

# A ABERTURA DE CAPITAL COMO CAMINHO PARA CONSTRUIR A VISÃO DE FUTURO: O CASO ODONTOPREV

Joaquim Rubens Fontes Filho



# APRESENTAÇÃO

Para as empresas crescerem e serem competitivas, há um fator crítico de sucesso: disponibilidade de capital. Particularmente no Brasil, as novas companhias vivenciam uma expressiva restrição ao seu desenvolvimento, seja pela pouca disponibilidade de investidores de capital (*equity*), seja pela carência de fontes de financiamento de longo prazo baseadas em dívida (*debt*).

Nesse contexto, a década de 2000 foi especialmente favorável às organizações que buscavam recursos de investidores. Houve um grande número de aberturas de capital em bolsa, impulsionado pela estabilidade econômica e política do país, pela liquidez internacional e qualidade das novas regras de governança exemplificadas no Novo Mercado da BOVESPA (agora B3).

Entretanto, com frequência os empreendedores ou fundadores têm dificuldades em trazer novos sócios e seus recursos para o negócio, ou mesmo em abrir o capital em bolsa, fazendo a sua Oferta Pública Inicial de ações (*Initial Public Offering* – IPO, em inglês), por receio de perder o controle do negócio e ver sua “criação” orientada por outras estratégias.

O caso OdontoPrev, descrito a seguir, possibilita identificar quais características permitiram à empresa superar seus desafios de crescimento e manter a orientação do negócio, tendo como base o IPO realizado.

## Desafio principal

Considerando essa breve introdução e os elementos que serão apresentados a seguir, o desafio principal proposto é:

- **Como uma empresa, em seu processo de crescimento e abertura de capital a novos sócios, mantém seus valores, visão e integridade, entendida como a “coerência entre o pensar, o falar e o agir, com reflexos na cultura e na reputação da organização” (Brandão, Perazzo e Raso, 2017)?**

## Desafios complementares

Adicionalmente, são propostos também os seguintes desafios complementares baseados no caso:

- **Como a OdontoPrev, uma operadora exclusiva de benefícios odontológicos, pôde fortalecer as barreiras de entrada, conforme a abordagem proposta por Michel Porter (2004)?**
- **Entre sua fundação e a assunção do controle pelo Bradesco, a empresa passou por cinco estruturas de propriedade distintas: controle dos fundadores, controle por fundo de *private equity*, controle pulverizado, controle compartilhado e controle definido. Quais as vantagens e desvantagens de cada uma dessas estruturas para o sucesso do negócio?**
- **Em sua trajetória, a companhia com frequência baseou sua expansão no crescimento por aquisições, e não apenas no crescimento orgânico. Quais características do negócio e do mercado justificaram essa escolha?**
- **Os fundos investidores da empresa tiveram um papel fundamental no desenvolvimento do processo de negociação com o Bradesco. De que forma a identidade ou natureza dos acionistas pode influenciar a escolha e o desenvolvimento das estratégias corporativas?**

# O CASO ODONTOPREV

O surgimento dos novos negócios está fundamentalmente ligado ao ideal, esforço e competência de empreendedores individuais ou coletivos. São eles ou elas quem criam a essência e os valores do negócio, com frequência modelados pela prática e implementação das estratégias e como melhor resposta às demandas do mercado escolhido. Entretanto, com a consolidação, torna-se premente a necessidade de expansão para melhorar a eficiência e a competitividade.

A entrada de novos sócios e investidores para dividir o processo de decisão, antes hegemônico, é por vezes um momento conflituoso para empreendedores que observam o negócio que criaram ganhando vida própria e independência. O dilema está em expandir e trazer novos sócios, arriscando-se a mudar o DNA da empresa, sua visão e valores instilados pelos fundadores ou manter-se pequena e sob controle, mas frágil ante potenciais novos entrantes e sem capacidade de responder às demandas crescentes do mercado.

O caso OdontoPrev traz a trajetória de uma empresa construída em torno de uma visão de entrega de saúde dental, materializada em planos de assistência odontológica. O negócio ampliou o acesso da população ao tratamento odontológico, criou eficiência e oportunidade aos dentistas e gerou resultados que contribuiriam para o crescimento da empresa. Essa trajetória está descrita em sua Missão: "Tornar-se um grande fator de aproximação da sociedade à Odontologia, agregando valor a essa relação através da excelência de serviços prestados a ambas."

## O IPO: uma longa trajetória

Em 1º de dezembro de 2006, a OdontoPrev realizou sua Oferta Pública inicial (IPO), tornando-se uma empresa de controle pulverizado. Após um ano de listagem, 84% de suas ações estavam em circulação no mercado (*free float*), caracterizando-a como uma *true corporation*.

Fundada em 1987 por um grupo de profissionais de Odontologia, a OdontoPrev gravou em seu DNA, desde o início, a importância de ampliar o acesso ao cuidado odontológico e à melhoria da condição de trabalho dos dentistas. Mas construir uma empresa e ampliar sua abrangência de atuação seria apenas um sonho, se não houvesse ações objetivas e bem planejadas para alcançar sua visão. Como ocorre em toda empresa, crescer dependia de recursos não disponíveis aos sócios e de difícil obtenção apenas pelas receitas do negócio.

Tipicamente, uma empresa possui três fontes de recursos para crescimento: retenção de lucros, financiamentos de longo prazo e ampliação do capital pela entrada de novos sócios. Dadas às limitações das duas primeiras – pelo longo prazo exigido na retenção de lucros e poucas fontes de recursos de longo prazo –, a captação de recursos de terceiros mostra-se, com frequência, a mais adequada. Entretanto, para os empreendedores, a entrada de novos sócios muitas vezes é vista como uma interferência ou compartilhamento indesejado na visão de futuro e valores.

O caso OdontoPrev mostra que essa é uma visão equivocada. O IPO é um dos instrumentos mais adequados para apoiar o crescimento, trazendo como benefícios adicionais uma maior preocupação com a transparência das informações da companhia, atenção às boas práticas de governança corporativa, profissionalização da gestão e orientação para resultados. É exatamente a confiança com a trajetória construída pela empresa e seu potencial de desenvolvimento que atrai novos investidores.

## Explorando uma oportunidade do mercado

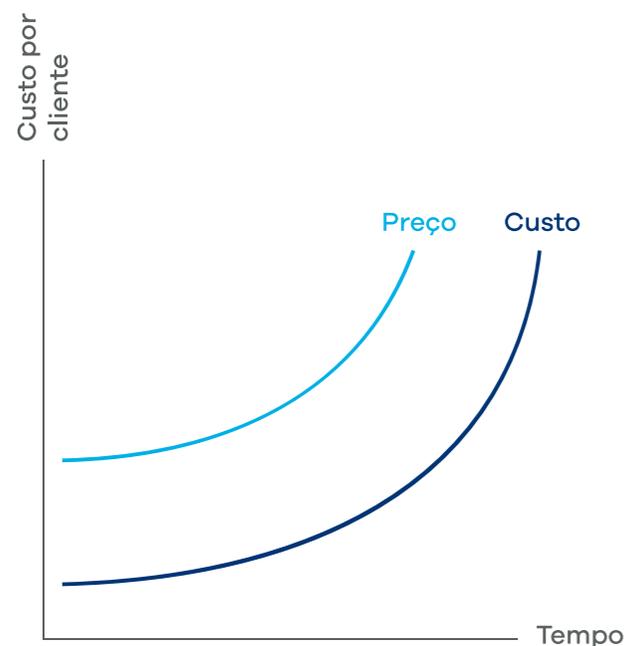
No ano de 1987, em meio a profundas transformações políticas no país e a fortes pressões inflacionárias, com taxas superiores a 360% no ano, um grupo de jovens profissionais da Odontologia identificou a carência no acesso da população aos serviços odontológicos. Uma contradição em um país que possuía, na época, o maior número de dentistas no mundo. Criar uma empresa que alinhasse a demanda à oferta, melhorando as condições para ambas as partes – população e dentistas – parecia uma solução óbvia, mas longe do trivial.

