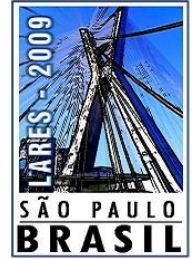




9ª Conferência Internacional da LARES

REAL ESTATE E OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA



As estratégias de crescimento e diversificação das empresas brasileiras de incorporação residencial: Uma análise do período 2005-2008

Diversification and Growth Strategies of the Brazilian Residential Real Estate Companies: An analysis of the period 2005-2008

Fernando Ferreira de Araújo Souza¹, Claudio Tavares de Alencar²

¹ Aluno de Mestrado do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil e Urbana. São Paulo, Brasil. ferreira.souza@poli.usp.br | ffsouza@gmail.com

² Professor Dr., Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil e Urbana. São Paulo, Brasil. claudio.alencar@poli.usp.br

Palavras-chave: real estate, diversificação, crescimento, expansão, planejamento estratégico, alianças estratégicas.

ABSTRACT

This paper aims to identify the growth and diversification strategies used by the Brazilian Residential Real Estate companies between years 2005 to 2008. The paper also explores the relationships with the strategies pursued and economic performance. The preliminary analysis shows that the economic performance of companies which pursued the Market Penetration strategy outperformed the diversification strategy. The result also shows that the companies which used Merge & Acquisitions and own development strategies to diversify obtained better performance than local partnership strategies.

RESUMO

O objetivo deste artigo é analisar as estratégias de crescimento e diversificação das empresas de incorporação residencial realizadas durante o período 2005-2008. Foram identificados (i) o posicionamento estratégico das empresas segundo a diversificação do portfólio de negócios nos vetores regiões geográficas e segmentos de mercado, (ii) os modelos de negócios que conduziram as estratégias de crescimento das companhias e, (iii) o desempenho econômico e operacional por estratégia de crescimento e modelo de negócio. O resultado da pesquisa, ainda preliminar, sugere que as empresas que perseguiram a estratégia de penetração de mercado obtiveram média de desempenho superior em relação às empresas que expandiram os negócios para diferentes geografias ou segmentos de mercado. Estas, por sua vez, apresentaram desempenho superior às que perseguiram a estratégia de diversificação simultânea. Quanto aos modelos de negócios, as empresas que fizeram uso de parcerias locais como estratégia de diversificação foram as mais penalizadas em seu desempenho, enquanto as empresas que fizeram uso de desenvolvimento próprio de tecnologia e de fusões e aquisições foram as que apresentaram média de desempenho superior em relação as empresas do setor.

1. INTRODUÇÃO

O biênio 2006/2007 foi significativamente importante para o setor da construção civil brasileira, marcado como um ciclo de intensa captação por meio de emissões primárias de ações. Capitalizadas e com alta liquidez, as empresas perseguiram estratégias de crescimento, diversificação e modelos de negócios diferentes. Enquanto grupos de companhias perseguiram a estratégia de crescimento apoiado em mercados e segmentos já conhecidos, outras decidiram por expandir-se geograficamente ou para outros segmentos de renda. Mais arrojadas, algumas empresas decidiram por diversificar-se simultaneamente para diferentes regiões e segmentos. Distintos modelos de negócios foram utilizados como meio condutor das estratégias de diversificação: desenvolvimento de tecnologia própria, parcerias locais, *joint-ventures* e fusões e aquisições são exemplos.

Um dos principais objetivos dos estudos de estratégia é buscar o entendimento dos motivos das diferenças de desempenho entre as organizações. Diferentes decisões estratégicas resultam em diferentes posicionamentos e competências para as empresas e, eventualmente, diferentes padrões de desempenho. Neste sentido, o presente artigo faz uma análise do período 2005-2008 sob a ótica estratégica das empresas de Real Estate residencial listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBOvespa. São objetivos do artigo: (i) identificar o posicionamento estratégico das empresas nos períodos 2005/06 e 2007/08, (ii) as estratégias de crescimento e diversificação perseguidas e, (iii) o desempenho médio das empresas por tipo de estratégia perseguida e modelos de negócios utilizados. Entende-se por posicionamento estratégico os segmentos de mercado (faixa de renda do público-alvo) e a região geográfica que a empresa possui atuação, e estratégias de crescimento e diversificação como os modelos de negócios e alianças utilizadas para suportar a expansão para novos mercados.

O item 2.0 apresenta a metodologia de pesquisa. O item 3.0 a fundamentação teórica e o 4.0 o desenvolvimento da pesquisa. Ao final, a partir da leitura crítica dos resultados obtidos, discute-se e conclui-se no item 5.0.

O presente trabalho é preliminar e faz parte de um projeto de pesquisa objeto de dissertação de mestrado. Logo, o trabalho é exploratório e tem como objetivo levantar hipóteses e criar base empírica para suportar futuras pesquisas.

2.0 METODOLOGIA

A presente pesquisa foi classificada, quanto a sua técnica, como uma pesquisa de campo exploratória. Pesquisas de campo têm como objetivo conseguir informações sobre determinado problema, para o qual se procura uma resposta, hipóteses ou relações (Marconi & Lakatos, 2009). Segundo os mesmos autores, pesquisas exploratórias têm como objetivo desenvolver hipóteses e aumentar a familiaridade do pesquisador com o ambiente, fenômeno em estudo, com o objetivo de alimentar pesquisas futuras. Como instrumento de coleta de dados utilizou-se análise documental.

Questão básica e questão-problema

- *Questão-básica:* Quais foram as estratégias de crescimento e diversificação das empresas brasileiras de incorporação residencial no período 2005 a 2008?
- *Questão-problema:* Existem relações entre as estratégias adotadas e o desempenho econômico das empresas?

Objetivos da pesquisa

- Objetivo 1: Identificar a atuação das empresas de incorporação residencial nos períodos 2005-2006 e 2007-2008, segundo os vetores segmentos de mercado e regiões geográficas;
- Objetivo 2: Identificar as estratégias de crescimento e diversificação e os modelos de negócios adotados pelas empresas;
- Objetivo 3: Explorar possíveis relações entre as estratégias adotadas para com indicadores operacionais e econômicos das empresas

Amostra

A pesquisa considera todas as empresas presentes no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, listadas no setor Construção e Transporte, sub-setor Construção e Engenharia, segmento Construção Civil, exceto a empresa Abyara incorporadora. A amostra contém 20 empresas, sendo: Agra, Brascan, CCDI, Company, CR2, Cyrela, Even, Eztec, Gafisa, Helbor, Inpar, JHSF, KlabinSegall, MRV, PDG, Rodobens, Rossi, Tecnisa, Tenda e Trisul. Após processo de fusão entre as empresas Company e Brascan, resultando em Brookfield, a amostra finaliza com 19 empresas. A empresa Abyara Incorporadora foi desconsiderada da amostra por ter sido fruto de estratégia de diversificação de um modelo de negócio distinto ao da incorporação imobiliária, e por não possuir histórico de lançamentos no período anterior à oferta primária de ações.

Variáveis e coleta de dados

Para o atendimento do objetivo 1, as empresas foram classificadas segundo a diversificação dos portfólios de negócios a partir do Valor Geral de Vendas (VGV) dos lançamentos, segundo os vetores (i) segmentos de mercado e (ii) regiões geográficas.

