painéis Madeira vem apresentando margens EBITDA decrescentes, como visto em 4.3.2.

### 5.3.3 Estratégia

As diretrizes estratégicas da Empresa Z foram definidas pelo conselho, em conjunto com uma consultoria estratégica que desenvolveu um estudo na organização. Juntos, chegaram à conclusão de que a companhia deve focar nas métricas de ROIC, EBITDA, lucro e posição de mercado para a geração de valor para o acionista, com o objetivo de crescer cinco vezes em dez anos e de aumentar sua rentabilidade.

Dessa estratégia, foi elaborado, conforme item 5.3.2, um plano de investimento, cuja formulação é baseada em análise de mercado – a fim de se entender como o país e os concorrentes vão se comportar nos próximos cinco anos – visando a manter a empresa na liderança e a crescer consideravelmente. A meta é clara: segundo o CEO, “há forte disposição para crescer gerando valor para o acionista”.

Para isso, a empresa conta com o crescimento orgânico e com fusões e aquisições. No primeiro quesito, a estratégia foi lançada publicamente no início do ano, quando se decidiu investir R\$ 1,2 bilhão na construção de duas novas fábricas de MDF, para aumentar a capacidade de produção em 1,2 milhão de metros cúbicos. Segundo a companhia, isso seria necessário para suprir a crescente demanda no mercado. Na frente de fusões e aquisições, o fato mais importante foi a fusão com a Empresa Y, a primeira grande decisão da nova gestão, quando foi possível mostrar a nova orientação de expansão da capacidade e de valorização da ação. Houve uma aquisição na Divisão LMS, embora de menor porte, expandindo as capacidades de louças em 25% e expandindo organicamente a capacidade de metais. Tal vontade de crescer e de valorizar a ação reflete a nova estratégia da empresa: ter a “ação como moeda forte”, conforme entrevista do CEO ao jornal *Valor Econômico* em abril de 2011.

O processo pelo qual a companhia está passando é descrito na literatura como financeirização, para Epstein (2005), o papel cada vez mais importante dos mercados financeiros, instituições financeiras e atores financeiros nas operações da economia doméstica e da internacional. Percebe-se que o objetivo do *shareholder value* é a principal preocupação do ápice estratégico. Por isso, a estratégia visa a ter a ação como uma moeda forte e a valorizá-la acima de tudo.

Isso acontece em decorrência de incentivos aos administradores serem muito diferentes dos praticados na antiga Empresa X. No caso da Empresa Z, estão submetidos a um conselho dividido, com duas visões distintas, vindas dos diferentes controladores da Empresas X e Empresa Y. O grande ponto de união entre esses dois blocos e os demais acionistas é o retorno financeiro. O valor emocional, apresentado por Getsick *et. al.* (1997) e Ward (informação verbal)<sup>34</sup>, presente na antiga Empresa X perde relevância nessa nova configuração. Adicionalmente, (i) há pressão por resultados no curto prazo, devido à maior exposição da empresa ao *free float* do mercado; (ii) o administrador não possui grande quantidade de seu patrimônio em ações da empresa; (iii) ao separar a figura do dono e a do administrador, cria-se a possibilidade de existirem problemas de agência; (iv) a remuneração dos diretores incentiva-os a focar mais no curto prazo. Está dividida em três partes:

- salário fixo: representa 40% da remuneração total;
- bônus em dinheiro: representam cerca de 40% da remuneração total. O abono varia de 8 a 16 salários, conforme o desempenho do diretor nos seguintes quesitos: lucro, EBITDA, crescimento e ROE de sua divisão;
- bônus em ações: representam cerca de 20% da remuneração total. O abono consiste em 3% do lucro líquido, emitido em ações da empresa, com opção para ser exercidas depois de dois anos e divididas entre os principais diretores da empresa.

Com tal sistema de remuneração, percebe-se que os administradores são estimulados a maximizar o valor da empresa no curto prazo e que o incentivo maior ocorre em relação ao crescimento do lucro e do EBITDA em cada uma das respectivas unidades. A parte que teoricamente se refere a um prazo um pouco mais longo (dois anos) vincula a emissão das ações ao lucro da empresa; além disso, sua distribuição entre os executivos é baseada no resultado que cada área apresentou no curto prazo.

Em consequência desses incentivos, aos quais a empresa está submetida, ocorreu a divisão entre as três áreas de negócio, conforme relatado anteriormente. Cada uma das divisões operacionais tem estratégia própria, que visa a maximizar seus indicadores financeiros:

- a operação de metais e louças sanitários é administrada segundo uma política praticada há mais de quatro anos. Seus objetivos visam a expandir seus negócios

---

34. Conforme palestra *Gestão da Empresa Familiar no Século 21*, proferida por John Ward, em São Paulo, em 11/05/2011.

via aquisição (principalmente nas louças, para melhorar o processo e a margem da empresa comprada) e via crescimento orgânico (principalmente nos metais, para aumentar as fábricas já existentes);

- a operação florestal está vivendo uma quebra de paradigma. Antes era um apêndice da de painéis de madeira. Hoje é vista como uma unidade de negócio que deve maximizar sua receita. Com isso, aumentou a venda de madeira para outras empresas e, para crescer a receita, começou a pensar em plantar outros tipos de produto, como, por exemplo, milho, entre suas árvores;
- A operação de painéis de madeira está no meio do desenvolvimento de um plano de investimento agressivo que visa a aumentar a capacidade de sua produção de MDF em 80%.

#### **5.4 ANÁLISE DOS PRINCIPAIS PONTOS POSITIVOS E NEGATIVOS DA REESTRUTURAÇÃO**

Nesta seção será desenvolvida uma análise das principais mudanças analisadas nos subitens anteriores, com o objetivo de qualificar os mais importantes pontos positivos e negativos da reestruturação ocorrida na Empresa X.

##### **5.4.1 Pontos Positivos**

- A organização torna-se menos dependente de uma pessoa.

A Empresa X, por se comportar como uma empresa de dono, concentrava seus processos na figura do seu presidente. Cabia a ele grande partes das decisões, principalmente da área Madeira. Para assegurar esse poder, dispunha de dois mecanismos principais: exigia que muitas resoluções só pudessem seguir adiante com sua aprovação e realizava reuniões semanais com as principais áreas para alinhar as deliberações pertinentes a cada uma delas (ver item 5.1.1).

Na nova estrutura, pela ausência dessa pessoa e do fundador, que juntos concentravam poder e competência, foi necessário criar outra, menos dependente de um indivíduo e mais sujeita a regras. Com isso, o poder se tornou mais descentralizado, tanto horizontalmente, com a presença de normas e procedimentos, quanto verticalmente, com maior autonomia dos diretores de cada unidade.

Isso se fez necessário, segundo um dos gerentes entrevistados, dado que o conhecimento, antes concentrado em pessoas, transformou-se em processos. Além disso, o fato de a coordenação ser feita através de padronização de processos cria uma estrutura facilmente replicável para novas aquisições.

- Há melhoria no grau da governança nos padrões estipulados pela BOVESPA.

Como foi abordado no item 5.2.2, a Empresa Z atingiu o melhor nível de governança estipulado pela BOVESPA, passando para o Novo Mercado, que possui regras mais rígidas de governança, as quais diminuem os benefícios dos acionistas controladores, pois acabam com as ações PN e consideram 100% de *tag along*. Dessa forma, a mudança tende a elevar a percepção de valor da ação pelo mercado, por oferecer mais benefícios aos acionistas minoritários.

Outra mudança na governança da empresa foi a criação de um conselho mais forte, participativo e colegiado, consequência direta da morte do fundador, da separação de controle e propriedade, resultando na entrada de um CEO profissional e, com a fusão, na de novos sócios. Tal conjunto de fatores abriu a necessidade de o conselho participar mais do dia a dia da empresa, o que se concretizou com a criação de reuniões mensais, para acompanhar toda a operação, e de quatro comitês para tratar assuntos específicos.