Naquele momento, o mercado já tinha ofertas de planos odontológicos, principalmente oferecidos como complemento por planos de saúde em operação. A inovação trazida pela OdontoPrev foi, justamente, a oferta de um plano exclusivamente odontológico, modelado e administrado por profissionais da Odontologia, com uso cada vez mais intenso da tecnologia.

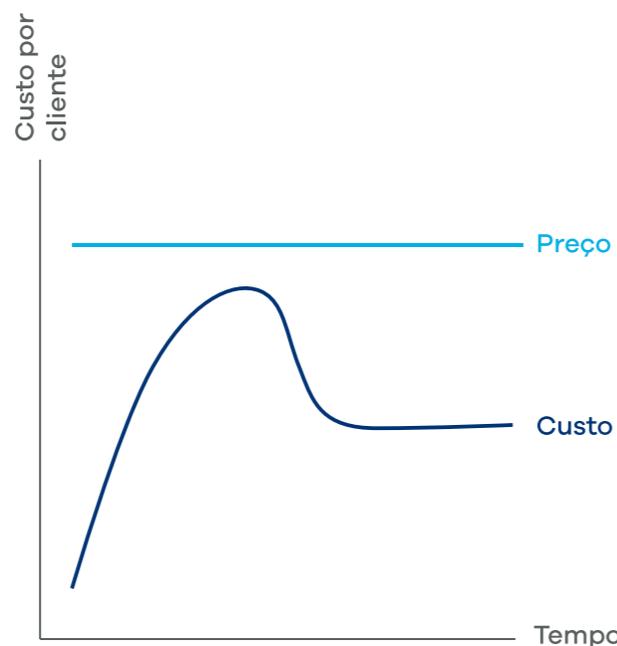
Essa separação foi fundamental para a inovação e a sustentabilidade do modelo de negócio. Com o conhecimento específico em Odontologia detido pelos sócios, foi possível identificar que os modelos de planos odontológicos e de planos de saúde eram bastante distintos. Enquanto na saúde a idade do usuário e o nível de tecnologia utilizados no atendimento representam custos crescentes ao longo do tempo, reduzindo margens de receita, nos planos odontológicos essas variáveis têm pouco efeito pela maior previsibilidade dos planos de tratamento.

Em geral, a incorporação de pessoas ao plano odontológico representa um custo elevado no início, em consequência da demanda reprimida e da falta de atendimentos anteriores. Porém uma vez tratados, a demanda tem seu perfil alterado, passando a oferecer menores risco e complexidade. Os custos mais previsíveis no modelo de negócios OdontoPrev permitem contratos de longo prazo. Os documentos da empresa apresentam essa relação referente à dinâmica de custos:

**Figura 1:** Planos Médicos



**Figura 2:** Planos OdontoPrev



Fonte: OdontoPrev

O conhecimento do desempenho distinto dos planos odontológicos e de saúde ao longo do tempo permitiu à empresa oferecer soluções específicas, inclusive financeiras, aos potenciais clientes. Na prática, representou a adoção de uma abordagem diferenciada de incentivo ao uso dos serviços por parte dos beneficiários.

Para além da lógica financeira necessária à modelagem dos planos, essa abordagem contribuiu também para moldar os valores e princípios, ainda hoje presentes nos documentos estratégicos da OdontoPrev. A empresa busca pautar seus relacionamentos no respeito, transparência, integridade e confiança.

Otimizar os resultados empresariais estava, necessariamente, vinculado à maximização da qualidade do atendimento, trazendo segurança aos usuários e dentistas.

## O desafio do crescimento: fundadores e investidores

Trinta anos após a fundação da empresa, o Brasil conta com 291 mil dentistas, mantendo-se no topo do ranking de países com o maior número de dentistas do mundo. Ao mesmo tempo, apenas 11% da população possui benefício odontológico. Em 1987, quando a situação era ainda mais grave, era fundamental aproximar a Odontologia da sociedade.

Entretanto, a construção de uma visão de futuro voltada a esse objetivo, pilar da motivação dos sócios para a fundação da OdontoPrev, exigia ampliar a oferta de soluções que permitissem atender a um público maior. E, para isso, era necessário dinheiro.

Após dez anos de sua fundação, a empresa contava com uma equipe de 82 funcionários e uma carteira de 90 mil usuários que representavam, apenas, cerca de 3% do mercado. Mas já estavam longe os processos “artesaniais” de gestão, típicos de uma empresa iniciante.

Ao longo dos anos de 1990, a companhia organizou e profissionalizou sua rede de atendimento, expandindo a base constituída inicialmente apenas por relacionamentos e avaliação de competências pessoais, e sofisticou seus sistemas de tecnologia da informação e bases de dados. A atenção à avaliação de qualidade percebida pelos clientes se tornou uma variável fundamental à gestão do negócio e, também, base das políticas de relacionamento com os dentistas.

Um importante diferencial do negócio foi o desenvolvimento das tecnologias de gestão de imagens, que permitiu às áreas de acompanhamento avaliarem o trabalho realizado pelos dentistas, tanto aprovando os tratamentos propostos como apontando eventuais necessidades de outros cuidados.

Este é um aspecto que deve ser destacado: a empresa também indicava novos tratamentos necessários para a saúde odontológica dos pacientes, mesmo que, em um primeiro momento,

eles representassem maiores custos. Essa postura, explicada por certo pelas curvas de receita e despesa do negócio (Figuras 1 e 2), contribuiu também para fortalecer uma cultura de transparência e integridade no relacionamento com os parceiros, clientes e dentistas.

Um dos momentos mais significativos na governança da companhia ocorreu em 1998. Nesse ano, o debate em torno de uma nova legislação federal (consolidada posteriormente na Lei nº 9.656) indicava a mudança do marco regulatório e das condições de operação no setor.

Sinalizavam-se exigências quanto ao capital e ao patrimônio líquido mínimos das operadoras, movimentos que foram interpretados como potenciais indutores de um processo de consolidação do setor. O mercado de planos odontológicos encontrava-se, então, fortemente pulverizado em pequenas operadoras regionais, totalizando mais de 700 empresas, com atuação local.

O cenário mostrava-se claramente orientado à consolidação do setor em torno de empresas com maior porte e ganhos de escala. Apesar de seu forte crescimento nos anos anteriores, sua pequena parcela e o faturamento oriundo de um mercado fragmentado, somados a uma estrutura societária com limites à expansão, tornavam a companhia uma candidata à aquisição por outra empresa ou investidor, o que levaria à diluição do modelo de negócio e visão de futuro dos fundadores.

Em consequência, seus sócios deveriam decidir, naquele momento, entre as alternativas de adquirir outras operadoras e ser um consolidador ou ser adquirida por um *player* de maior porte. Não parecia, naquele momento, haver outra alternativa. Mas adquirir outras empresas exigia recursos financeiros de que a companhia não dispunha.

Para assegurarem a continuidade do modelo, os sócios tomaram uma decisão difícil: transferir o controle da propriedade a investidores de *private equity* (PE). Embora a participação de fundos PE nas empresas seja um evento frequente e a *expertise* que trazem para a governança seja desejável, é certamente uma mudança radical para os sócios-proprietários. De decisores únicos de uma empresa de capital fechado, agora teriam que aprender a compartilhar, ou mesmo acatar, decisões e escolhas de um novo controlador.