Para a classificação dos segmentos de mercado, considerou-se a nomenclatura comum adotada nos *releases* operacionais das empresas, sendo: Classe alta, média-alta, média, econômica e popular. Tendo em vista a abordagem do presente trabalho, de hierarquia estratégica, as classificações dos segmentos de renda foram feitas a partir dos lançamentos de empreendimentos divulgados nos *releases* das companhias, segundo a declaração a que segmento de mercado os empreendimentos se destinam. A escala de diversificação do presente vetor foi baseada em Wrigley (1970) *apud* Rumelt (1974), conforme será abordado no item 3.1.

Para a classificação da dispersão geográfica das empresas, considerou-se o número de unidades federativas com lançamentos de empreendimentos no período. A escala de Wrigley/Rumelt não foi aplicada para o vetor geografia dado a indisponibilidade de informações de lançamentos por unidade federativa nos *releases* operacionais das companhias (salvo exceções). Pretende-se utilizar a escala na pesquisa definitiva. Lançamentos no exterior não foram considerados na análise por ainda não se tratar de um evento recorrente nas empresas.

Para o atendimento do objetivo 2, foram identificadas as estratégias de crescimento e os modelos de negócios utilizados para o desenvolvimento de empreendimentos em segmentos e geografias até então não explorados pelas companhias. A partir da leitura dos *releases* operacionais, fatos relevantes e entrevista com as empresas, quando necessário, os modelos foram classificados, quantitativamente, segundo: penetração de mercado, expansão geográfica, expansão de segmentos e diversificação; e qualitativamente, segundo: desenvolvimento próprio, parcerias, fusões e aquisições. As definições operacionais encontram-se no item 3.3, devidamente fundamentadas.

O objetivo 3 foi perseguido a partir da identificação e definição das variáveis independentes:

- Despesas Gerais e Administrativas: Razão entre as despesas gerais e administrativas e a Receita Bruta de Vendas da companhia no exercício. Os valores das contas foram coletados a partir do demonstrativo de resultados disponível no DFP (Demonstrativo Financeiro Padronizado) no sistema IAN/ITR 9.02 da BOVESPA, itens 3.06.02 e 3.01, respectivamente.
- Margem Bruta: Razão entre o Resultado Bruto e a Receita Bruta de Vendas/Serviços da companhia no exercício. Os valores das contas foram coletados a partir do demonstrativo de resultados disponível no DFP (Demonstrativo Financeiro Padronizado) no sistema IAN/ITR 9.02 da BOVESPA, itens 3.05 e 3.01, respectivamente.
- Margem Ebitda: Razão entre o Ebitda e a Receita Bruta de Vendas da companhia no exercício. O ebitda foi determinado a partir a partir do demonstrativo de resultados disponível no DFP (Demonstrativo Financeiro Padronizado) no sistema IAN/ITR 9.02 da BOVESPA, itens 3.09, subtraído dos itens 3.06.03 (Despesas Financeiras) e 3.06.05 (Outras Despesas Operacionais).

Conforme já mencionado, os dados foram obtidos por meio de pesquisa documental. Dados quantitativos foram obtidos por meio do sistema de divulgação da BOVESPA ITR/DFP/IAN 9.2. Os dados qualitativos foram obtidos por meio de pesquisa nos documentos disponíveis nos sites de relacionamento com investidores das companhias consideradas na amostra, sendo: Fatos Relevantes e *releases* operacionais.

Tratamento, análise e interpretação dos dados

Os dados obtidos foram tratados em planilhas eletrônicas e software Minitab 15 ®. Dada a reduzida série histórica no período de expansão (2007-2008), o objetivo da análise não foi extrair conclusões com significância estatística, mas sim analisar os comportamentos de variáveis a partir de leituras tabulares e gráficas. Quando presentes, os *outliers* foram excluídos das amostras para cálculo dos parâmetros estatísticos.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 As estratégias genéricas de Porter e o conceito de competência

A configuração de uma empresa num determinado estágio é fruto de uma série de decisões estratégicas em seu passado; decisões estas de caráter interno (dos relacionamentos da empresa consigo mesma), e de caráter externo (dos relacionamentos da empresa para com o sistema externo).

Um dos mais estudos mais populares de estratégia é de Porter (1989), que introduz o conceito de estratégia competitiva e estratégias genéricas. O primeiro é definido como “*a busca de uma posição competitiva favorável em uma indústria, a arena onde ocorre a concorrência. (...) visa estabelecer uma posição lucrativa e sustentável contra as forças que determinam a concorrência da indústria;* e o segundo: “*(..) a vantagem competitiva está no âmago de qualquer estratégia, e para obtê-la é preciso que uma empresa faça uma escolha (...) em que tipo de vantagem competitiva busca obter e sobre o escopo dentro do qual irá alcançá-la*”.

O conceito de Porter reduz as estratégias das corporações em estratégias genéricas, baseadas fundamentalmente no produto e no mercado a que este é destinado. Para o autor, existem

algumas decisões comuns num ambiente competitivo, e o desempenho das empresas é função das decisões estratégicas destas. A empresa que conseguir extrair vantagens competitivas acima de seus concorrentes terá desempenho superior a estes, porém limitado ao desempenho do setor industrial que a empresa encontra-se.

Numa visão antagônica a de Porter está o conceito de competências essenciais (Prahalad & Hamel, 1990). Segundo os autores, uma empresa deve possuir um portfólio de competências essenciais, e não um portfólio de produto-mercado. De acordo com os mesmos autores, o modelo de Porter provê uma leitura da estratégia pontual no tempo, em termos de custo e diferenciação, e pouco contribuiu para o entendimento do processo de aquisição de conhecimentos e habilidades da empresa.

O presente artigo tem como fundamentação teórica ambos os conceitos, pois parte de uma leitura do posicionamento estratégico das empresas de Real Estate em dois recortes no tempo, e propõe uma classificação dos grupos baseada na diversificação dos portfólios de negócios, que em tese devem refletir as competências das empresas. Em seguida, o artigo compara os posicionamentos em ambos os períodos e identifica as estratégias de crescimento e os modelos de negócios utilizados. Por fim, discorre sobre as diferenças entre desempenho e as estratégias adotadas pelas empresas, baseado na premissa de que as estratégias de crescimento e diversificação do portfólio de negócios, para se traduzirem em desempenho favorável da companhia, devem ser acompanhadas do ganho das competências para atuação nos novos mercados. Desta maneira, as empresas que decidirem por um processo de crescimento e diversificação e não desenvolverem as competências para tal, não serão capazes de traduzir a estratégia em desempenho.

3.2 As estratégias de expansão e diversificação

Antes da discussão das estratégias de crescimento, convém conceituar adequadamente os termos crescimento, expansão e diversificação. Segundo Ansoff (1977), a expansão é entendida como a penetração de mercado, desenvolvimento de mercado ou desenvolvimento de produto; trata-se de um crescimento ocorrido em mercados já conhecidos ou desconhecidos, porém nunca simultaneamente. A diversificação é mais drástica e arriscada, pois envolve afastamento dos produtos e mercados conhecidos de maneira simultânea.