- Regras claras criam menos conflitos por poder.

Na estrutura da Empresa X, existiam poucas normas administrativas, dado que o principal mecanismo de coordenação nesse nível era a supervisão direta, e o presidente participava de grande parte das tomadas de decisão. Por manter com os diretores uma relação de confiança, o presidente tratava pessoalmente com eles os mais relevantes assuntos da companhia. Como tinha grande poder, em consequência de sua posição, e respeito de todos os diretores, conseguia conduzir a companhia sem haver conflitos entre as áreas.

Com a entrada do novo CEO em 2009, havia na empresa uma situação muito desfavorável a ele, pois, em consequência do afastamento do antigo ápice estratégico da empresa, criou-se um grande vácuo de poder. O resultado disso foi uma instabilidade gerada por disputas internas. O CEO percebeu que seriam necessárias regras e normas claras para que tais instabilidades fossem controladas.

Pôde-se perceber que esses conflitos não ocorriam antes, uma vez que o poder era centralizado pelo presidente. A estrutura era muito ágil, pois as decisões eram tomadas rapidamente, embora dependessem da figura do presidente. Por isso, a saída dele e a do

fundador desencadearam a necessidade de um conjunto normativo para diminuir os conflitos pelo poder.

- O risco dos investimentos diminuiu.

A empresa está mais profissional. Utiliza métodos mais rígidos para tomar decisões, o que, por um lado, minimiza a probabilidade de erro beta<sup>35</sup> (escolha de projetos ruins); mas, por outro, pode aumentar a probabilidade de erro alfa (veto a projetos estrategicamente bons, por seu indicador financeiro ser ruim).

Como visto anteriormente, foi elaborado um método formal de tomada de decisão, com a criação de alçadas em cada nível hierárquico e com base em análises financeiras de cada projeto. Tal método, por fazer um estudo detalhado do projeto, da demanda e dos concorrentes, e por estimar uma TIR para sua realização, tende a escolher os que tenham maior probabilidade de gerar bons resultados financeiros para a empresa no curto prazo, aumentando o valor da ação.

Por isso, projetos com incerteza maior não são escolhidos, o que diminui a probabilidade de escolha de projetos mal-sucedidos. Na gestão antiga, alguns com maior incerteza eram realizados, considerando-se que ter domínio da tecnologia e lançar o produto primeiro eram diferenciais que podiam ser positivos no longo prazo. Porém, tal visão, ao mesmo tempo que representava grandes acertos, como o MDF, escolhia projetos equivocados, como a Serra G.

Um exemplo de projeto eliminado pela nova estratégia foi o Floresta Urbana. Seu risco de execução era consideravelmente grande, pois precisava gerar um mercado secundário para a madeira. No longo prazo, porém, poderia ter bom retorno, dado que é sustentável e, para a empresa, pode ser decisivo ter domínio dessa tecnologia daqui a 10 anos.

- A empresa cresceu e seu foco centra-se em crescimento e em valorização de sua ação.

A nova empresa está focada em crescer cinco vezes em dez anos e em valorizar a ação da empresa. Por isso, ela realizou uma fusão com a Empresa Y e está buscando expandir suas operações de MDF. Na mira da “ação como moeda forte”, a companhia tem pensado em moldar suas estratégias para aumentar seu valor, tratando de obter investimentos com VPL positivo.

---

35. Tal referência ao teste estatístico (erro tipo I e tipo II) tem função apenas ilustrativa. Com a quantidade de dados suficientes, um teste de hipóteses não teria significância.

Para maximizar seu valor, a empresa procurou separar mais suas operações para conseguir criar incentivos mais fortes aos diretores, com a finalidade de os estimular a maximizarem o lucro de suas áreas. Tal crescimento foi maximizado pela ruptura com o paradigma do controle. Ao abdicar dele, a companhia pôde se fundir com a Empresa Y e se consolidou no setor.

- Dada a estrutura mais complexa hoje existente, a financeirização é uma forma eficaz de criar incentivos únicos para os *shareholders* e *management*.

O mecanismo de controle e gestão que a empresa criou, é, sem dúvida, um modelo mais adequado para a situação atual da empresa. Com uma estrutura societária mais complexa, a maneira de alinhar os diferentes blocos de controle, os administradores e os acionistas minoritários dá-se por meio de uma gestão que utilize ferramentas cujo objetivo final seja fazer da ação uma moeda forte.

Com isso, os diversos *stakeholders* podem ter seus incentivos parecidos, segundo Fama (1980), se a remuneração do administrador estiver correlacionada com a valorização da ação. Portanto, o sistema, teoricamente, seria uma boa maneira de alinhar os diversos *stakeholders* para a valorização da companhia.

#### 5.4.2 Pontos Negativos

- A cultura mudou: as pessoas estão se adaptando bem às novas normas e à visão financeira?

Alguns dos funcionários apontaram, como um dos problemas que a empresa enfrentou, a mudança de cultura de uma empresa de dono – em que os funcionários se identificam com ela – para uma empresa mais profissionalizada e impessoal. A maioria dos funcionários entrevistados, que vieram da Empresa X, citou que se identifica menos com a atual companhia.

Uma medida da nova gestão bastante criticada pelos funcionários de menor escalão mostra como ela parece enxergá-los: foram eliminados o refeitório e a sala de ginástica, de uso comum, para a criação de salas para a diretoria. Segundo alguns empregados, a impessoalidade os afastou de tal forma, que muitos saíram da empresa.

Em níveis mais altos, esse mesmo problema também pode ser observado. Antes havia personalização da gestão e confiança entre os diretores e o presidente. Este sabia criar



incentivos para cada diretor e admitia compartilhar riscos em alguns projetos que julgasse poder agregar valor no longo prazo da companhia. A nova gestão dos diretores era baseada em normas e resultados, o que gerou um desgaste, fazendo com que muitos deixassem a empresa.

Hoje ainda existe uma tensão forte em relação à gestão de pessoas: em menos de dois anos, mais de três pessoas ocuparam o cargo de diretor de RH. Isso pode ser explicado, pela hipótese de continuar existindo uma tensão de poder por trás das normas, dado que ainda ocorre um *gap* de poder deixado pelo antigo presidente, o que pode ser intensificado pelo fato de que em dois anos o atual CEO se aposenta.

- A burocracia aumentou.

Como consequência de um sistema de normas necessário para controlar a empresa, o tempo gasto pelos administradores cumprindo essas normas e apresentando resultados para o conselho é muito grande.

Segundo alguns entrevistados, os funcionários despendem muito tempo principalmente em três situações: (i) elaboração e cumprimento de normas, (ii) adaptação ao novo padrão de procedimentos e (iii) em função de provar para o conselho que sua orientação tem sido para o acionista. Entre os diretores e gerentes entrevistados, um citou que uma de cada quatro semanas é dedicada para a elaboração de materiais para o conselho (reunião mensal).

- Problemas de Agência

A nova estrutura, com a separação da figura do controlador e do acionista da empresa e a inclusão do Bloco B no seu controle, criou duas possibilidades maiores de desalinhamento:

- a. Falta de compatibilidade entre os interesses desses acionistas e o do CEO (*management*)

Esse é o clássico problema de agência: com a separação da propriedade e do controle, cria-se uma potencial dificuldade de incentivos entre o CEO e os acionistas controladores. O CEO está submetido ao incentivo de seu salário, o qual tende a maximizar. Sua remuneração é composta de uma parte fixa e uma parte variável relacionada com o lucro da empresa (40%) e com opções de ação (20%). Como a quantidade de opções emitida representa 3% do lucro, este realimenta o incentivo, uma vez que compõe parte da remuneração.