Como sempre ocorre nesses casos, após o investimento de PE, a governança da OdontoPrev passou por significativas mudanças. Um Conselho de Administração foi constituído, com participação predominante de membros indicados pelo novo controlador, e foi fortalecida a separação entre a propriedade e a gestão.

De forma geral, os fundos PE têm um ciclo de investimento de cinco a dez anos, o que reduz suas preocupações com o longo prazo. Por sua natureza, predominam as considerações quanto aos aspectos financeiros do negócio. Na reorganização da governança, os sócios originais, ainda com participação minoritária na propriedade, mantiveram suas funções e competências na condução da gestão do negócio. Isso permitiu a continuidade do modelo, agora revigorado pelos recursos e orientação estratégica para a consolidação do setor.

A configuração da empresa após a entrada do fundo PE, com representantes dos investidores na constituição do Conselho e os sócios fundadores na gestão, permitiu separar claramente os dois grupos de interesse, embora ambos alinhados em torno do sucesso econômico da empresa. Para o fundo, a definição das estratégias e objetivos naturalmente tinha como marco norteador seu ciclo de participação no negócio, enquanto que, para os gestores, o horizonte de planejamento podia ser bem mais longo. Certamente, essa configuração trazia dilemas e conflitos que precisavam constantemente ser negociados.

## Crescendo até o IPO: o surgimento da *corporation*

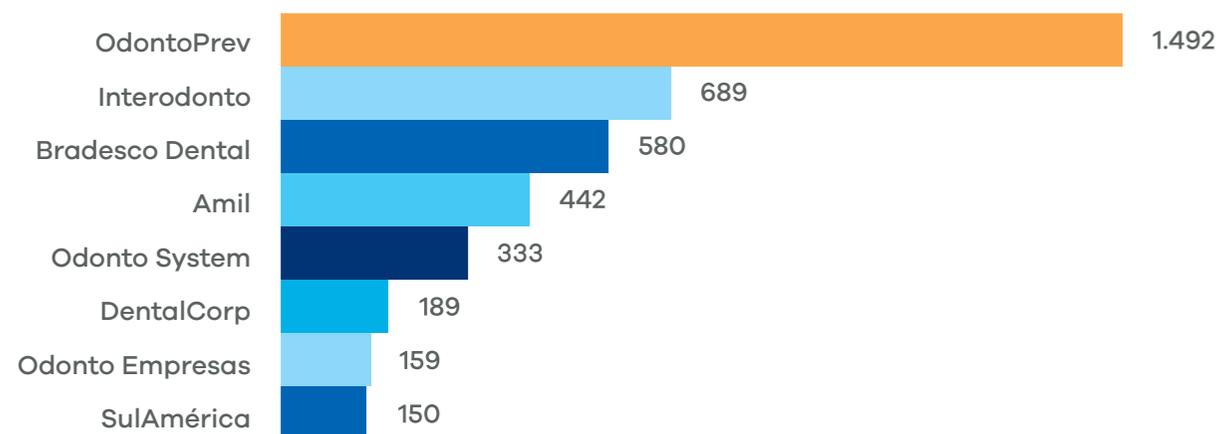
Decorridos oito anos da participação dos investidores na empresa, a OdontoPrev tinha expandido sua carteira de 124 mil para 1,5 milhão de vidas no ano de 2006. Nesse período, realizou duas aquisições significativas, a Unidont e a Clidec. De quinta colocada no setor, saltou para a liderança no mercado de planos odontológicos, com número de beneficiários superior ao dobro do segundo colocado.

Naquele período, teve um crescimento anual em número de vidas, receita e Ebitda de 42%, 40% e 52% ao ano, respectivamente. A parceria com lojas de departamento, como a C&A e a Riachuelo, permitiu desenvolver novos canais de venda e adquirir competências para operações no varejo.

Como mencionado, os fundos PE cumprem um ciclo nos investimentos, e o momento de sua saída precisava ser preparado, tendo como possibilidades a venda da participação ou a abertura do capital (IPO), evento que traria liquidez às ações e melhores ganhos em uma saída futura.

O IPO se mostrou um caminho natural para os sócios-fundadores. A empresa sempre se fundamentou por relações éticas e transparentes com seus *stakeholders* – dentistas, clientes, colaboradores e fornecedores – e não seria diferente agora com os acionistas, em especial os minoritários.

**Gráfico 1:** Número de beneficiários em comparação com os concorrentes (mil), em 2006.



Fonte: OdontoPrev

Algumas características tornavam a OdontoPrev particularmente atraente ao mercado. Era uma companhia sem dívidas, tradicionalmente boa pagadora de dividendos e constituída, desde a origem, por profissionais do setor odontológico, sem a participação de familiares e exclusivamente dedicada à Odontologia.

Mas algumas características da empresa e do negócio traziam dúvidas aos investidores. O que era aquela organização que administrava apenas planos odontológicos (e não de saúde), única no mundo, com proposta de ser listada em bolsa? Quais eram, de fato, suas vantagens

competitivas sustentáveis? O modelo tecnológico, com uma plataforma digital proprietária, representava realmente um diferencial ou seria algo copiável, caso existissem recursos adequados?

A participação dos gestores na continuidade do negócio após o IPO, especialmente de Randal Zanetti, que liderara a gestão durante os quase 20 anos anteriores, transmitiu segurança aos investidores, mostrando que não haveria grandes rupturas na estratégia. Afinal, o pouco conhecimento do mercado sobre o modelo de negócio exigia garantias adicionais de continuidade.

O foco nos investidores brasileiros para a abertura de capital se mostrou uma limitação. Se em 2018 ainda não havia outra empresa de planos odontológicos de capital aberto no mundo, em 2006, menos de três anos após o *boom* dos IPOs no país, o *pitching* do negócio era mais bem compreendido pelos investidores estrangeiros. Para permitir uma maior flexibilidade de decisão aos potenciais investidores, a variação do preço inicial da ação foi de 40% – com ofertas entre R\$ 20,00 e R\$ 28,00 –, mais que o dobro das demais ofertas praticadas no mercado.

Para a OdontoPrev, o IPO não representava apenas uma entrada de capital para novas aquisições e um mecanismo de liquidez para a saída de investidores de *private equity*. Como o crescimento orgânico se mostrava de difícil execução, a abertura de capital seria a melhor forma, e talvez a única, de prosseguir o processo de crescimento necessário para a ampliação da oferta odontológica definida na visão inicial da empresa.

Com essas e muitas outras credenciais, a OdontoPrev concluiu o IPO em 1º de dezembro de 2006, listando suas ações no Novo Mercado. No processo, foram vendidas 18,6 milhões de ações pelo teto do intervalo de preço, com uma captação de R\$ 171,4 milhões líquidos decorrentes da oferta primária, totalizando R\$ 522 milhões com a oferta secundária.

Apesar do sucesso na colocação das ações, o IPO trouxe um efeito negativo de grande impacto para a empresa: mostrou a viabilidade do modelo dos planos odontológicos, sinalizando ao mercado o interesse de investidores. Outras empresas do mesmo setor abriram o capital na sequência, como Amil, Medial e Tempo. Mas certamente o mais complicado foi ter chamado a atenção do Bradesco, uma potência em termos de capitalização de mercado, com recurso, experiência, capilaridade e interesse em expandir a oferta de seus planos de saúde e odontológico.

Com o crescimento orgânico limitado e as margens reduzidas pelas aquisições, a OdontoPrev enfrentou um período de dificuldades, inclusive com relatórios de analistas indicando sérios riscos de sobrevivência do negócio.

Apesar do sucesso nos anos anteriores, a empresa enfrentava desafios significativos: em decorrência do foco nos planos empresariais, havia uma baixa exposição da marca no mercado e no varejo e, conseqüentemente, uma estratégia frágil em canais de distribuição. Esse cenário impedia a expansão a novos mercados, em particular os de pequenas empresas e pessoas físicas. Foi nesse momento que um ativo essencial, oriundo do IPO, se mostrou distintivo para enfrentar os desafios: a inteligência e a parceria com a rede de investidores, incluindo os minoritários.