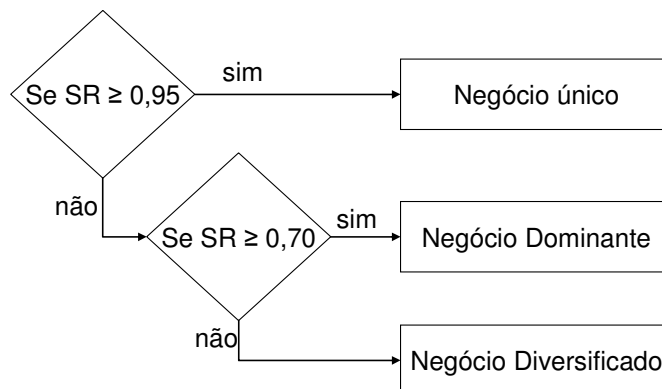
Segundo o mesmo autor (1990), as empresas diversificam-se segundo diversas razões, sendo: (i) quando seus objetivos não podem mais ser alcançados com a carteira existente, (ii) busca de maior rentabilidade com relação a carteira atual e as possibilidades de expansão, (iii) as empresas padecem da síndrome “*a grama é mais verde no jardim do vizinho*”. Neste caso, carecendo de informações confiáveis sobre os novos mercados, as empresas tendem a mergulhar no que aparece, em lugar de investigar cuidadosamente as alternativas de diversificação. Outros motivos incluem a mitigação de riscos através da diluição do portfólio em diferentes mercados.

A fundamentação teórica sobre as estratégias de crescimento em empresas de real Estate do presente trabalho tem como apoio os conceitos discutidos em Ansoff (1977, 1990), Wrigley (1970) *apud* Rumelt (1974) e Hewlett & Kaufmann (2008). No primeiro extraíram-se os conceitos das estratégias de crescimento das empresas (expansão e diversificação), conforme abordado. No segundo, adaptou-se o modelo para determinação do nível de diversificação de empresas e o aplicou para o vetor segmento de mercado. Em Hewlett & Kaufmann (2008), obteve-se o respaldo teórico das estratégias de crescimento aplicadas às empresas de Real Estate.

O modelo de diversificação proposto por Wrigley (1970) *apud* Rumelt (1974) é genérico para empresas de diversos setores. Dada a delimitação do trabalho para o universo das empresas de incorporação residencial, para o melhor entendimento dos resultados optou-se por adaptar a nomenclatura original proposta pelos autores, de (i) *Single Business*, (ii) *Dominant Business*, (iii)

Related Business e (iv) *Unrelated Business*, para: (i) Negócio único, (ii) Negócio dominante e (iii) Negócio diversificado. A escala e os critérios estão demonstrados na figura 01.

Figura 01 – Escala e critério para diversificação do vetor segmento de mercado



Wrigley (1970) apud Rumelt (1974). Adaptado. Tradução própria

Sendo SR o índice que caracteriza a proporção do maior negócio da companhia, obtido a partir da razão da somatória do valor geral de vendas (VGV) dos dois maiores segmentos em que a empresa atua, sobre o total do VGV dos lançamentos no mesmo período.

3.3 As estratégias de crescimento das empresas de Real Estate

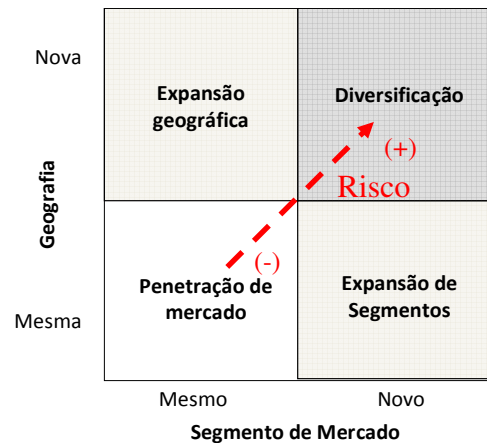
É característica do mercado de Real Estate a presença de ciclos econômicos, seja provocado por fatores macro-econômicos, por desequilíbrios na relação oferta-demanda ou outros. Alterações no ambiente externo podem provocar mudanças estratégicas nas companhias, com o objetivo de buscarem a melhor relação risco-retorno para a companhia e para o acionista.

As estratégias de crescimento e diversificação geralmente são perseguidas quando o ciclo econômico encontra-se em sua fase de aquecimento (Hewlett & Kaufmann, 2008). A fase é caracterizada por intensos investimentos e lançamentos de empreendimentos, seja nos mercados tradicionais, onde as empresas já possuem atuação, seja em novos mercados. Neste sentido, quando as movimentações estratégicas do ponto de vista dos vetores geografia e segmento de mercado são posicionadas numa matriz (figura 02), destacam-se quatro estratégias genéricas de crescimento, cada qual com seu padrão de risco, sendo: estratégia de (1) de penetração de mercado, (2) expansão geográfica, (3) expansão de segmentos e (4) diversificação (Hewlett & Kaufmann, 2008).

- 1) Estratégia de penetração de mercado: Mesmo segmento, mesma geografia. Crescimento focado na especialização e conhecimento do mercado local. De todas as estratégias de crescimento, é a que apresenta o menor risco, uma vez que não exige novos conhecimentos ou competências para a empresa.
- 2) Estratégia de expansão de geografia: Mesmo segmento, nova geografia. Crescimento alavancado no conhecimento e experiência em produtos e segmentos de mercados, com replicação para novas posições geográficas. Apresenta risco moderado quando comparado às outras estratégias de crescimento.
- 3) Estratégia de expansão de segmentos: Novo segmento, mesma geografia. Aproveita-se o conhecimento e *know-how* de uma determinada geografia para o desenvolvimento de uma vertical de produtos destinados a variados segmentos. Apresenta riscos moderados, equivalente a estratégia de expansão de mercado. A empresa dilui riscos relativos aos segmentos de mercado, porém expõe-se aos riscos do mercado imobiliário de uma determinada região.

- 4) Estratégia de diversificação: Novo mercado, nova geografia. Estratégia de risco mais elevado. Entra-se em novas geografias para empreender em novos segmentos, simultaneamente. Exige competências de produtos e mercados que a empresa não possui, somando os riscos inerentes às estratégias de expansão de geografia e segmentos.

Figura 02 – Matriz de Diversificação do Portfólio de Negócios de empresas de Real Estate



Fonte: Hewlett & Kaufmann (2008). Adaptado. Tradução própria

As quatro estratégias de crescimento são, em tese, incrementais. Assim, segundo os autores, uma empresa atuante num único mercado e segmento terá como estratégia de crescimento, a princípio, a manutenção em seu campo de domínio (estratégia de penetração de mercado). Após a maturação da estratégia ou mesmo a saturação do estrato de mercado atuante, a empresa poderá optar pela diversificação do portfólio através da expansão para outros segmentos ou geografias.

3.4 Os modelos de alianças estratégicas como meio de expansão e diversificação do portfólio de negócios

O item 3.1 abordou o conceito de competências essenciais e as decisões de diversificação e crescimento: para se traduzirem em desempenho favorável da companhia, a diversificação deve ser acompanhada do ganho das competências para atuação nos novos mercados.

O conceito de competência pode ser traduzido como recursos e capacidades internas de uma firma. Segundo Makadok (2001) *apud* (Kayo *et. al*, 2009), a obtenção de tais recursos pode ser obtida por meio da construção interna de capacidades (*capability-building*), ou por meio externo a partir de fusões e aquisições (*resource-picking*). Segundo os autores, outras opções externas são as *joint-ventures* e as parcerias.