Segundo o estudo realizado por Williams *et al.* (2006) (ver item 2.1.3.3), nenhum dos fatores mais relevantes para a subida das ações está relacionado com a administração para o valor, e sim com fatores externos, como *bull e bear markets*. Com isso, se os administradores fossem indivíduos cujo único objetivo visasse à maximização de seu salário, sua principal ação seria maximizar o lucro, dado que eles não podem alterar de maneira significativa o valor da ação.

O CEO atual da empresa está engajado num projeto de crescimento grande dessa companhia. Porém, deve-se pensar se tal crescimento está sendo feito em linha com o interesse dos acionistas ou como uma forma de *empire building* – para Jensen (1986), os administradores têm incentivo para crescer a empresa acima do tamanho ótimo, o que aumenta o poder deles e, consequentemente, a quantidade de recursos que gerem.

b. Falta de alinhamento entre os blocos de acionistas controladores

A possível falta de alinhamento neste caso pode vir dos diferentes incentivos que os Blocos A e B possuem. O Bloco A possui mais de 90% de seu patrimônio alocado em uma instituição financeira, e sua participação na Empresa Z representa, aproximadamente, 5% de seu patrimônio total. Com isso, é de se esperar que tal bloco esteja mais preocupado com sua operação financeira do que com esta operação industrial. O Bloco B tem outros negócios ligados tanto à agricultura como à revenda de madeira. Para ele, a participação nesta empresa representa mais de 30% de seu patrimônio total. Isso, aliado ao fato de que o presidente do conselho pertence ao Bloco B, reflete-se no dia a dia da empresa e pode dar a esse grupo um poder informal superior ao do Bloco A.

- A utilização de critérios financeiros claros para a aprovação de projetos pode aumentar a probabilidade de erro alfa.

Na Empresa X, algumas decisões foram tomadas, a despeito de uma análise financeira negativa: a implementação do MDF, a primeira mecanização, a não demissão na fábrica de louças e metais e o início do projeto Floresta Urbana. Tais posições foram assumidas, considerando-se um ganho intrínseco que não pode ser estimado através da análise financeira. Nessas decisões, foi ponderado que, mesmo com um VPL negativo, o projeto podia ter sucesso, pois era estrategicamente importante para a empresa ser a primeira a mecanizar ou a trazer MDF para o Brasil e criar, com isso, uma imagem de pioneirismo.

Com o atual método de gestão, projetos com VPL negativos são rejeitados por se oporem à lógica financeira de curto prazo que torna os *stakeholders* coesos. Porém, segundo

Christensen, Kaufman e Shih (2008), as ferramentas financeiras, como VPL, prejudicam fortemente a capacidade da empresa de fazer coisas novas, como já visto anteriormente. Por isso, o fato de a Empresa Z utilizar tal método pode lhe custar a perda de oportunidades para entrar em novos negócios, cuja incerteza é grande e cujo modelo financeiro não captura com precisão seus ganhos, principalmente os intrínsecos.

- Serviços ao cliente

No início deste Trabalho de Formatura e durante a realização das primeiras entrevistas que servem de subsídios para seu desenvolvimento, um dos entrevistados citou que ocorrera uma piora nos serviços aos clientes na Divisão Madeira da Empresa Z. Segundo ele, em relação aos painéis de madeira, que são *commodities*, a Empresa X sempre cobrou um preço maior em relação ao dos concorrentes, não apenas devido à qualidade superior do produto ou da posição de líder, mas por oferecer um tratamento diferenciado: entrega pontual, na hora combinada com o cliente, e com possibilidade de variações de volume.

Na Empresa Z alguns desses serviços, como a entrega de pisos, foram terceirizados, o que gerou uma pequena piora na qualidade do serviço, porém teve pouco impacto no prazo de entrega e esteve restrita apenas a esse produto. Por isso, tal ponto negativo tem um impacto pequeno.

- Foco no curto prazo através de aumento de preços pode resultar numa perda de *market share*.

A estratégia da Empresa X era manter preços acima dos de seus concorrentes, por contar com um serviço de entrega melhor, por ter a maior capacidade produtiva do mercado, por oferecer produtos ainda não presentes no mercado, nos quais podia manter uma margem alta.

A Empresa Z tem adotado a mesma estratégia em relação à política de preços, porém, ao fazer isso na linha de painéis de madeira MDF, que tem cada vez mais *commodities*, cria incentivos para que seus concorrentes façam novas expansões. Três deles, por exemplo, anunciaram investimentos em MDF. No longo prazo, isso representa, para a Empresa Z, perda de *market share*.

- Perda do controle por parte do Bloco A

Em uma empresa familiar, existe um *trade-off* clássico entre controle e crescimento. A Empresa X sempre prezou pelo crescimento aliado ao controle, dado que ela própria era também um ativo emocional, pois fora criada pela família do antigo CEO. Na visão do ex-

presidente, ao perder o controle, a empresa perde parte da identidade que possuía com a família controladora.

Porém, com a entrada do novo CEO, criou-se um novo paradigma: a visão da empresa como ativo emocional é posta em plano secundário. O que realmente importa é o crescimento rápido tanto da empresa quanto do valor da ação. Como consequência disso, o administrador convenceu o conselho, que já não contava com a figura do fundador, de que a perda do controle permitiria valorizar a ação da empresa e fazer com que a companhia crescesse rapidamente.

---

## 6 PROPOSTAS DE MELHORIAS NA GESTÃO

Para propor melhorias para a situação atual da empresa, serão considerados, principalmente, os aspectos negativos resultantes da sua reestruturação.

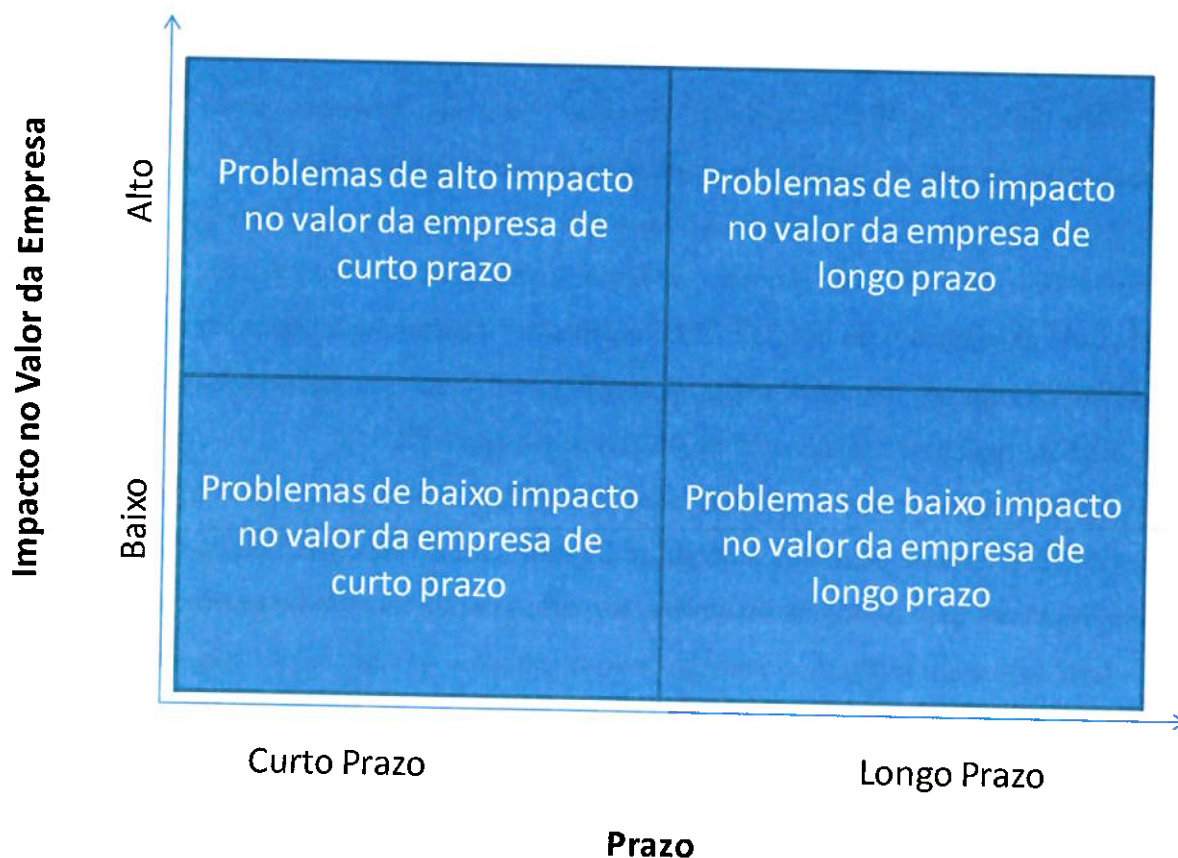
Pela lógica da atual gestão, observa-se que o processo de administração e de normas está sendo bem definido pela empresa, reduzindo, em parte, o conflito pelo *gap* de poder, deixado pelo afastamento do antigo CEO. Percebe-se também que a lógica financeira adotada para gestão da empresa trata muito bem os investimentos que terão retorno financeiro de curto prazo, além de melhorar a gestão dos projetos propriamente dita.