É importante observar que, com o IPO, a empresa se tornara uma das poucas *corporations* no Brasil, ou seja, uma das poucas empresas listadas com o capital pulverizado. Um ano após o IPO, o *free float* da OdontoPrev alcançava 84%, com 16% detido pelos administradores.

Por ter estratégias de longo prazo, sustentáveis, sem grandes sobressaltos, sem endividamento e fluxo de caixa previsível, ter baixa exigência de capital de giro e CAPEX e ser boa pagadora de dividendos, a empresa atraiu um grupo fiel de investidores. Desses, quatro fundos com profunda experiência no mercado brasileiro se uniram ao acionista fundador, Randal Zanetti, para pensar em soluções.

Assegurados por um contrato de sigilo e o compromisso de não negociação das ações, o grupo, que representava 42% do capital da empresa, trabalhou em uma estratégia que envolvia tratativas com o Bradesco. Assim, decidiu-se que o principal concorrente poderia se transformar em sócio ou, como se configurou a seguir, ser o novo co-controlador.<sup>1</sup>

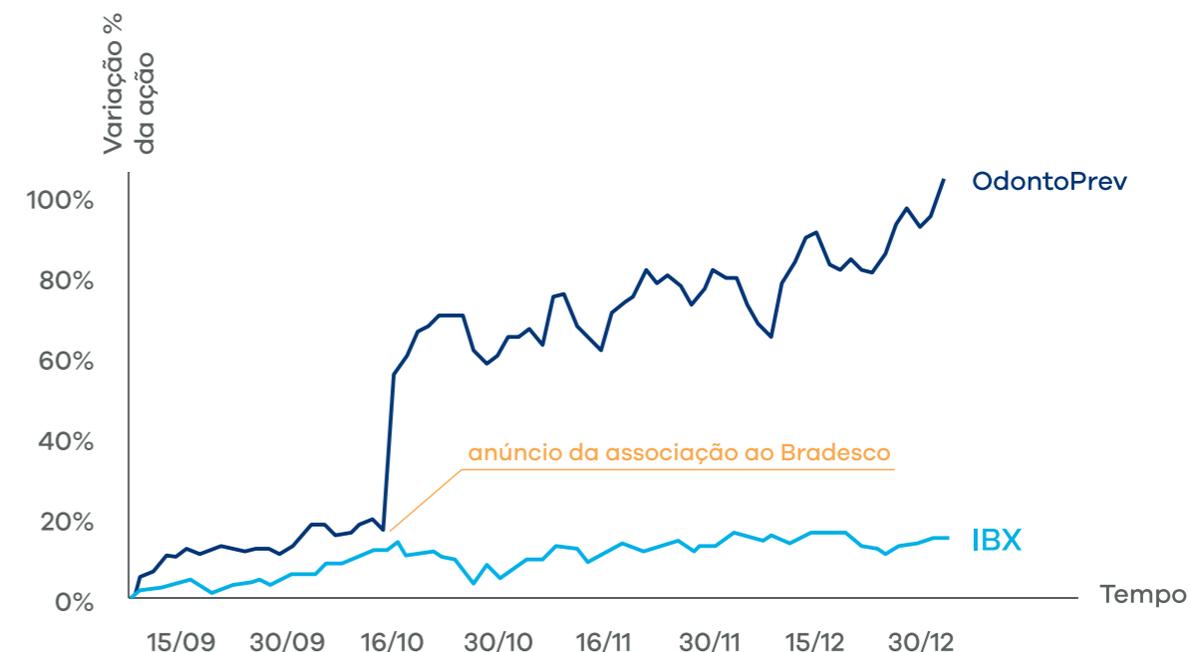
Dessas discussões e negociações emergiu uma nova empresa, na qual a OdontoPrev foi mantida com a operação dental, sua principal competência, e o Bradesco com o papel de comercialização dos planos para seus potenciais clientes, em particular empresas de pequeno porte (PMEs) e planos individuais, segmentos onde era incipiente. O Bradesco ficou com um co-controle de 43% das ações da OdontoPrev, e Randal Zanetti, com 8%. Nascia, assim, uma companhia com controle concentrado.

Com os recursos investidos pelo Bradesco, a operação rendeu uma distribuição adicional de dividendos para o mercado, proporcionada por uma redução de capital aprovada em assembleia. O sucesso dessa operação pôde ser comprovado pelo movimento das ações: nos 12 dias que se seguiram à divulgação do acordo, as ações subiram 36% e sua liquidez triplicou.

<sup>1</sup> Para informações mais detalhadas desse processo, consultar a carta Dynamo 64 - Amálgama, em: <http://www.dynamo.com.br/uploads/4410ad5e7d39f8e93ed1fbcfc0c37187edc0285a.pdf>

O gráfico seguinte evidencia essa situação:

**Gráfico 2:** A Associação ao Bradesco: investidores reagem positivamente ao anúncio em 2009.



Fonte: Carta Dynamo 64 - Amálgama

A operação se mostrou de significativo valor para ambos os parceiros, e isso foi percebido pelo mercado. Para a OdontoPrev, a ampla rede de agências do Bradesco, a exposição de marca e seu conhecimento do varejo brasileiro permitiriam ampliar exponencialmente a oferta dos planos. Para o Bradesco, os conhecimentos específicos da OdontoPrev permitiriam

melhorar as características do produto ofertado, que vinha enfrentando uma sinistralidade (relação entre o custo do serviço prestado e o prêmio total, ou seja, as receitas recebidas pela operadora do plano) próxima a 70%, bastante superior à média de 45% da companhia.

Mais adiante, em 2014, uma consequência dessa nova configuração societária foi o interesse que os processos e modelo de gestão da OdontoPrev despertaram nos administradores do Bradesco. Com presença majoritária no Conselho de Administração da empresa, o Bradesco viu a oportunidade de incorporar esses diferenciais em sua subsidiária dedicada à área de saúde.

Nesse caminho, para impulsionar esse aprendizado e orientar as mudanças, Randal Zanetti foi convidado a assumir a administração da *holding* de seguros do Bradesco. Para evitar um problema de governança, o empresário vendeu ao Bradesco a maior parte de suas ações, ficando com 1% das ações da OdontoPrev. Com esse movimento, o banco tornou-se controlador de fato da empresa.

## Desfrutando os benefícios do IPO

A trajetória da OdontoPrev foi iniciada com o sonho de jovens dentistas que tinham uma visão de futuro bem definida: consolidar um modelo de negócio que permitisse ampliar a promoção da saúde odontológica da população e criar uma estrutura de relacionamento ética e promotora de boas condições de trabalho com os dentistas.

Essa determinação foi repleta de sobressaltos, como ocorre na maioria das empresas. Contudo, são raros, ou mesmo inexistentes no Brasil, exemplos de companhias que fazem essa jornada: partem de uma estrutura limitada a um grupo de sócios-fundadores, na sequência transferem o controle a um investidor, tornam-se uma *corporation* por meio de um IPO e, posteriormente, se reconfiguram com um controle definido.

Além disso, pouco mais de uma década após o IPO, a empresa tem seu *free float* de 48% distribuído por investidores em mais de 30 países; destes, apenas 4,1% no Brasil.

Essa trajetória mostra que a visão inicial se manteve permeada no DNA, na essência da empresa. Ainda hoje, operando como uma controlada pelo Bradesco, a OdontoPrev oferece diretamente seus planos e tem liberdade de realizar parcerias para seu desenvolvimento. Nesse sentido, um destaque foi a criação da BrasilDental, em 2015.