Os conceitos de parcerias, *joint-ventures*, fusões e aquisições são, sob uma ótica ampla, conceitos de alianças estratégicas. Segundo Das e Teng (1998), alianças estratégicas são acordos entre firmas por meio dos quais os parceiros visam atingir objetivos estratégicos previamente definidos. Outra definição de aliança estratégica é encontrada em Gulati (1998), onde as alianças são acordos voluntários entre organizações que envolvem troca, compartilhamento ou co-desenvolvimento de produtos, tecnologias ou serviços.

Lorange & Roos (1993) *apud* Moran (2008) definem alianças estratégicas com base no grau de integração vertical e no grau de interdependência que as novas empresas ou projetos têm com as organizações que as originaram. Segundo os autores, cooperação informal, cooperação formal, *joint-venture*, propriedade conjunta e fusões e aquisições são casos de alianças estratégicas em ordem crescente no que se refere ao grau de integração vertical e interdependência.

Dadas as diversas definições de alianças estratégicas e suas tipologias, e o caráter qualitativo e exploratório do presente trabalho, as alianças estratégicas serão classificadas segundo as definições abaixo:

- Alianças contratuais: são formas de cooperação menos formais e exigem menos comprometimento. Não existe a formação de uma empresa nova. (Das, Sem e Sengupta, 1998, apud Kayo *et al.* 2009)
- *Joint-ventures*: Quando duas ou mais firmas reúnem uma parcela de seus recursos para a criação de uma nova organização. (Kogut, 1988, apud Kayo *et al.* 2009)
- Fusões e aquisições: Casos extremos de hierarquização. Caracterizados pela mudança de propriedade de uma empresa ou criação de uma nova entidade jurídica a partir da união de duas ou mais. (Lorange e Roos, 1993, apud Moran, 2008)

Presume-se que o processo de ganho de competência nas alianças estratégicas é proporcional ao grau de integração e interdependência entre as empresas. Desta maneira, presume-se baixa capacidade de absorção de recursos e habilidades nas alianças contratuais (parcerias locais), intermediário nas *joint-ventures* e alto nas fusões e aquisições.

Neste sentido, presume-se que as empresas que perseguirem a diversificação através de alianças estratégicas com baixo grau de integração e interdependência apresentarão, conceitualmente, menor ganho de competência para atuação em novos mercados; que serão traduzidos, em tese, em pior desempenho operacional.

4. DESENVOLVIMENTO

4.1 Análise do posicionamento estratégico das empresas de incorporação residencial

A presente análise tem como objetivo identificar o posicionamento estratégico das companhias de real estate antes do processo de abertura de capital (Período A - biênio 2005/06), e compará-lo com o posicionamento praticado no biênio 2007/08 (Período B). O objetivo da análise é identificar as movimentações de crescimento e diversificação realizadas no período, para assim compará-las com o desempenho econômico e indicadores operacionais das companhias. Para tanto, a partir da leitura dos prospectos de abertura de capital e dos *releases* operacionais trimestrais das companhias, serão identificados: (i) o posicionamento estratégico das empresas no período A, (ii) o posicionamento estratégico das empresas no período B e, (iii) os indicadores de desempenho e operacionais para ambos os períodos. Para determinação da diversificação geográfica não utilizou-se a escala de Wrigley/Rumelt, dada a indisponibilidade de informações para tal. Desta maneira, arbitrou-se o critério de (i) concentrada, para empresas com atuação em até duas unidades federativas, (ii) dominante, de três a cinco unidades federativas e, (iii) diversificada, para empresas com lançamentos em mais de cinco estados, nos biênios 2005/06 e 2007/08. A figura 03 permite a análise das movimentações dos posicionamentos das empresas entre os períodos A e B. Fica evidente a alteração do perfil de atuação das companhias, antes em maior número no quadrante que representa estratégias de especialização ou competências de mercado ou produto. Situação oposta vivenciada no ano de 2008, cujo posicionamento das empresas é em maior número no quadrante de diversificação.

Figura 03 – Posicionamento estratégico das empresas de Real Estate nos biênios 2005/06 e 2007/08
Período A – Biênio 2005/2006

Segmentos de Mercado	Diversificado	Trisul, KlabinSegall	Rossi	
	Dominante	Cyrela, Eztec, Helbor Competência de Mercado	PDG, Gafisa Diversificação	
	Único	Especialização Brookfield, CCDI, CR2, JHSF, Tenda, Tecnisa	Competência de produto Agra, Even, Rodobens, MRV	
		Concentrada	Dominante	Diversificada
Diversificação Geográfica				

Segmentos de Mercado	Diversificado	Trisul	CCDI, Even, KlabinSegall	Gafisa, Inpar, Rossi
	Dominante	Eztec Competência de Mercado	Agra, Brookfield, Helbor, Tecnisa Diversificação	Cyrela, PDG
	Único	Especialização CR2, JHSF	Competência de produto	MRV, Rodobens, Tenda
		Concentrada	Dominante	Diversificada
Diversificação Geográfica				

Fonte: Elaboração própria. (Prospectos de abertura de capital e releases operacionais)

Com o objetivo de identificar riscos e comparar o desempenho das empresas face ao grau de diversificação apresentada, o presente trabalho propõe as nomenclaturas e fronteiras para a identificação de diferentes grupos, conforme detalhado na tabela 03. Convém frisar que a classificação proposta é função do comportamento das empresas do setor (com capital aberto e listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa) no período em análise, não sendo o objetivo produzir generalizações perpétuas para o universo das empresas de Real Estate residencial.

Tabela 03 – Classificação segundo diversificação do portfólio de negócios

Estratégia	Critérios		Empresas	Observações
	Vetor Segmento de Mercado	Vetor Geografia		
Especialização	Negócio Único	Concentrado	CR2, JHSF	Faz uso da competência do conhecimento do mercado local, dos hábitos, anseios e engenharia para desenvolvimento de produtos para um único segmento
Competência de mercado	Negócio Dominante e/ou Negócio Diversificado	Concentrado	Eztec, Trisul	Faz uso do conhecimento do mercado local para desenvolvimento de produtos para variados segmentos de renda.
Competência de produto	Negócio Dominante e/ou Negócio Diversificado	Dominante ou Diversificado	MRV, Rodobens, Tenda	Faz uso da competência de desenvolvimento de produtos específicos e os aplica em diferentes mercados (Geografias)
Diversificação	Negócio Dominante e/ou Negócio Diversificado	Dominante ou Diversificado	Agra, Brookfield, CCDI, Cyrela, Even, Gafisa, Helbor, Inpar, KlabinSegall, PDG, Rossi, Tecnisa	Tem como objetivo (entre outros) a redução da exposição do portfólio como estratégia de mitigação de riscos e a oportunidade de atuação em mercados favoráveis.

Fonte: Elaboração própria.

Especialização

O primeiro grupo identificado é caracterizado por uma estratégia de especialização, pois possui atuação em até dois mercados geográficos (unidades federativas), com foco em um nicho específico de segmento de mercado. A empresa se apóia no entendimento do mercado local e dos hábitos e anseios do seu público-alvo para o desenvolvimento de produtos específicos. Dada sua atuação geográfica limitada, a experiência fortalece a integração com os *stakeholders* envolvidos no processo de desenvolvimento de um empreendimento imobiliário, desde os fornecedores aos órgãos competentes, o que pode contribuir para o aumento da eficiência de gestão dos empreendimentos. Para o período analisado (biênio 2007/08), as empresas representantes da estratégia são a CR2 e JHSF.