Porém, alguns pontos negativos foram identificados nesse processo, conforme descrito no item 5.4.2. A grande parte dos problemas diagnosticados está enraizada no fato de se gerir uma empresa com base na lógica financeira, focando seu pensamento no curto prazo.

Isso ocorre em razão de o planejamento estratégico quinquenal da empresa, constituir-se basicamente da projeção financeira da empresa levando em consideração seus planos de investimento, com o objetivo de maximizar o valor financeiro da companhia. Por isso, os projetos são escolhidos quanto maior o VPL e TIR que tais projetos possuam. Porém, existem algumas falhas nesse modelo. Primeiramente, as premissas utilizadas para modelagem são baseadas em expectativas macroeconômicas do mercado, muito voláteis em relação ao mercado internacional. Em segundo lugar, elas não consideram os ganhos intrínsecos que os novos projetos possam conter. Em terceiro, de acordo com Christensen, Kaufman e Shih (2008), essa análise pode prejudicar fortemente a capacidade dessa empresa de fazer coisas novas.

Portanto, a principal falha do modelo de gestão da empresa é não dar ao longo prazo a visibilidade necessária que ele deveria ter. Longo prazo, neste caso, representa, no contexto de uma empresa familiar e segundo Ward (2004), a visão de pensar na próxima geração. Nessas circunstâncias, um plano estratégico de cinco anos pode ser considerado de médio prazo.

Desse modo, o autor deste TF propõe um modelo que deverá selecionar, entre os pontos negativos levantados no capítulo anterior, os mais críticos, visando a melhorar o valor da empresa no longo prazo. Nesse modelo, serão propostas suas coordenadas principais: o prazo e o impacto desses problemas no valor da empresa, considerando-se este também do ponto de vista do seu potencial no valor intrínseco da companhia.



**Figura 32** – Modelo de Impacto X Prazo  
**Fonte:** Elaborado pelo autor

O principal objetivo de tal modelo é capturar os *gaps* da gestão financeirizada no contexto de uma empresa familiar. Para os controladores dessa empresa, como não há nenhuma prospecção de venda, o interessante é criar também valor no longo prazo, para que a empresa continue exercendo liderança no mercado daqui a 20 anos.

Nesse modelo, é interessante notar que os problemas com alto impacto e curto prazo deveriam ser encontrados e resolvidos pela lógica atual da empresa. Assim, deveriam ser encontrados poucos ou nenhum ponto negativo nessa região.

Problemas com alto impacto no valor de longo prazo devem ser o principal foco para resolução neste item, pois trata-se de um tema muito importante para os acionistas, embora receba pouco importância na lógica atual de gestão.

Para posicionar os pontos negativos no modelo, foi elaborada uma escala de 0 a 4 para cada um dos eixos e de forma a qualificar estes pontos na escala. Para o prazo, foi considerada uma variação entre zero e dez anos. Para o valor da empresa, como se pondera também o valor intrínseco, será estimado de forma qualitativa, a fim de se comparar problemas diversos, muitos dos quais não têm impacto direto no fluxo de caixa da companhia.

	0	1	2	3	4
Impacto no Valor da Empresa	Muito Baixo	Baixo	Médio	Alto	Muito Alto
Prazo (anos)	0 - 2	2 - 4	4 - 6	6 - 8	8 - 10+

**Quadro 10** – Parâmetros do Modelo Impacto X Prazo

Fonte: Elaborado pelo Autor

## 6.1 PRIORIZAÇÃO DOS PONTOS NEGATIVOS COM O MODELO IMPACTO X PRAZO

- Mudança de cultura: falta de adaptação dos funcionários

A falta de adaptação dos funcionários se manifestou, principalmente, logo após as mudanças ocorrerem. Muitas pessoas não conseguiram conviver com a nova cultura e acabaram deixando a empresa, voluntariamente ou não. No nível mais alto, percebe-se que existe uma tensão ainda pelo *gap* de poder deixado pelo ex-presidente e que foi ocupado em parte pelas normas e em parte pelo atual CEO, que, em dois anos, também sairá da empresa. Com base nisso, infere-se que o impacto é baixo, pois a grande parte das consequência disso já ocorreu, (nota 1) e curto prazo (cerca de 1-2 anos, nota 0).

- Aumento da burocracia

O impacto desse problema é muito baixo (nota 0), porque o surgimento das normas foi decorrente do contexto em que a empresa se posicionou depois das principais mudanças descritas no capítulo 5.2. Existe um espaço para a diminuição de procedimentos demasiadamente formais para o tamanho da empresa. O impacto se daria, reduzindo-se o tempo que a empresa despende fazendo relatórios para o conselho, ou criando novas normas e se adaptando a elas. Contudo, considerando-se que a companhia está crescendo, o impacto teria médio prazo (5 anos, nota 2), dado que mais processos teriam de ser recriados à medida que a empresa fosse se tornando maior.

- Serviços Prestados (divisão madeira)

O impacto dessa questão é pequeno, pois foi constatada piora dos serviços apenas na linha de pisos laminados, em consequência da transferência do centro de distribuição. Contudo, um problema potencial pode surgir, pois discute-se quanto do investimento em serviço de entrega é pago por uma maior margem de venda. Se houver diminuição nesse quesito, no curto prazo se terá lucro maior, mas, no médio prazo, a margem de venda pode cair mais rapidamente. É preciso ponderar que alguns clientes, fiéis justamente pela

confiabilidade na entrega, podem migrar para concorrentes. Como hoje ocorreu apenas uma piora muito pequena e apenas nos pisos laminados, o impacto do problema é pequeno (nota 1) mas o prazo para perder a margem é de cerca de 3 anos (nota 1).

- Perda de controle por parte do Bloco A

Tal ponto não será colocado no modelo, pois foi uma decisão tomada em 2009 e, em razão de inúmeras cláusulas restritivas previstas no Acordo de Acionistas firmado pós-fusão, dificilmente será modificada.

- Aumento de preços resultando em perda de *market share* no longo prazo (Divisão Madeira)

O impacto desse ponto negativo pode ser de nível médio no valor da empresa. Por focar o aumento de margem nos painéis de madeira, pode estimular novos concorrentes a entrarem no mercado. Por isso, o impacto tem nível 2 e prazo de seis anos (nota 3), tempo estimado entre o concorrente criar um projeto de fábrica e esta atingir a capacidade máxima, após período de *ramp up*.