Provocada pelo interesse da BB Seguridade – empresa controlada pelo Banco do Brasil – de comercializar planos odontológicos nos canais do banco, que é concorrente do Bradesco no mercado bancário, a OdontoPrev foi vencedora de um processo competitivo que selou a parceria entre as duas companhias. O fato de ser uma empresa de capital aberto, o que implica forte compromisso com a transparência, prestação de contas e respeito aos acionistas e demais *stakeholders*, é considerado por seus administradores como fator fundamental para sua escolha.

Desse acordo surgiu a BB Dental, que já nasceu grande. Tinha uma carteira de 280 mil funcionários do Banco do Brasil e potencial para a venda dos planos na ampla rede do banco. Com essa nova *joint venture*, a OdontoPrev passou a ter acesso exclusivo, por 20 anos, aos canais de distribuição de seguros de dois bancos brasileiros líderes em tamanho de rede, o Bradesco e o Banco do Brasil.

## A história continua

Na concepção da companhia, o México é, depois do Brasil, a melhor oportunidade comercial para os planos odontológicos na América Latina. Trata-se de um mercado ainda embrionário, com tendência ao crescimento e com todas as carências típicas da região. Esse objetivo se materializou em 2009, com a criação da Odontored na Cidade do México, capital do país.

Nos anos que se seguiram à trajetória narrada, a OdontoPrev continuou a desenvolver suas competências distintas no negócio, adquirindo empresas que trariam sinergias ou investindo em outras que agregavam novas competências. No período de 2007 a 2009, a OdontoPrev

realizou as aquisições de concorrentes como a DentalCorp, Rede Dental, Care Plus, Sepao, Prontodente e OdontoServ, adicionando 509 mil novos beneficiários à carteira de clientes.

Com isso, duas subsidiárias foram criadas. Uma delas é a Dental Partner, que compra materiais odontológicos e os entrega aos dentistas credenciados em troca de pontos acumulados conforme o número de tratamentos de qualidade, semelhante a um programa de fidelidade. A outra subsidiária é a Easy Dental, focada no desenvolvimento de *software* e aplicativos para gestão de consultório dental.

Com vistas a fortalecer cada vez mais a digitalização e a incorporação de tecnologia da informação como vantagens competitivas fundamentais, a empresa investiu no desenvolvimento do aplicativo Rede UNNA<sup>2</sup>, para captura de imagens, e tem uma participação de 17% no capital do Boa Consulta, escolhido pelo Google com um dos aplicativos mais inovadores em 2016.

## Desafios complementares

### Construindo barreiras à entrada de concorrentes no setor

A entrada de investidores de *private equity* no controle da OdontoPrev, em 1998, representou para a empresa um evento de ruptura estratégica. Mas, para o fundo, foi a escolha de uma plataforma para consolidação do setor, adquirindo outras companhias e ampliando o escopo ou tamanho do negócio.

Como afirmam os investidores em seus documentos de divulgação, o investimento do *private equity* na OdontoPrev decorreu de uma análise estratégica do setor e de uma posterior seleção, entre um grupo de seis possíveis alternativas, da organização que receberia recursos para o desenvolvimento de uma plataforma de consolidação do setor. Ou seja, a análise definiu qual companhia receberia o dinheiro do fundo para adquirir outras empresas e incorporá-las na mesma organização e modelo de negócio.

<sup>2</sup> Rede unificada de dentistas OdontoPrev e Bradesco, não exclusiva, criada em 2011.

As características dos planos odontológicos envolvem uma menor exposição a riscos decorrentes do envelhecimento da população de clientes, dado que nem sempre haveria aumentos significativos na ocorrência de doenças ou custos de tratamento. Ao contrário dos planos de saúde, a inovação tecnológica não trazia riscos significativos ao negócio.

Entretanto, como evidencia a curva da figura 2 (página 92), o custo de entrada de novos participantes no plano é um evento crítico, pois implica a incidência de demanda reprimida de procedimentos. Porém, a seguir os custos são significativamente reduzidos e mantidos estáveis pela difusão das medidas de prevenção. Esses custos de entrada representam uma barreira à participação de novas empresas no setor ou expansão das existentes, que deveriam transpor esses custos, tanto financeiros como operacionais.

Tendo em vista esse contexto, como uma operadora exclusiva de planos odontológicos pode fortalecer as barreiras de entrada no setor?

### 1. Modelando a governança corporativa ao tipo de propriedade

Desde que foi fundada, em 1987, como uma pequena empresa regional de plano odontológico e contando basicamente com a participação de colegas de faculdade dos fundadores, a OdontoPrev passou por distintas estruturas de propriedade. As mudanças iniciaram com a entrada no controle do fundo de *private equity*, seguida pela pulverização da propriedade no IPO e pela entrada do Bradesco como principal acionista e, posteriormente, como controlador. Ao longo de sua história, foram várias estruturas que trouxeram distintas influências às estratégias da empresa.

Podemos, então, sintetizar e classificar essa trajetória em quatro modelos: empresa de fundador; empresa controlada por fundo *private equity*, *corporation* e empresa com controle definido.

Pensando nisso, analise quais vantagens e desvantagens decorrem de cada estrutura de propriedade e como esses desenhos podem influenciar a condução dos negócios e da estratégia. Comente como cada estrutura permite sustentar as estratégias de longo prazo, consistentemente.

## 2. Crescimento orgânico x inorgânico

Em 1998, a OdontoPrev enfrentou um dos seus maiores desafios durante a tramitação – e, posteriormente, aprovação e regulamentação – da Lei nº 9.656. As previsões de exigência de capital para os operadores de planos de saúde e similares iniciaria, como tudo indicava, um processo de consolidação no setor.

Como discutido, esse movimento precipitou a entrada do fundo de *private equity* na empresa, o que permitiu à OdontoPrev tornar-se uma consolidadora, adquirindo outras empresas e evitando ser adquirida.

Outra opção seria acelerar o crescimento orgânico, ou seja, investir fortemente em ações e estratégias para a expansão da participação no mercado, ganhando com isso porte e eficiência.

Quais características da empresa e do mercado justificaram a escolha pelo crescimento por aquisição naquele momento?

## 3. Lucros: distribuir ou investir

O negócio da OdontoPrev tem como características a baixa exigência de investimentos em ativos físicos e a previsibilidade no fluxo de receitas, o que a torna uma típica pagadora de dividendos. Essas características atraem um conjunto particular de investidores, em geral com vínculos de longo prazo, mas também investidores orientados para o crescimento da empresa.

Entretanto, em 2008, quando a organização estava com seu crescimento limitado, mas havia um excesso de caixa, houve um conflito de interesses entre os acionistas. Enquanto a administração da companhia pretendia manter esse caixa na empresa, um grupo de acionistas, principalmente fundos de investimentos, argumentava em favor da distribuição de parte do caixa excedente, uma vez que não havia alternativas adequadas para o uso desse

recurso pela empresa. Com o apoio de fundos estrangeiros, a posição da administração foi vencedora na assembleia, por estreita vantagem nos votos. Posteriormente, essa retenção seria explicada pelas negociações estratégicas com o Bradesco, ainda sob sigilo.

Quais problemas relacionados à governança corporativa podem decorrer do excesso de caixa nas empresas? O que justificaria a posição dos fundos brasileiros?

# NOTAS DE ENSINO

O caso apresentado traz uma série de aprendizados, tanto relacionados à governança corporativa e à construção da abertura de capital quanto sobre a condução e a implementação de uma estratégia. Por suas características particulares, que lhe trouxeram uma necessidade de “educar” o mercado para seu modelo de negócio, a OdontoPrev mostrou, acima de tudo, como uma estrutura de propriedade compartilhada com investidores e agentes do mercado pode se configurar uma importante vantagem competitiva.