Competência de Mercado

As empresas localizadas no quadrante de competência de mercado possuem experiência e conhecimento de uma determinada região geográfica e desenvolvem uma vertical de produtos destinados a diferentes segmentos de renda. No quadrante encontram-se as empresas Trisul e Eztec. Neste caso, as empresas possuem os laços com os *stakeholders* regionais, tais como as empresas especializadas apresentam; no entanto, o leque diversificado de produtos pode conferir dificuldades na gestão dos empreendimentos e na engenharia de produto, dada as diferentes tecnologias e processos inerentes a cada segmento, além na eventual dificuldade de entender as necessidades, hábitos e anseios de cada estrato de mercado.

Competência de Produtos

As empresas localizadas no grupo estratégico de competência de produto ancoram sua atuação numa estratégia de engenharia de produto e no conhecimento dos hábitos e anseios de um nicho específico de segmento de renda. São representantes as empresas MRV, Rodobens e Tenda. A partir deste entendimento, replicam os empreendimentos para diferentes regiões geográficas. As empresas podem apresentar dificuldades inerentes à expansão para novas geografias, tais como o desconhecimento dos *stakeholders* locais e do próprio público-alvo, que podem apresentar variações de hábitos e anseios de acordo com a localização geográfica, o que demanda diferentes formatações de produtos. Todas as empresas analisadas no período possuem maior exposição do portfólio no segmento de baixa renda.

Diversificação

Por fim, as empresas localizadas no grupo diversificação têm como objetivo a mitigação de riscos a partir da diluição do portfólio para diferentes segmentos e geografias. As empresas localizadas neste quadrante, para que sejam competitivas nos estratos de mercado, devem possuir o desafio de deter as competências dos grupos de mercado e produtos. Em contrapartida, podem possuir vantagens de economia de escala na aquisição de insumos, terrenos estratégicos e na incorporação de grandes empreendimentos.

4.2 Análise das estratégias de expansão e diversificação: Identificação das alianças estratégicas e considerações sobre riscos

Enquanto o item 4.1 tratou de uma análise estática, baseada na comparação de dois recortes no tempo, a presente análise tem como objetivo identificar quais foram os sentidos e as direções das movimentações estratégicas realizadas pelas companhias entre os períodos. A seguir, serão identificados os modelos de negócios que conduziram à expansão e diversificação, conforme tipologias: desenvolvimento próprio, parcerias, *joint-ventures* ou fusões e aquisições.

Para atendimento do primeiro objetivo, a tabela 04 apresenta as atuações das empresas em segmentos de mercados e geografias, e classifica as empresas em grupos por tipologia de crescimento: penetração de mercado, expansão geográfica, expansão de mercado ou novos mercados, conforme nomenclatura de Hewlett & Kaufmann (2008).

Tabela 04 – Movimentação estratégica das empresas de Real Estate e classificação quanto ao tipo de crescimento.

Empresa	SEGMENTO DE MERCADO		REGIÕES GEOGRÁFICAS		Estratégia de crescimento predominante
	Período A (2005/06)	Período B (2007/08)	Período A (2005/06)	Período B (2007/08)	
EZTec	Dominante	Dominante	Concentrada	Concentrada	Penetração de mercado
JHSF	Único	Único	Concentrada	Concentrada	Penetração de mercado
Trisul	Diversificado	Diversificado	Concentrada	Concentrada	Penetração de mercado
MRV	Único	Único	Dominante	Diversificada	Expansão geográfica
Rossi	Diversificado	Diversificado	Dominante	Diversificada	Expansão geográfica
Helbor	Dominante	Dominante	Concentrada	Dominante	Expansão geográfica
Cyrela	Dominante	Dominante	Concentrada	Diversificada	Expansão geográfica
PDG	Dominante	Dominante	Dominante	Diversificada	Expansão geográfica
Tenda	Único	Único	Concentrada	Diversificada	Expansão geográfica
Rodobens	Único	Único	Dominante	Diversificada	Expansão geográfica
Company	Único	n/a	Concentrada	Concentrada	Expansão de segmento
Even	Único	Diversificado	Dominante	Dominante	Expansão de segmento
CR2	Único	Único	Concentrada	Concentrada	Diversificação ¹
Brookfield	Único	Dominante	Concentrada	Dominante	Diversificação
CCDI	Único	Diversificado	Concentrada	Dominante	Diversificação
Gafisa	Dominante	Diversificado	Dominante	Diversificada	Diversificação
Inpar	Dominante	Diversificado	Dominante	Diversificada	Diversificação
Tecnisa	Único	Dominante	Concentrada	Dominante	Diversificação

Fonte: Elaboração própria

A estratégia de penetração de mercado foi perseguida por três empresas, a Trisul, Eztec e JHSF. A primeira permaneceu com sua atuação numa única região metropolitana (a análise não considera cidades do interior do mesmo estado) e manteve o foco nos segmentos já conhecidos pela empresa, o que evidencia uma competência das necessidades e anseios de um determinado estrato de mercado localizado numa única região geográfica. No entanto, análises dos *releases* operacionais indicam uma estratégia explícita de diversificação geográfica, ainda a ocorrer, a partir da aquisição de terrenos em outros estados (Rio de Janeiro e Paraná). A EzTec, embora tenha declarado uma estratégia explícita de diversificação em ambos os sentidos em seu prospecto de abertura de capital, teve como estratégia real a manutenção da atuação no mercado da região metropolitana de São Paulo, interior e litoral. Os empreendimentos da companhia lançados nos segmentos econômico e popular não foram significativos o suficiente para a alteração do seu padrão de diversificação. A JHSF manteve foco no segmento de alta renda e na região metropolitana de São Paulo e interior.

A estratégia de expansão de segmentos teve como representantes a empresa Company (antes de sua fusão com a Brascan), e Even. A primeira manteve sua tradição de atuação na região metropolitana de São Paulo, com expansão para o interior do estado. A expansão ocorrida no portfólio foi a retomada do investimento no segmento popular. A estratégia de atuação da empresa no segmento econômico deu-se através de desenvolvimento de estudos e tecnologia própria. A Even expandiu sua atuação para os segmentos de menor poder aquisitivo. Apesar da expansão geográfica da empresa, não foi significativa para enquadramento na estratégia de diversificação.

A estratégia de expansão geográfica teve como representante as empresas Helbor, Rodobens, MRV, PDG, Cyrela, Tenda e Rossi. Dada sua diversificação no vetor geografia, a estratégia confere às empresas um menor conhecimento dos mercados em que atuam, o que agrega risco na inserção de mercado dos empreendimentos; em contrapartida, reduzem sua exposição a um único segmento de renda. A expansão geográfica das empresas deste grupo deu-se através de parcerias com empreendedores locais, com exceção para a Rodobens que, além das parcerias, chegou a desenvolver empreendimentos através de investimento e *know-how* próprio. A Cyrela, apesar de

¹ A empresa CR2 executou estratégia de diversificação entre os períodos analisados (novos segmentos de mercado e novas regiões geográficas), porém não alterou sua classificação quanto ao nível de diversificação. Isso ocorre quando a empresa altera sua estratégia de atuação, e pretere o antigo posicionamento por um novo. No caso, o segmento de maior exposição no portfólio da empresa foi de média a alta renda para de média a baixa.

empreendimentos lançados no segmento econômico, estes não foram significantes o suficiente frente aos empreendimentos nos segmentos tradicionais da companhia para a alteração de sua classificação quanto a diversificação do portfólio.