- Problemas de agência

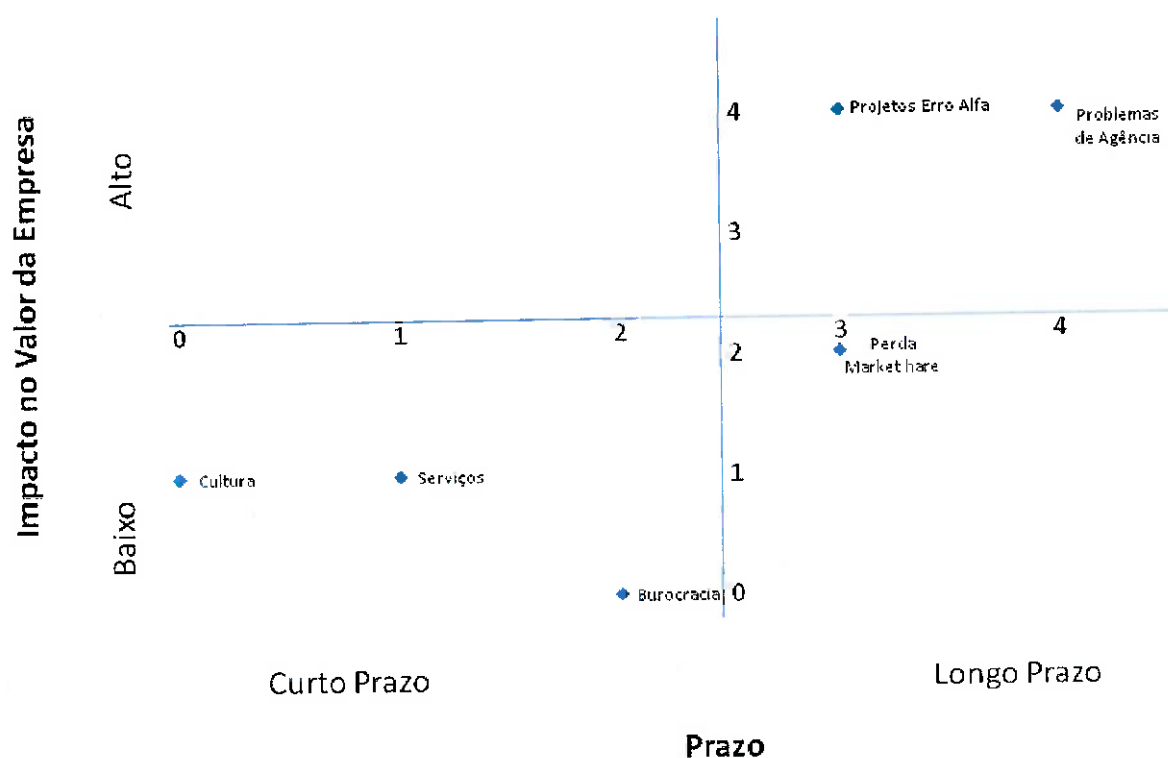
Tais problemas podem ter grande impacto, pois, se os incentivos errados forem dados aos administradores, em caso de desalinhamento destes com os acionistas controladores, a empresa seguirá o caminho oposto do desejado pelos Blocos A e B. Além disso, se houver desalinhamento entre os blocos e um deles prevalecer formal ou informalmente, a empresa poderá tomar um rumo não desejado por um deles, criando-se futuros desentendimentos quanto ao controle da organização. Portanto, tal risco é de longo prazo (nota 4) e com impacto muito grande (nota 4).

- Aumento da probabilidade do erro alfa

Se a empresa sempre utilizar a análise financeira para seus projetos, algumas oportunidades de inovação grande podem ser perdidas, dado que os métodos de avaliação financeira não funcionam bem para apreciar esse tipo de projeto (ver item 2.4.2). No passado, a Empresa X tomou decisões em que os indicadores financeiros foram deixados de lado, como a implementação do MDF e a mecanização das florestas. Tais decisões foram diferenciais na posição estratégica da empresa na época. Pode-se estimar que o impacto na ausência desse tipo de projeto é muito grande, pois levaria a empresa a perder margens, a perder imagem de pioneira e até mesmo a perder a liderança para concorrente que decidisse fazer um projeto



desses antes dela. Com isso, o impacto é muito grande (nota 4) e o prazo é longo, (estimado 7 anos, nota 3) como o tempo necessário para que os produtos se tornem cada vez mais commodities, principalmente na área madeira, e a empresa perca a imagem que tem de pioneira.



**Figura 33** – Aplicação do Modelo Impacto X Prazo  
**Fonte:** Elaborado pelo Autor

Com base nessa lógica, conclui-se que os dois principais problemas que merecem ser abordados para as propostas de melhoria são maior incidência de erros alfa na escolha de projetos e problemas de agência.

## 6.2 PROPOSTAS DE MELHORIA

Neste tópico será formulada uma diretriz com proposições para cada uma das alternativas levantadas na seção anterior.

### 6.2.1 Criação de um Método Alternativo de Avaliação de Projetos

Primeiramente, é necessário se considerar um problema importante: a maior incidência de erros alfa na escolha de projetos.

Essa questão é consequência de um método de decisão de projetos puramente financeiro. Assim, ao escolher somente os projetos com retornos financeiros mais altos, a empresa não realiza nenhum projeto que represente grande inovação, dada a incerteza igualmente grande que o cerca, como foi o caso da entrada em MDF, por exemplo. Conforme visto no item 2.4, tal pensamento parte de duas premissas equivocadas: (i) ao não realizar esses projetos com incerteza maior, e ao não inovar, a empresa continuará crescendo no mesmo ritmo e com as mesmas margens; (ii) normalmente tais investimentos têm fluxo de caixa difícil de ser previsto e, por isso, ocorre um erro muito grande na aplicação das ferramentas financeiras.

Dessa forma, gera-se um potencial problema: a empresa estaria inovando menos, em decorrência dessa nova visão. Para explorar o assunto e propor soluções, será feita uma breve análise do processo de inovação existente na Divisão Painéis de Madeira e na Divisão LMS, conforme modelo proposto por Hansem e Birkinshaw (2007).

O processo de inovação está mais bem-estruturado na Divisão LMS, com análise a seguir:

- geração de ideias: as contribuições vêm de diversas áreas, como marketing, desenvolvimento de produtos, departamento de engenharia, assim como de funcionários através de website, de parcerias e de visitas a eventos internacionais;
- desenvolvimento de ideias: ao serem geradas, as ideias são selecionadas em reunião que deve distribuir os recursos disponíveis entre os projetos existentes. Por isso, a métrica mais utilizada é uma estimativa do VPL de cada ideia. Se é necessária a aprovação de um projeto grande, é submetido à Comissão de Investimento;
- difusão da ideia: esta fase trata do desenvolvimento do maquinário para novos produtos (moldes) e da coordenação com o departamento de marketing para a venda do produto.

---

Duas análises adicionais aos três elos básicos são propostas por Goffin e Mitchell (2010):

- estratégia da inovação: foca a criação de novos produtos e a melhora do processo, com acompanhamento mensal do portfólio de inovação pelo diretor executivo da divisão;
- pessoas e organização: observa-se que os funcionários estão engajados na geração de ideias e que o diretor acompanha de perto o processo.

O modelo de inovação na Divisão Painéis de Madeira é menos estruturado:

- geração de ideias: abrange a área comercial, área de engenharia e desenvolvimento e *input* dos funcionários. A empresa está na fase de implementação de um site para coleta interna de ideias;
- desenvolvimento de ideias: se as ideias geradas demandam um investimento pequeno, são alocadas conforme orçamento de desenvolvimento de produtos. Se demandam investimentos grandes, devem ser aprovadas por uma comissão de investimentos, ou pelo conselho, que analisa o retorno de cada projeto;
- difusão de ideias: após aprovação, cabe ao diretor industrial comprar e implementar o maquinário necessário para tal inovação e ao departamento de marketing iniciar o contato com clientes para vender novo produto.