Ao longo de sua história, a empresa formou sólidas parcerias com seus investidores, que apostaram principalmente no sucesso e na viabilidade da estratégia de longo prazo. Assim, a coesão e o alinhamento da gestão em torno de um modelo de negócio se mostraram fundamentais para a atração dos investidores e conduziu a um alinhamento entre a estratégia emergente e a projetada.

## Questões para análise e discussão

Como discutido anteriormente, o caso permite múltiplas abordagens em torno dos temas principais da governança corporativa e da estratégia. A narrativa construída buscou destacar, principalmente, as possibilidades trazidas pelo IPO no que se refere à participação dos sócios na execução das estratégias, evitando um aprofundamento maior nos aspectos financeiros, geralmente, priorizados nas análises dos IPOs.

Conforme proposto no desafio principal e nos desafios complementares, além de analisar as questões de crescimento e potenciais dos IPOs para sua sustentação, o caso traz detalhado material para análise de tópicos fundamentais de estratégia. Propicia, assim, discutir barreiras de entrada, decisões de crescimento orgânico ou por aquisições e questões relacionadas à governança, como a arquitetura das estruturas de propriedade e processos de decisão dos sócios.

### 1. Estratégia competitiva

Como a OdontoPrev, uma gestora exclusiva de planos odontológicos, pôde fortalecer as barreiras de entrada no setor?

### 2. Governança corporativa

Entre sua fundação e a tomada de controle pelo Bradesco, a empresa passou por estruturas de propriedade distintas: controle dos sócios-fundadores, controle por fundo de *private equity*, controle pulverizado, controle compartilhado e controle concentrado. Quais as vantagens e desvantagens de cada uma dessas estruturas para o sucesso do negócio?

### 3. Estratégia de desenvolvimento de negócios

Em sua trajetória, a OdontoPrev frequentemente baseou sua expansão no crescimento por aquisições, e não no crescimento orgânico. Que características da empresa e do mercado justificaram essa escolha?

### 4. Governança e processo de decisão dos sócios

Na negociação com o Bradesco, os fundos investidores tiveram um papel fundamental no desenvolvimento do processo. De que forma a identidade ou a natureza dos acionistas minoritários e independentes pôde influenciar a escolha e o desenvolvimento das estratégias da empresa?

## Público-alvo

O caso pode ser utilizado tanto em cursos de pós-graduação como de graduação nas áreas de Administração, Contabilidade ou, eventualmente, segundo julgamento do professor, em Direito e Economia. Essa versatilidade decorre das diferentes perspectivas de análise que podem ser adotadas por essas áreas. É recomendável que, em cursos de graduação, o caso seja utilizado nos últimos períodos, sujeito antes a uma apresentação e leitura preliminar dos temas, particularmente relacionados à governança corporativa, em geral menos tratados nesses cursos.

## Sugestão de abordagens de ensino

A utilização do caso permite, ao menos, duas alternativas.

Na primeira, ele pode ser entregue previamente aos alunos para leitura e análise, sendo as questões ou desafios propostos apresentados no momento da indicação de leitura. Assim, os alunos poderão se preparar para discutir as questões propostas, direcionando então sua leitura e análises.

Na segunda alternativa, pode ser apresentado sem menção aos desafios. Nesse caso, o docente poderá explorar esses desafios nos debates, com maior liberdade para aprofundar os aspectos que considere mais relevantes ao aprendizado. Não é necessário, portanto, que todos os desafios aqui propostos sejam tratados, privilegiando aqueles de maior interesse pedagógico.

Em ambos os modelos, é indicado que, antes da discussão em plenária, o caso seja debatido em pequenos grupos para que os alunos avaliem e comparem suas observações. Deve ser destacado que, para a plenária, as opiniões ou avaliações são individuais, não sendo exigido que o grupo preliminar busque alcançar um consenso. A expectativa é, apenas, a interação e troca de avaliações.

A seguir, são apresentadas sugestões de leituras que podem auxiliar na construção do conhecimento em torno das questões propostas no caso. Deve ser considerado que há uma ampla literatura que pode ser útil, embora a disponibilidade de casos e análises em português ainda seja reduzida para discussões sobre IPOs e estruturas de propriedade.

Em cursos de estratégia, as formas de desenvolvimento das empresas é um tópico mais frequentemente tratado, contrapondo lógicas de crescimento orgânico com inorgânico, incluindo fusões e aquisições e alianças estratégicas. Cabe destacar que, mesmo tratando do tema, a literatura em estratégia tende a dar menor atenção aos aspectos da estrutura de propriedade das empresas e às práticas de governança. No presente caso, esse é o aspecto fundamental, que orienta as opções de desenvolvimento da empresa.

Nesse sentido, embora o caso permita discussão apenas em uma disciplina de estratégia ou de governança corporativa, é na conexão dessas duas disciplinas que sua utilidade pode ser mais bem aproveitada.

## Questões e leituras recomendadas

Objetivos educacionais	Questões propostas aos alunos	Leituras recomendadas
1. Estratégia competitiva	Como a OdontoPrev, como uma gestora exclusiva de planos odontológicos, pôde fortalecer as barreiras de entrada no setor?	<p>PORTER, M. E. <b>Estratégia Competitiva:</b> técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 2ª Ed, Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.</p> <p>PORTER, M.E. <b>The Five Competitive Forces That Shape Strategy.</b> Harvard Business Review, v. 86, n. 1, p. 78-93, Jan. 2008.</p> <p>GHEMAWAT, P. <b>A estratégia e o cenário dos negócios:</b> texto e casos. 2ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.</p>
2. Governança corporativa e IPO	Quais características permitiram que a OdontoPrev superasse seus desafios de crescimento e mantivesse a orientação do negócio, tendo como base o IPO realizado?	<p>FONTES FILHO, J. R. Do Monza ao IPO: o caso da Linx. In: MURITIBA, S. N.; MURITIBA, P. M. (Org.). <b>Série Histórias que Inspiram:</b> casos de abertura de capital no Brasil. São Paulo: BM&amp;FBOVESPA, 2017, p. 24-65. Disponível em <a href="http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2017/02/SerieHistoriasqueInspiram-CasosdeAberturaCapitalnoBR.pdf">http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2017/02/SerieHistoriasqueInspiram-CasosdeAberturaCapitalnoBR.pdf</a></p> <p>SILVEIRA, A. M. <b>Governança corporativa no Brasil e no mundo:</b> teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.</p> <p>COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. <b>O mercado de valores mobiliários brasileiro.</b> 3ª Ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <a href="http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf">http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf</a>.</p>

Objetivos educacionais	Questões propostas aos alunos	Leituras recomendadas
3. Estratégia de desenvolvimento de negócios	Em sua trajetória, a OdontoPrev frequentemente baseou sua expansão no crescimento por aquisições, e não no crescimento orgânico. Que características da companhia e do mercado justificaram essa escolha?	<p>JOHNSON, G.; SCHOLTS, K; WHITTINGTON, R. <b>Fundamentos de estratégia.</b> Porto Alegre: Bookman, 2011.</p> <p>THOMPSON JR., A. A.; STRICKLAND III, A. J.; GAMBLE, J. E. <b>Administração estratégica.</b> 15ª Ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.</p>
4. Governança corporativa, estruturas de propriedade e processo de decisão dos sócios	<p>Entre sua fundação e a tomada de controle pelo Bradesco, a empresa passou por estruturas de propriedade distintas: controle dos sócios, controle por fundo de <i>private equity</i>, controle pulverizado, controle compartilhado e controle concentrado. Quais as vantagens e desvantagens de cada uma dessas estruturas para o sucesso do negócio?</p> <p>Na negociação com o Bradesco os fundos investidores tiveram um papel fundamental no desenvolvimento do processo. De que forma a identidade ou natureza dos acionistas pôde influenciar a escolha e o desenvolvimento das estratégias da empresa?</p>	<p>PEDERSEN, T; THOMSEN, S. Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity. <b>Journal of Management &amp; Governance.</b> v.7, n. 1, p. 27-55, Mar. 2003.</p> <p>AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. <b>Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.</b> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011. Disponível em <a href="https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8421">https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8421</a></p> <p>BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. Corporate governance in Brazil. <b>Emerging Markets Review,</b> v. 11, n. 1, p. 21-38, Mar. 2010.</p> <p>BERLE, A. A.; MEANS, G. C. <b>A moderna sociedade anônima e a propriedade privada.</b> 2ª Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1997. Cap. I e II (p. 33-43).</p>

# ANÁLISE

A seguir, são apresentadas sínteses dos movimentos e ações da empresa que podem ser discutidos com os alunos após a análise do caso.