Por fim, as demais empresas perseguiram a estratégia de novos mercados, com diversificação simultânea do portfólio de empreendimentos para diferentes segmentos de mercado e geografias. A estratégia confere elevados riscos às empresas, de ordem técnica, pois a manutenção da lucratividade de empreendimentos para diferentes segmentos requer outros processos e materiais construtivos, e de inserção de mercado, dado o desconhecimento da dinâmica e tendências dos mercados locais, dos parceiros e dos verdadeiros anseios e hábitos da população local. Neste grupo encontram-se as empresas Tecnisa, Brookfield (Brascan+Company), CR2, CCDI, Gafisa e Inpar.

Os modelos de negócios utilizados nas estratégias de expansão e diversificação foram classificados na tabela 05, segundo as definições apresentadas no item 3.3. É importante frisar que a análise é exploratória, e tem como objetivo identificar os comportamentos médios das empresas por tipologia de estratégia predominante nos negócios no período em análise. A tabela não considera as empresas classificadas na estratégia de penetração de mercado, apenas as que expandiram ou diversificaram suas atividades; logo, Trisul, Eztec e JHSF não constam na tabela.

Tabela 05 – Modelos de negócios e alianças estratégicas predominantes nas estratégias de crescimento e diversificação

Estratégia de Crescimento	Agra	Brookfield	CCDI	Company	CR2	Cyrela	Even	Gafisa	Helbor	Inpar	MRV	PDG	Rodobens	Rossi	Tecnisa	Tenda
Desenvolvimento próprio													S	S		
Alianças contratuais					D		S	G	G	G			G	G	G	G
Joint-Ventures						S		S								
Fusões e Aquisições	S	G	S	G		D		S			G	D				

S=expansão de segmento ; G=expansão geográfica ; D=diversificação

Fonte: Elaboração própria

Nota-se que o desenvolvimento de tecnologia própria, onde as competências são adquiridas pelos recursos internos da companhia (*capability-building*), foi estratégia explícita e predominante pouco perseguida pelas empresas do setor. No caso, apenas duas: Rodobens e Rossi. Ambas tiveram como objetivo a expansão para novos segmentos, a partir do desenvolvimento de tecnologia e processos internos para empreendimentos do segmento econômico e popular.

As alianças contratuais, informalmente denominadas de parcerias locais, tiveram como formatação geral a firma de contrato para preferência de atuação num determinado mercado entre o empreendedor local e a incorporadora regional. Operacionalmente as parcerias se deram pontualmente num empreendimento, a partir da participação conjunta na sociedade de propósito específico – SPE, com objetivo predominante para a estratégia de expansão geográfica. São exemplos: Inpar, Tecnisa, Rossi, Even, CR2, Tenda, Helbor e Gafisa. Um dos motivos que pode justificar a extensa utilização das alianças contratuais no processo de expansão geográfica é a baixa interdependência entre as empresas envolvidas e a inerente flexibilidade do modelo, pois o sucesso ou insucesso da parceria fica limitado, em tese, ao ambiente do empreendimento. A utilização de parcerias evita, num primeiro momento, perturbações na leitura do risco sistemático das empresas sob a ótica do mercado (Kayo et. al., 2009).

As *joint-ventures* tiveram como principal objetivo a entrada em novos segmentos a partir da criação de empresas com parceiros complementares. A constituição da empresa Bairro Novo, firmada pelas empresas Gafisa e Odebrech; e a Living, estratégia da Cyrela para entrada no segmento econômico, são exemplos. Enquanto a Bairro Novo foi extinta após a Gafisa

incorporar a Tenda, a Living foi completamente adquirida pela Cyrela. A intensidade na *joint-venture* é maior do que na parceria, pois envolve um objetivo mais amplo, não limitado a um único empreendimento, e recursos administrativos e operacionais próprios.

As fusões e aquisições foram estratégias perseguidas pelas empresas Agra, Brascan, Company (Brookfield), CCDI, Cyrela, Gafisa, MRV e PDG. A fusão da Company e Brascan teve como objetivo o fortalecimento financeiro de ambas as empresas, bem como a intensificação da presença da última no mercado de São Paulo. A MRV objetivou a expansão geográfica para as regiões GO, DF e RJ a partir da aquisição das empresas Prime e Blás Engenharia. Tanto a Agra, CCDI, Cyrela e Gafisa incorporaram empresas para expansão para o segmento econômico e popular. A primeira através da Asa Incorporadora, a segunda adquiriu a empresa Living, antes uma *joint-venture*, a terceira a HM Engenharia, e a última incorporou a Tenda. Já a empresa PDG tem como modelo de negócio justamente a aquisição de empresas para incorporação de empreendimentos. A empresa realizou importantes aquisições para constituição do seu portfólio de negócios, através da aquisição total ou parcial das empresas Goldfarb, Lindencorp, Cipasa, CHL e outras. Apesar da empresa fazer uso de alianças contratuais e *joint-ventures* através de suas parceiras, principalmente com o objetivo de expandir-se geograficamente, o modelo de aquisição é predominante em sua estratégia de negócio.

4.3 Análise do desempenho médio das empresas por estratégia de crescimento

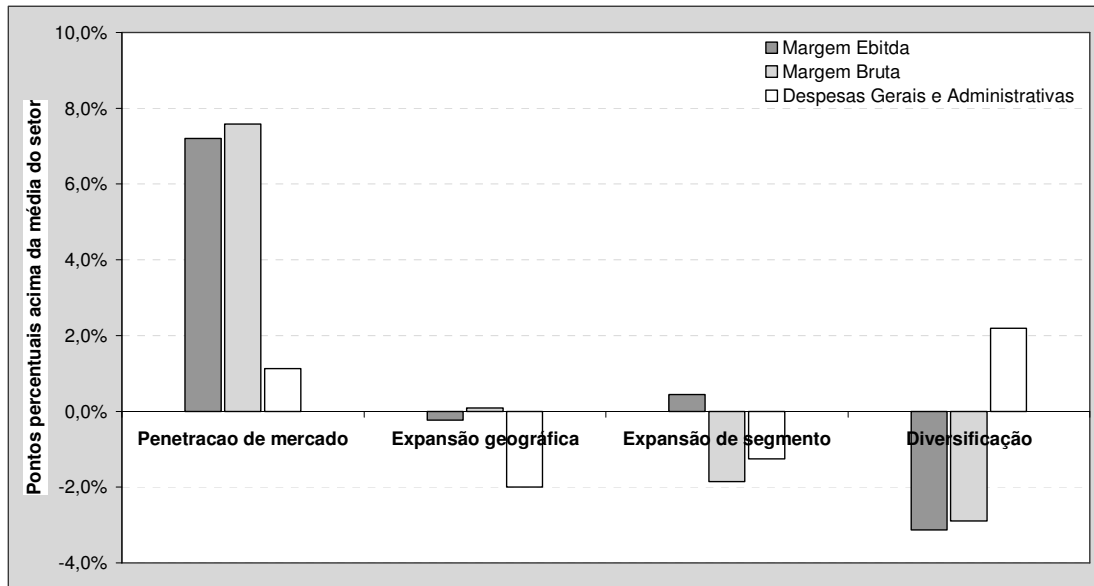
A presente análise tem como objetivo determinar a média de desempenho das empresas por estratégia de crescimento, predominante, utilizada no período. O objetivo visa a identificação de diferenças no padrão de desempenho das empresas que perseguiram estratégias de crescimento diferentes. Os indicadores de desempenho a serem considerados foram definidos e justificados no item 2.0, sendo: despesas gerais e administrativas, margem bruta, margem *ebitda*.