Analogamente à LMS, seguem duas análises adicionais com base na proposta de Goffin e Mitchell (2010):

- estratégia da inovação: a inovação concentra-se em criar pequenos diferenciais para as chapas de madeira como revestimentos mais resistentes ou com antibactericida e em melhorias de processo;
- pessoas e organização: os funcionários estão começando a participar do processo, e a diretoria está engajada, mas menos em comparação com a da Divisão LMS.

Segundo Hansem e Birkinshaw (2007), o método mais eficaz para melhorar o processo de inovação é aprimorar o elo mais fraco.

Dessa análise, pode-se perceber que a Madeira possui um processo menos estruturado que a LMS, no que diz respeito à geração de ideias e ao engajamento da organização como um todo nesse processo. Mas está diminuindo esse *gap*, pois encontra-se no final do processo de implementação um website, com o objetivo de coletar ideias dos funcionários e, semelhantemente ao que ocorre na LMS, motivando-os com incentivos de remuneração, o que, em tese, deverá melhorar o processo de geração de ideias.

Porém, em ambas as empresas o processo de desenvolvimento das ideias é um elo fraco devido à forma como são selecionadas. Tanto uma como outra consideram o VPL de cada projeto de inovação, parâmetro não adequado para medir esse tipo de projeto, conforme visto em 2.4.2. Outro ponto que reduz o incentivo dos administradores é que uma inovação de grande porte, por estar acima de sua alçada, teria que ser exposta ao conselho. Isso vincularia a reputação e, indiretamente, a remuneração deles de curto prazo ao sucesso ou ao fracasso de um projeto incerto que só daria frutos no longo prazo.

Assim, os diretores, tanto da LMS como da Madeira, tendem a escolher inovações incrementais de produtos: no caso da Madeira, um revestimento novo; no caso da LMS, as inovações se concentram no *design* do produto e em pequenas melhorias do processo propostas por operadores.

Vale lembrar que, na Empresa X, inovações mais radicais na Madeira eram conduzidas pelo presidente, que acreditava que a criação de produtos inexistentes no país e a aplicação de novas tecnologias eram um *driver* muito importante no longo prazo, mesmo apresentado incerteza grande e possibilidade de fluxos de caixa negativos no curto prazo.

Porém, a situação na Empresa Z é outra. É praticamente inviável que exista esse modelo baseado na visão de um dos administradores. A companhia tem outro nível de complexidade societária e nela há uma separação clara entre administração e controle. Não se trata de voltar ao passado, mas de criar mecanismos que possibilitem à empresa avaliar os projetos com maior incerteza, considerando-se (i) de forma mais precisa o *upside* que eles podem apresentar e (ii) que se nenhum projeto desse tipo for feito, a margem da empresa cairá gradualmente, principalmente na Divisão Madeira, com uma comoditização cada vez maior de seus produtos.

Com isso, a melhora do processo de inovação irá focar o elo da conversão de ideias, mais especificamente a seleção das ideias. Para Goffin e Mitchell (2010), um dos principais problemas que a organização pode enfrentar na seleção de ideias é a avaliação do valor intrínseco de cada projeto. Por isso, o primeiro passo para reforçar o elo de conversão de ideias é criar um método alternativo pelo qual os projetos seriam avaliados. Para desenvolver tal sistema para a Empresa Z, foram escolhidos dois métodos – considerados os mais adequados para o contexto: o da árvore de decisão e o da pontuação – propostos por Goffin e Mitchell (2010).

O primeiro, conforme visto em 2.4.3, consiste em criar diversos estágios de decisão, divididos de acordo com a evolução do projeto. No caso da Empresa Z, esse método será

interessante em casos de projetos de investimento com grande incerteza para que possam ser colocadas algumas possibilidades de saída.

Portanto, tal análise considera uma quantidade maior de possibilidades para cada projeto da empresa e leva em conta as diversas possibilidades de parada. Com isso, a incerteza no investimento diminui e seu valor esperado aumenta. Porém, ele não consegue dimensionar, no longo prazo, o valor intrínseco de tais inovações.

Com esse *gap*, foi elaborado um modelo qualitativo, baseado no sistema de pontuações da Dupont<sup>36</sup>, mas com algumas modificações, tendo em vista adequá-lo ao caso proposto.

	Pesos	Pontuação			
		15	10	5	0
1. Alinhamento Estratégico	8	Adequado à estratégia	Suporta a estratégia	Neutro	Negativo
2. Valor Intrínseco no Longo Prazo	7	Variação significativa	Variação moderada	Variação pequena	Nulo
3. Valor Esperado <sup>37</sup> (método árvore de decisão)	9				
4. Vantagem Competitiva	6	Grande	Moderada	Pequena	Nenhuma
5. Atratividade para o Mercado Consumidor (pesquisa com atuais clientes)	4	100%-75% dos atuais clientes	75%-50% dos atuais clientes	50%-25% dos atuais clientes	25%-0% dos atuais clientes

**Quadro 11** – Método de Pontuações Aplicada a Companhia Z

**Fonte:** Elaborado pelo Autor

É importante observar que, para uma aplicação na prática desse critério, é necessário submetê-lo a uma reunião de conselho, a fim de ajustá-lo, com maior precisão, aos interesses dos blocos controladores e da administração. É igualmente necessário alinhar a importância do longo prazo na companhia, principalmente devido ao perfil dos blocos que não pretendem vender a empresa nos próximos 20 anos. Além disso, deveria ser criado um método para a pontuação dos projetos, para que esta fosse uniforme em toda a organização e tivesse a participação de pessoas das diversas áreas da companhia e de acionistas.

Para se poder formular uma base para esse processo, foram criados pesos – a partir de conversas com alguns acionistas controladores e alguns diretores –, expostos a seguir:

36. Método de pontuação Dupont, segundo Goffin e Mitchell (2010).

37. No caso do Valor Esperado, a nota de 0 a 15 seria dada com uma normalização em relação aos demais projetos que a empresa teria no *pipeline*. Assim, seria dividido o valor esperado de cada projeto pelo valor esperado do que apresenta o maior valor e multiplicado por 15.

- o alinhamento estratégico foi considerado um ponto importante, para que o projeto tenha relação direta com a estratégia elaborada pelo conselho. Teria peso 8;
- o valor intrínseco no longo prazo foi considerado um critério importante, principalmente para perenizar a companhia e manter margens altas no longo prazo. Pela dificuldade de ser estimado, teria um peso 7;
- o valor esperado foi um ponto considerado determinante, dado que procede de uma análise financeira, mas considera possíveis paradas no projeto, o que é uma *proxy* melhor para o possível ganho com o projeto. Peso 9;
- a vantagem competitiva do que o projeto pode trazer é um ponto importante e está relacionada com o longo prazo. Peso 6;
- a atratividade para o mercado consumidor é uma questão relevante para projetos com inovação incremental, mas, em casos mais radicais, o mercado consumidor pode não saber o que deseja. Peso 4.

A partir dessa análise, a Comissão de Investimento teria uma ferramenta poderosa para avaliar os potenciais projetos. Com base nela, poderia escolhê-los de forma a priorizar não só os que tenham bons indicadores financeiros, mas de forma a selecionar os projetos mais alinhados com a busca de valor no longo prazo, típica de uma empresa familiar, segundo Ward (2004). É importante notar que esse método não está concentrado em uma só pessoa (o que seria inviável com a estrutura societária existente) e é um método claro, que pode ser implementado numa organização mais complexa como a Z.

### 6.2.2 Mudando incentivos para mitigar os problemas de agência

Com a saída do presidente, que unia gestão e controle, e com a entrada de um presidente não familiar, surgiu um potencial problema de divergência de incentivos entre os administradores e os acionistas controladores.