## Estratégia de desenvolvimento

Em geral, duas estratégias se apresentam às empresas para seu desenvolvimento: crescimento interno ou orgânico, e crescimento via fusões e aquisições.

No desenvolvimento das empresas, no entanto, predominam largamente a estratégia de crescimento orgânico, por ser a de mais simples aplicação e controle, não necessitando em geral de apoios externos à própria organização.

A OdontoPrev manteve nos anos iniciais essa estratégia de crescimento, o que permitiu fortalecer uma cultura interna alinhada a um conjunto fundamental de valores e direcionamento estratégico. Entretanto, estratégias orgânicas trazem também limitações que, por vezes, podem deixar a empresa exposta à agressividade e ao poder dos concorrentes. Em geral, estratégias orgânicas limitam a rapidez do crescimento, sobrecarregam o caixa pelas demandas inerentes ao crescimento, dificultam a formação de barreiras de entrada e inibem o aprendizado de novas iniciativas do mercado.

Desde sua fundação, em 1987, até 1998, a empresa seguiu uma estratégia de crescimento orgânico pura, utilizando apenas os recursos gerados no negócio. Naquele ano, as mudanças do marco legal trouxeram forte ameaça à continuidade dessa estratégia, colocando o risco de a companhia não ter recursos e porte suficiente para atender às novas exigências. Naquele momento, ocorre a entrada do fundo de *private equity* no controle da OdontoPrev, trazendo uma injeção de capital que permitiria à organização iniciar uma nova fase de crescimento, baseada agora na aquisição de outras empresas.

Como analisado no caso, nesse momento o mercado de planos odontológicos se mostrava fortemente pulverizado – eram cerca de 700 pequenas operadoras regionais, com atuação local –, o que impedia escala e eficiência.

Se do lado do mercado essa fragmentação mostrava a oportunidade de estratégias baseadas em aquisições, internamente, esse caminho se mostrou possível com a entrada de recursos do fundo PE e, principalmente, mais adiante, com a abertura de capital.

A decisão por estratégia baseada em aquisições permitiu à companhia acelerar seu crescimento e participação no segmento, fortalecendo sua posição de mercado. Internamente, essa estratégia exigiu fortalecer o aprendizado do processo para superar os problemas de integração física, cultural, de modelo de negócio, de colaboradores, etc.

Por fim, deve ser destacado que, posteriormente, estratégias baseadas em alianças se mostraram importantes para a empresa. Exemplos dessa estratégia são a formação da *joint venture* com o Banco do Brasil para a estruturação da Brasil Dental e a fundação da Odontored, no México, com parceiros locais que traziam conhecimento do mercado naquele país.

## Estratégia competitiva

Em planos odontológicos, à semelhança do que ocorre em planos de saúde, indivíduos e empresas incorrem em custos para migrarem entre planos de operadoras diferentes.

Utilizando como referência o modelo proposto por Michael Porter, a atratividade de um setor é caracterizada por cinco forças que modelam a capacidade das empresas de gerarem receitas. São elas: a rivalidade entre concorrentes, o poder de barganha de clientes, o poder de barganha de fornecedores, a ameaça de produtos substitutos e a ameaça de novos entrantes.

Nessa última situação, barreiras de entrada podem ser estruturais do setor ou criadas pelas empresas instaladas, com a finalidade de evitar que novos participantes venham a concorrer no mercado, reduzindo suas margens de ganho. São exemplos de barreiras de entrada a exigência de capital para operar no setor, economia de escala, acesso a canais de distribuição, restrições ou exigências legais, técnicas de domínio restrito ou patentes e marcas consolidadas no mercado.

Além das barreiras produzidas pelas políticas governamentais e legislações, que impõem tratamentos obrigatórios, capital mínimo de operação e, certamente, qualidade do serviço, a OdontoPrev pôde atuar fortalecendo três barreiras de entrada no negócio, das quatro barreiras que são claramente discutidas no caso.

A primeira trata das tecnologias desenvolvidas para a operação. Cedo, a empresa observou a importância da tecnologia no apoio ao trabalho dos dentistas e, posteriormente, nos processos de relacionamento com esses profissionais, por meio de ferramentas para captura e transmissão de imagens, facilitando as auditorias e autorizações.

As bases de dados construídas com o histórico de atendimento aos pacientes certamente se mostram a barreira de entrada mais importante, pois, além de promover a fidelização, permite conhecer melhor a situação odontológica e eventuais custos da população coberta. Em consequência, é possível uma precificação melhor e mais competitiva.

A segunda barreira deriva da disponibilidade da rede de atendimento. Construída ao longo de toda a história da empresa e localizada em pontos-chave para a otimização dos pacientes, a rede fidelizada pelas ações da companhia representa uma sólida barreira de entrada aos concorrentes.

A terceira é a disponibilidade de capital, necessário para a implantação de um negócio com a escala e a rede de atenção dos maiores planos.

Finalmente, a quarta e fundamental barreira decorre da parceria com o Bradesco e a *joint venture* com o Banco do Brasil. A ampla rede de varejo dos dois bancos expandiu exponencialmente a capilaridade da oferta dos planos, exigindo em paralelo a ampliação da rede de atendimento, fortalecendo também a segunda barreira discutida.

## Governança corporativa e IPO

Um IPO é um evento de grande impacto para qualquer empresa. Além da entrada de uma miríade de novos sócios, a empresa passa a estar mais sujeita à fiscalização e cobrança do mercado. Em especial no caso de empresas de natureza familiar ou de empreendedores, acostumados a uma exclusividade na decisão sobre estratégias e alocação dos recursos, lidar com as exigências dos novos acionistas pode se tornar um desafio.

Principalmente quando as pressões por retorno no curto prazo e a distribuição de resultados conflitam com as estratégias de longo prazo que, em geral, motivaram a abertura de capital, não raro se acentuam os conflitos entre acionistas e a gestão.

O caso mostra como uma empresa pode lidar com essa situação, sendo que três pontos, ao menos, podem ser destacados.

Como analisado, o IPO representou um caminho natural para os sócios-fundadores, em razão da transparência das práticas internas e da equidade nos relacionamentos com os vários grupos de interesse (*stakeholders*). Mesmo sendo uma empresa de capital fechado, os valores da transparência e integridade eram fortalecidos, de modo que a entrada de novos acionistas e as demandas por interesses e informações foram absorvidos com tranquilidade.

A permanência do fundador, Randal Zanetti, após o IPO, também foi fundamental para manter a orientação do negócio. Por ser uma atividade nova para os analistas do mercado de capital, mesmo internacionalmente, havia muitas dúvidas e insegurança sobre os processos da companhia e suas vantagens competitivas. A permanência do executivo eliminou os riscos de rupturas na estratégia e no modelo de negócio que estava sendo oferecido ao mercado. Dessa forma, a estratégia proposta, construída anos antes pelos fundadores, se mostrou o principal atrativo do IPO, o que certamente garantiu sua continuidade.