O gráfico 06 apresenta os valores de desempenho médio das empresas por estratégia de crescimento, em relação à média do setor. Verifica-se que as empresas que perseguiram a estratégia de penetração de mercado apresentaram valores médios superior às demais empresas, com exceção para o indicador de despesas gerais e administrativas. Em contrapartida, as empresas que perseguiram a estratégia de expansão geográfica apresentaram eficiência administrativa superior (-2% no indicador despesas gerais e administrativas) em relação às demais empresas.

As companhias que expandiram para outros segmentos apresentaram margem bruta inferior (-1,9%) em relação à média do setor, o que sugere dificuldades e ineficiências no processo de desenvolvimento de empreendimentos para os novos segmentos. Não diferenças significativas na margem *ebitda*, e as despesas gerais e administrativas seguem inferior à média do setor, equivalente ao ganho proporcionado pela estratégia de expansão geográfica.

Em contrapartida, as empresas que perseguiram a estratégia de diversificação (expansão simultânea para novos segmentos e regiões geográficas) apresentaram média de desempenho inferior às demais companhias em todos os indicadores. A margem bruta e *ebitda* das empresas apresentaram média de três pontos percentuais negativos em relação ao setor, e as despesas gerais e administrativas 2% superior.

Gráficos 06 – Desempenho médio das empresas por estratégia de crescimento, em relação à média do setor



Fonte: Elaboração própria

Se o comportamento dos indicadores for utilizado como parâmetro para mensuração de risco, pode-se dizer que a estratégia de penetração de mercado é a de menor risco, seguida das estratégias de expansão e, por último, a diversificação. A evidência numérica vai de encontro a Hewlett & Kaufmann (2008), conforme abordado no item 3.2. É importante frisar, no entanto, que não há qualquer significância estatística na análise.

A tabela 06 apresenta os valores médio, mínimo e máximo dos indicadores de desempenho para cada estratégia de crescimento, de modo que se possa analisar a dispersão dos valores. Nota-se que a estratégia de diversificação apresenta maior dispersão dos indicadores, com a presença de empresas com desempenho, inclusive, superior à média do setor. Neste sentido, o item 4.4 tem como objetivo explorar as relações do desempenho econômico para com os modelos de negócios utilizados pelas empresas nas suas estratégias de crescimento.

Tabela 06 – Indicadores de desempenho por estratégia de crescimento

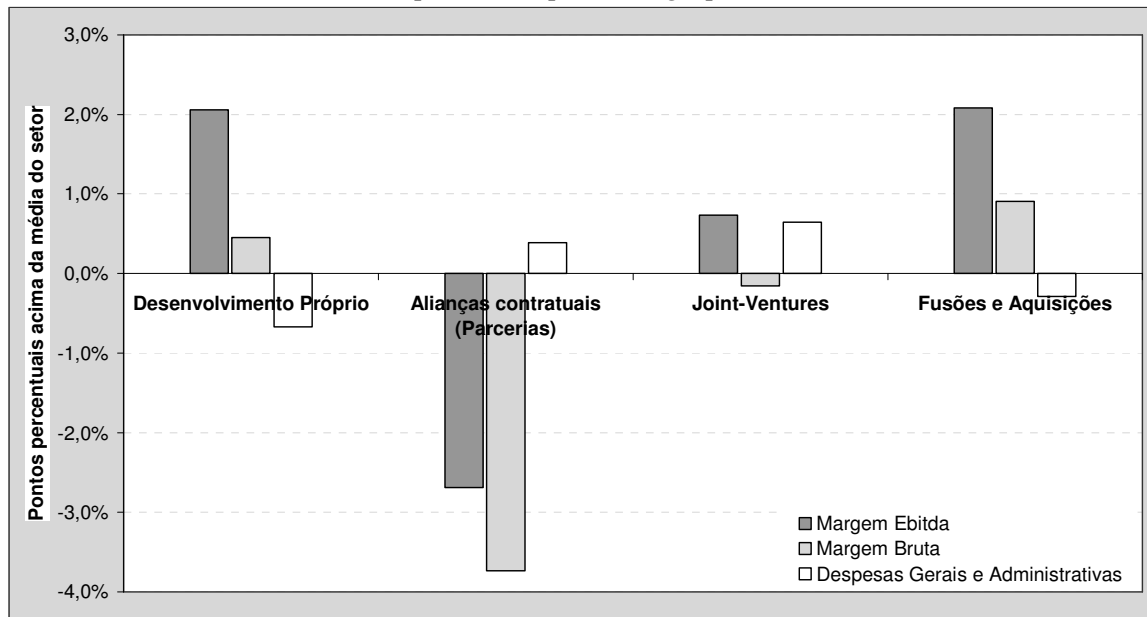
Estratégia de Crescimento	Margem Ebitda			Margem Bruta			Despesas Gerais e ADM		
	Min	Max	Média	Min	Max	Média	Min	Max	Média
Penetração de mercado	5%	31%	21%	33%	46%	41%	9%	14%	11%
Expansão geográfica	-9%	21%	14%	30%	36%	34%	6%	9%	8%
Expansão de segmento	13%	16%	14%	31%	32%	32%	8%	9%	8%
Diversificação	-7%	25%	11%	22%	39%	31%	8%	16%	12%

4.4 Análise do desempenho médio das empresas por modelo de negócio predominante na estratégia de crescimento

A presente análise tem como objetivo identificar o desempenho médio das empresas segundo os modelos de negócios utilizados na estratégia de crescimento das empresas. O enquadramento das empresas nos modelos de desenvolvimento próprio, alianças contratuais, *joint-ventures* e fusões e aquisições foi qualitativo, tendo como fonte os documentos disponíveis em fatos relevantes, comunicação ao mercado e *releases* operacionais disponíveis nas páginas de relacionamento com investidores (RI) das empresas. Quando necessário, as informações foram obtidas por meio de

entrevista via correio eletrônico com a diretoria de RI. O gráfico 07 apresenta os resultados de desempenho médio dos grupos, com relação à média do setor.

Tabela 07 – Indicadores operacionais por estratégia predominante de crescimento



Verifica-se que as empresas que fizeram uso dos modelos de desenvolvimento próprio e fusões e aquisições foram as que obtiveram desempenho superior em relação à média do setor, em todos os indicadores analisados. Na posição intermediária estão as *joint-ventures* e, por último, as alianças contratuais (parcerias locais), cujo desempenho no ambiente do empreendimento e na empresa esteve, em média, 3,5% e 2,5% inferior à média do setor, respectivamente.