Conforme apresentado no item 5.3.3, os administradores são remunerados com salário, bônus em dinheiro e bônus em opção de ações. Os principais *drivers* do bônus em dinheiro são métricas de curto prazo (lucro, EBITDA), e as quantidades de opções de ação emitidas para cada diretor têm relação direta com o lucro. Considere-se que tais opções, vistas como incentivo de longo prazo, podem ser exercidas após dois anos, o que, de fato, representa um

prazo curto. Assim, nota-se que os administradores, como pessoas que respondem a incentivos, estão focados no curto prazo.

Segundo Williams *et al.* (2006), não é possível criar uma correlação entre o crescimento de longo prazo das ações e a remuneração do administrador. Talvez isso possa ser explicado, pois os incentivos existentes hoje no mercado para os administradores visam, basicamente, ao curto prazo. Uma opção de ação, por mais que seja considerada um incentivo de longo prazo, normalmente pode ser exercida dois anos depois da emissão, período muito curto se comparado ao tempo do acionista de longo prazo. Por outro lado, se forem criados incentivos com opção para ser exercida em dez anos, por exemplo, faria com que bons administradores saíssem da empresa, pois há as que oferecem opções para dois anos.

Com isso, tem-se o problema de como encontrar uma fórmula capaz de fazer com que o administrador aceite incentivos de longo prazo. O antigo CEO possuía esse incentivo, como todos os administradores que concentram controle e gestão. Talvez por isso, empresas familiares tenham maior valorização *vis-à-vis* seus pares nas Bolsas da Alemanha, França e Itália, conforme visto na seção 2.2.5. Novamente o que se propões não é voltar ao passado, mas criar um mecanismo para que os atuais administradores tenham essa visão.

Conforme mencionado no item anterior, um dos principais problemas da companhia decorre do pensamento financeiro: a empresa tem aversão aos projetos que sejam mais inovadores, pois apresentam uma incerteza maior. Pode-se afirmar que tal aversão tem correlação grande com o fato de a remuneração dos diretores ser focada no resultado de curto prazo.

Holthausen *et al.* (1995), conforme visto no item 2.4.4, faz um estudo que investiga a inovação como uma função dos contratos de compensação, estrutura de mercado e fatores da empresa. Segundo o autor, para uma firma relacionada com inovação é difícil identificar sinais da performance do agente, pois a compensação é feita no tempo ( $t$ ) enquanto os benefícios da inovação só podem ser medidos no tempo ( $t+2$ ). A partir dessa relação, o autor prova que quanto maior a proporção de remuneração associada ao longo prazo, maior a quantidade de inovação na empresa.

Dessa análise, fica claro a importância de criar uma correlação maior entre a remuneração da empresa e a *performance* mais de longo prazo, estabelecendo-se alguns itens que estimulem os agentes a terem incerteza um pouco maior no presente em troca de uma inovação com um retorno de longo prazo positivo. No item 6.1.1 foi apresentado um modelo de avaliação para os projetos, mas se ele não tiver correlação com a remuneração dos

administradores, estes não terão motivação para usá-lo, nem para criar um ambiente que propicie ideias inovadoras dentro da empresa.

Em decorrência dessa análise, este TF propõe duas possíveis medidas para que a Empresa Z melhore os incentivos de seus administradores:

- aumentar a proporção de pagamento de opções e o tempo mínimo para exercício, para estimular compromisso da diretoria com o longo prazo da companhia. Assim, o tempo para exercício da opção deveria ser aumentado para no mínimo cinco anos, período que, segundo Holthausen *et al.* (1995), está próximo da diferença de tempo entre o investimento em P&D e o projeto dar retorno (de 4 a 6 anos, segundo o artigo). Além disso, a proporção dela deveria aumentar na remuneração total do administrador.
- criar um sistema que correlacione as inovações com a remuneração dos diretores. Para o caso atual, seria importante gerar um mecanismo relacionado com a pontuação dos projetos de inovação apresentados no item 6.1.1. Para que tal sistema seja possível, uma parte marginal da remuneração dos diretores, como 5%, deveria ser dedicada a inovação. Tal porcentagem inicial poderia variar de 4%-6% da remuneração, conforme a quantidade de projetos e a pontuação que cada um possui. Essa porcentagem deveria ser investida num título fictício que represente o fluxo de caixa do projeto (apenas nos investimentos grandes), a fim de que o diretor se torne sócio dos projetos de que está participando. Com isso, ele teria incentivos para gerir o projeto como se fosse dono dele e, ao mesmo tempo, para escolher os projetos alinhados com o método de decisão proposto no item 6.1.2, ou seja, com uma visão de longo prazo da empresa.



## 7 CONCLUSÃO

O presente trabalho analisa um caso de empresa familiar grande controlada por um bloco familiar e que passa por uma profunda reestruturação em consequência de três principais fatores: (i) morte do fundador, (ii) saída do CEO familiar e entrada de outro com background financeiro e (iii) fusão com outra indústria do mesmo setor. O trabalho foi desenvolvido nos moldes acadêmicos concebidos para a resolução de problemas práticos fundamentados com uma base teórica.

A revisão bibliográfica foi feita gradualmente, à medida que novos problemas iam surgindo. A partir do tema inicial do trabalho, financeirização, constatou-se a importância de se investigar alguns pontos, principalmente em relação à governança e à *performance* corporativa. O fato de a empresa ter controle familiar levou à necessidade de uma pesquisa abrangente sobre o assunto com foco no funcionamento da empresa e na sua orientação para longo prazo. Da mesma forma, a constatação de que normas estavam surgindo na Empresa Z e de que o tipo de gestão havia mudado fez com que se pesquisasse mais sobre o tema de estrutura organizacional. Nesse tema, pela clássica abordagem de Mintzberg (2003), foram utilizados os mecanismos da empresa descritos pelo autor para analisar os problemas. Em seguida, houve necessidade de se entender melhor a formulação da estratégia. Foi o problema de ter que resolver os principais pontos negativos que levou o autor a consultar bibliografia referente à inovação, pois identificou objetivos nesta que poderiam preencher o *gap* encontrado na identificação dos problemas.

O método se dividiu na coleta de dados – por meio de entrevistas com diversos profissionais das empresas envolvidas e com base no exame de documentos históricos – e na investigação desses dados à luz das teorias estudadas na revisão bibliográfica. A partir dos pontos negativos levantados nessa análise, retornou-se à revisão bibliográfica para sugerir melhorias.

Nesse estudo, a empresa foi dividida em seu momento pré-mudanças, Empresa X, e no seu momento pós-mudanças, Empresa Z. Em cada uma delas foi feita uma análise organizacional, estratégica e de tomada de decisão.

Em relação ao modelo organizacional, constatou-se que a Empresa X tinha supervisão direta forte no nível administrativo, conforme análise de Mintzberg (2003), em decorrência do grande poder do presidente da empresa, pois estava no centro dos três círculos propostos por Getsick *et al.* (1997). Tal empresa tinha uma padronização de processos forte no nível

operacional, era grande, antiga e seu ambiente, simples. Esses traços enquadraram-na numa empresa mecânica, porém com um ápice estratégico maior que o normal, que anulava a presença da tecnoestrutura nos níveis mais altos da corporação e lhe dava características de Organização Empreendedora (empresa de dono). Já a Empresa Z tinha as padronizações de normas e resultados como seus mecanismos principais de coordenação, conforme Mintzberg (2003). Por isso, criou um sistema de normas, uniformizando os diversos processos, e foi dada mais autonomia às linhas de negócio como consequência dos mecanismos de padronização de resultados para cada um das divisões. É importante notar que as principais mudanças se deram no nível administrativo e não ocorreram modificações significativas no nível operacional. Numa análise das empresas de Mintzberg, ela passou a ser uma Empresa Mecânica, com ápice estratégico consideravelmente menor do que o existente na Empresa X, e com características de Empresa Diversificada.