Convém retornar a teoria de competências e alianças estratégicas abordada na fundamentação teórica do presente trabalho. A hipótese de que “*as estratégias de crescimento e diversificação do portfólio de negócios, para se traduzirem em desempenho favorável da companhia, devem ser acompanhadas do ganho das competências para atuação nos novos mercados*” e a colocação de Lorange & Roos (1993) *apud* Moran (2008), quanto ao grau de interdependência e integração vertical das alianças estratégicas, crescente a partir da cooperação informal, cooperação formal, *joint-venture*, propriedade conjunta e fusões e aquisições, aliado aos números apresentados neste item, evidenciam, sem significância estatística, de que o desempenho médio das empresas foi maior para as companhias que perseguiram os modelos de negócios de maior integração e grau de interdependência. Ou seja, os modelos de maior complexidade e de maior capacidade de alteração do risco sistêmico percebido pelo mercado, que a princípio são os de maior risco, foram justamente os que retornaram melhor desempenho para as empresas. No outro extremo, as empresas que perseguiram os modelos de alianças contratuais (parcerias locais), em tese de menor risco, foram as mais penalizadas. Neste caso, presume-se perda de eficiência a partir da complexidade e incapacidade de administrar as parcerias e empreendimentos à distância, além da incapacidade de decidir adequadamente sobre a qualidade do investimento nos empreendimentos.

5. RESULTADOS E CONCLUSÕES

As empresas foram identificadas e classificadas segundo sua diversificação do portfólio de negócios, sendo: especialização, competência de mercado, competência de produto, diversificação. Em seguida, as companhias foram classificadas segundo sua estratégia de crescimento e modelos de negócios utilizados: Penetração de mercado, expansão de geografias,

expansão de segmentos e diversificação; desenvolvimento próprio, alianças contratuais, *joint-ventures* e fusões e aquisições.

As empresas do setor intensificaram o processo de crescimento e diversificação no biênio 2007/08. O processo teve como objetivo explícito a diluição de riscos e a busca por oportunidades de mercados propícios ao desenvolvimento imobiliário. Conclui-se preliminarmente, no entanto, que a própria estratégia almejada de diluição de riscos pode possuir seus riscos inerentes e elevados, função da estratégia e dos modelos de crescimento perseguidos pelas empresas.

Os resultados preliminares sugerem que as empresas que perseguiram as estratégias de penetração de mercado obtiveram média de desempenho superior em relação às companhias que diversificaram-se. As estratégias de expansão geográfica ou de segmento obtiveram resultados intermediários, com destaque para as despesas gerais e administrativas, que esteve inferior em relação à média do setor.

Quanto aos modelos de negócios utilizados pelas empresas como meio de crescimento e diversificação, os resultados sugerem melhor desempenho para os casos extremos de (i) desenvolvimento de tecnologia própria e (ii) fusões e aquisições. A aliança contratual (parceria local) foi o modelo de maior utilização pelas empresas, porém o de pior desempenho em relação aos demais. Os indicadores de margem bruta, margem *ebitda* e despesas gerais e administrativas foram, respectivamente, 2,5%, 3,5% e 0,5% pior em relação à média do setor. Presume-se, num sentido amplo, que as parcerias locais não agregaram o ganho de competência necessário para as empresas empreenderem em novos segmentos e mercados, que podem ser traduzidos, num sentido prático, nas dificuldades e ineficiências no relacionamento com os parceiros e na incapacidade da empresa em tomar decisões sobre o investimento e formatação dos empreendimentos a distância (informações de mercado inadequadas).

As parcerias locais, dada a sua flexibilidade e baixo potencial de alteração, sob a ótica do mercado, na percepção do risco sistêmico da companhia, foram vistas como estratégias de baixo risco e muito utilizadas pelas empresas como meio de expansão e diversificação dos negócios. No entanto, os números sugerem que há elevados riscos embutidos no modelo. Se utilizados de maneira significativa no portfólio das empresas, pode resultar em desempenho global inferior ao perseguido.

A presente pesquisa, apesar de preliminar e com resultados sem significância estatística, possui sua utilidade para as empresas do setor no atual momento (quarto trimestre de 2009), cujas empresas retornam ao processo de captação de recursos via emissão primária de ações para novo processo de expansão e continuidade dos negócios. Desta maneira, os resultados aqui apresentados podem ser utilizados para subsidiar o processo decisório sobre as futuras estratégias de crescimento das empresas do setor.

Como pesquisas futuras, sugere-se (i) analisar se de fato a diluição dos riscos proporcionados pela operação de portfólios diversificados são capazes de superar os riscos inerentes ao próprio do processo de diversificação, (ii) analisar as alianças estratégicas utilizadas pelas empresas no processo de diversificação e crescimento (o presente trabalho analisou as empresas) e (iii) selecionar empresas representantes de cada estratégia de crescimento e diversificação para desenvolvimento de estudos de casos.

6. REFERÊNCIAS

- ANSOFF, IGOR H. **A Nova Estratégia Empresarial**. São Paulo: Editora atlas, 1990.
- DRANOVE, D.; MARCIANO, S. **Estratégia – Conceitos, ferramentas e modelos para profissionais**. Kellog: Editora atlas, 2007
- CHANDLER, A. *Strategy and Structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*. MIT Press. Cambridge. 1962
- DAS, S; SEN, P.K; SENGUPTA, S. *Impact of strategic alliances on firm valuation*. Academy of Management Journal, V.41, n.1, p.27-41, 1998
- HAMEL, G. *Competition for competence and inter-partner learning with international strategic alliances*. *Strategic Management Journal*. V. 12, p. 83-103, 1991.
- HEWLETT, C; KAUFMANN, G. *Strategy for Real Estate Companies*. Urban Land Institute, Washington, 2008.
- KAYO, E. *et. al*. **Aquisições, Joint Ventures ou outro tipo de aliança? Uma análise dos determinantes da estratégia de expansão de empresas brasileiras**. IV Encontro de estudos em estratégia. Recife, 2009.
- KOGUT, B; *Join Ventures: theoretical and empirical perspectives*. *Strategic Management Journal*, V.9, p.319-332, 1998
- LEONTIADES, M. **Strategies for Diversification and Change**. Little Brow and Company, Boston. 1980.
- LORANGE, P.; ROOS, J. *Strategic alliances: formation, implementation and evolution*. Malden: Blackwell, 1993.
- MARCONI, M; LAKATOS, E. **Fundamentos de metodologia científica**. Editora Atlas. São Paulo, 2009.
- MORAN, M. **Concentração de poder em cadeias produtivas: um estudo de caso sobre a indústria do vidro float no Brasil**. OTB. São Paulo, 2008.
- PRAHALAD, C.K.; HAMEL G. *The Core Competence of the Corporation*. Harvard Business Review, vol. 68, no. 3, pp. 79-91, 1990.
- PORTER, M. E. **Competição – Estratégias competitivas essenciais**. Rio de Janeiro: Editora Campus, Ed. 8, 1999
- RUMELT, R. *Strategy, structure and economic performance*. Harvard University Press, Cambridge, 1974.
- WRIGLEY, L. *Divisional autonomy and diversification*. *Doctoral dissertation, Harvard Business School*. Cambridge, MA, 1970.