Em relação ao método de tomada de decisão, foi constatado que a Empresa X possuía um modelo de decisão baseado, principalmente, na visão de longo prazo do ápice estratégico, segundo Ward (2004), uma visão de perpetuidade, conforme item 2.2.5. A empresa dispunha de análise financeira dos projetos, principalmente de *payback*. Porém, mesmo que esses indicadores fossem desfavoráveis, o ápice estratégico aprovava o projeto se constataste ser importante para o longo prazo da companhia. Nessa linha, algumas decisões muito acertadas foram tomadas, como a implantação do MDF no país. Por outro lado, tais decisões têm um risco maior, o que pode implicar a escolha de alguns projetos errados. Na Empresa Z, esses projetos com maior incerteza foram deixados de lado, em consequência do método de tomada de decisão e do incentivo do administrador. Para investimentos acima da alçada dos diretores, esse método é centralizado por um comitê, que padroniza as tomadas de decisão com indicadores financeiros como VPL e TIR. O incentivo do administrador está ligado, principalmente, ao lucro. Assim, ele não tem incentivos para arriscar diminuir esse indicador e entrar num projeto mais inovador com um ganho esperada no longo prazo.

Já em relação à estratégia, na Empresa X era elaborada pelo presidente e pelo fundador da empresa, que tinham grande conhecimento no setor e visão de longo prazo. Ao mesmo tempo, por serem controle e gestão na mesma pessoa, problemas de agência são minimizados. Tal modelo de gestão de longo prazo está ligado à baixa influência que o mercado financeiro exercia na empresa e ao fato de o incentivo do ápice estratégico estar pouco relacionado aos resultados da ação e do lucro no curto prazo. Já na Empresa Z, a definição das diretrizes da estratégia se deu pelo conselho em conjunto com uma consultoria estratégica, que concluíram que a empresa deveria focar os indicadores financeiros para

crescer cinco vezes em dez anos, principalmente por meio de fusões e aquisição. Tal visão reforça a ideia do CEO de ter a ação como moeda forte. Com isso, ocorreu uma financeirização dessa empresa – que tinha uma estratégia baseada principalmente no longo prazo – para uma estratégia de valorizar fortemente a ação com grandes planos de crescimento, fazendo com que o objetivo de cada área fosse maximizar seu próprio lucro.

Foi constatado que a principal limitação desse novo modelo é o fato de não pensar a empresa no longo prazo, prevalecendo nas decisões, nas estratégias e nos incentivos dos administradores o foco de aumentar o valor financeiro da ação, cujos principais *drivers*, segundo Williams *et al.* (2006), são de curto prazo. Para corrigir esse problema, o autor classificou os pontos negativos, encontrados a partir da comparação entre as empresas X e Z, numa matriz do Impacto e do Prazo, para priorizar alguns desses pontos e propor soluções. Tal modelo tenta corrigir a miopia da análise de VPL e considera um cenário de longo prazo para a empresa.

Com isso, duas principais questões foram atacadas: método financeiro de tomada de decisão e o problema de agência. Para a primeira, foi proposto um modelo qualitativo e um quantitativo, baseados na análise dos elos de Hansem e Birkinshaw (2007) e no método de seleção de portfólio de Goffin e Mitchell (2010). A ideia foi criar uma ferramenta que pudesse ser utilizada pela diretoria e que trouxesse a visão de longo prazo para dentro dos métodos de escolha, priorizando decisões com um grau maior de inovação e obtendo benefícios num prazo maior. Para a teoria da agência, foi proposto um modelo de incentivos baseado no artigo de Holthausen *et al.* (1995), para que um ganho financeiro estimulasse os administradores a entrar em projetos mais inovadores.

O presente trabalho contribui para a academia, para a empresa e essencialmente para o autor. Em termos acadêmicos, por ser um caso de aplicação rara de diversas ferramentas da engenharia de produção e da administração de empresas, representa um dos poucos estudos de reestruturação de uma empresa familiar de capital aberto existentes no Brasil. Em relação à Empresa estudada, objeto deste Trabalho de Formatura, a realização dele permitiu a identificação de alguns aspectos críticos no longo prazo e sugeriu alguns mecanismos que podem melhorá-los. Para o autor, a prática de conceitos, de fundamentos teóricos e de princípios científicos, além de possibilitar entendimento melhor das mudanças ocorridas na organização, proporcionou-lhe uma experiência riquíssima não só na condição de formando, mas na qualidade de engenheiro de produção, pois as oportunidades que foram se desenhando no decorrer do trabalho anteciparam sua vivência profissional.

## 8 BIBLIOGRAFIA

BERGER, P. & OFEK, E. (1995). "Diversification's effect on firm value". *Journal of Financial Economics*, (vol. 37), pp. 39-65.

DAMODARAN ONLINE. *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications* – The 2011 Edition. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acessado em 17 de junho de 2011

ERTURK, I.; FROUD, J.; LEAVER, A. & WILLIAMS, K. *Financialization at work*. London, Routledge, 2008. eScholarID:[4b2409](#)

EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*. Northampton, MA, Edward Elgar, 2005.

FACCIO, M. & LANG, L. H. P. "The ultimate ownership of western European corporations". *Journal of Financial Economics*, (vol. 65), 2002, pp. 365-395.

FAMA EF. "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, (vol. 88), 1980, pp.288-307.

FEDERAL RESERVE. *Statistics data*. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>. Acessado em 17 de junho de 2011.

GERSICK, K.E. *et al. Generation to generation: life cycles of the family business*. Boston, Harvard Business School Press, 1997.

GOFFIN, K. & MITCHELL, R. *Innovation Management: Strategy and Implementation Using the Pentathlon Framework*, 2<sup>nd</sup> ed., London, Palgrave Macmillan, 2010.

HANSEN, M.T. & BIRKINSHAW J. "The innovation value chain". *Harvard Business Review*. Junho de 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Séries estatísticas & séries históricas*. Disponível em <http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/>. Acessado em 17 de junho de 2011.

JENSEN, M. C. “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers”. *American Economy Review*. (vol.76), pp. 323-329.

KANNIAINEN, V. “Empire Building by corporate managers: The corporation as a savings instrument”. *Journal of economic dynamics & control*. (vol. 24), pp. 127-142.

KENNETH T. Andrews. *The concept of corporate strategy*. Richard Irwin, Inc., New York, 1980.

KOLLER, T.; GOEDHART, M. & WESSELS, D. *Valuation: measuring and managing the value of the companies*, 4<sup>th</sup> ed., New Jersey, 2005.

MINTZBERG, H. *Criando organizações eficazes: estruturas em cinco configurações*. São Paulo, Atlas, 2003.

MINTZBERG, H. *et al.. O processo da estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados*. Porto Alegre, Bookman, 2006.

RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value*. 2<sup>nd</sup> ed., New York, Free Pass, 1998.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. *Taxa de Juros Selic*. Disponível em [http://www.receita.fazenda.gov.br/pagamentos/jrselic.htm#Taxa\\_de\\_Juros\\_Selic](http://www.receita.fazenda.gov.br/pagamentos/jrselic.htm#Taxa_de_Juros_Selic). Acessado em 17 de junho de 2011.

STERN, J. & CHEW, D. *The revolution in corporate finance*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford, Blackwell, 1998.

WARD, J. L. SHUMAN, A. STUTZ, S. *Family business as paradox*. 1<sup>st</sup> ed., New York, Palgrave Macmillan, 2010.

WILLIAMS, K.; ERTURK, I.; FROUD, J.; JOHAL, S. & LEAVER, A. *Financialization at Work*. London, Routledge, 2008.

WILLIAMS, K.; FROUD, J.; JOHAL, S. & LEAVER, A. *Financialization and strategy: narrative and numbers*. London, Routledge, 2006.

ZELLWEGER, T. (2007), "Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms." *Family Business Review*, (vol. 20). 2008, pp.1–15.

---