O terceiro ponto a mencionar foi o relacionamento construído pela empresa com seus investidores. Ao apresentar uma proposta e uma estratégia claras ao mercado, implementadas de forma consistente, a OdontoPrev atraiu investidores alinhados com esse posicionamento e que acabaram configurando sua base de acionistas. Ou seja, a companhia trouxe para o seu lado predominantemente investidores alinhados com sua proposta de valor e de estratégia.

## Governança corporativa, estruturas de propriedade e processo de decisão dos sócios

Ao longo de sua história, a OdontoPrev teve diversas estruturas de propriedade. Inicialmente, como empresa de empreendedores e controle dos sócios, sem separação entre propriedade e gestores. Cerca de dez anos depois, com a entrada no controle do fundo PE, há uma clara separação entre propriedade e controle, como discutida no texto seminal de Berle e Means, de 1932. Esses autores mostram a pulverização da propriedade nos EUA e como os proprietários se tornaram distantes da gestão.

A análise do caso OdontoPrev evidencia que não existe necessariamente uma tensão entre acionistas e a gestão quando há um modelo de negócio claramente definido com objetivos e entregas que atendem a ambas as partes. A empresa dispõe em seu estatuto, no Artigo 29, que “Os acionistas terão direito a receber, em cada exercício, a título de dividendos, um percentual obrigatório de 50% (cinquenta por cento) sobre o lucro líquido do exercício...”. Por outro lado, a consistência na execução da estratégia traz também segurança no longo prazo às partes envolvidas.

Sendo um negócio que não traz grandes exigências de capital de giro e CAPEX, além de ter fluxo de caixa estável e previsível, a companhia se configura como uma boa pagadora de dividendos, capaz de atrair um grupo fiel e global de investidores, o que pode ser mais difícil em outros negócios.

O exemplo da construção da relação da empresa com o Bradesco mostra como investidores de longo prazo, como os fundos de investimento, podem trazer sustentação às estratégias e, principalmente, a visão e o aprendizado do mercado.

O quadro a seguir pode ser utilizado para discussão sem, contudo, ter o objetivo de sintetizar uma extensa discussão. Outras análises podem e devem surgir na aplicação do caso.

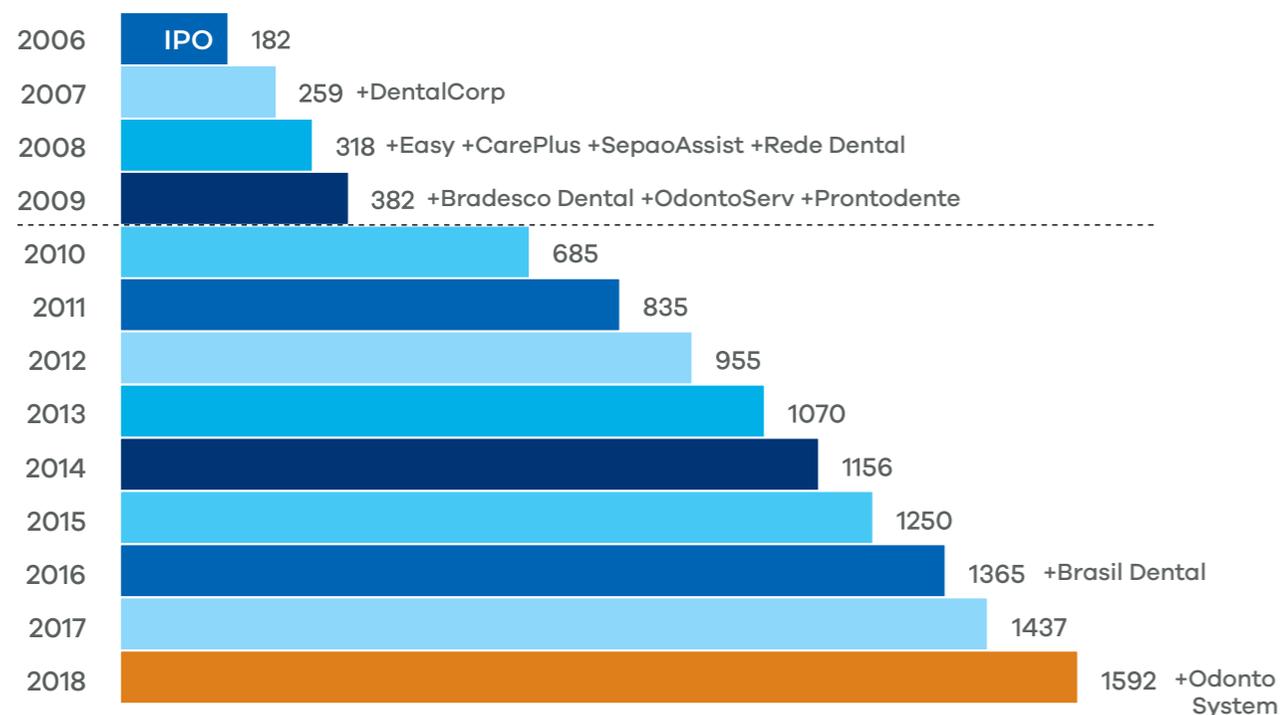
	Vantagens	Desvantagens
<b>Estrutura empreendedora</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapidez de decisão</li> <li>• Baixa complexidade</li> <li>• Confiança interpessoal, reduzindo custos de transação</li> <li>• Facilidade de prestação de contas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dificuldade de expansão</li> <li>• Limitação na opção por estratégias de crescimento orgânico</li> <li>• Dificuldade na obtenção de capital</li> <li>• Falhas de aprendizado com o mercado</li> <li>• Cultura endógena e problemas de <i>groupthink</i></li> </ul>
<b>Controle PE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapidez de decisão</li> <li>• Pouca complexidade</li> <li>• Clareza de objetivos dos sócios</li> <li>• Acesso a recursos</li> <li>• Possibilidade de estratégia de consolidação</li> <li>• Aprendizado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencial para tensão entre controlador e a gestão</li> <li>• Predomínio de considerações de natureza financeira</li> <li>• Maior foco no curto e no médio prazos</li> <li>• Dependência dos interesses e estratégias do PE</li> </ul>
<b>Corporation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Controle externo pelo mercado</li> <li>• Facilidade para obtenção de recursos e desenvolvimento de estratégias</li> <li>• Orientação para o mercado</li> <li>• Avaliação externa e imediata da empresa e das estratégias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Custos e complexidade das decisões coletivas (assembleias)</li> <li>• Aumento dos custos de controle e informações</li> <li>• Pressão por resultados financeiros e curto prazo</li> </ul>
<b>Com controlador</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Clareza do controlador, facilitando relacionamentos institucionais</li> <li>• Menor tempo de decisão</li> <li>• Facilidade para estratégias de longo prazo</li> <li>• Fontes de capital estáveis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dificuldade para internacionalização</li> <li>• Pode reduzir transparência</li> <li>• Potencial para problemas entre sócios</li> </ul>

## Resultados positivos do caso da OdontoPrev após o IPO

Os gráficos a seguir ilustram os resultados da OdontoPrev após o IPO em termos de criação de valor (Gráfico 3), retorno total aos acionistas (Gráfico 4), atuação global em diferentes países (Gráfico 5) e número de beneficiários da empresa em 2006 (Gráfico 6).

Com base nesses gráficos, é possível ilustrar o impacto que o IPO teve sobre a empresa e os bons resultados obtidos. O valor de mercado da companhia, em 2006, era de R\$ 872 milhões, passando a R\$ 7,3 bilhões em 2018.

**Gráfico 3:** Criação de valor OdontoPrev (Receita Líquida, em R\$ milhões)

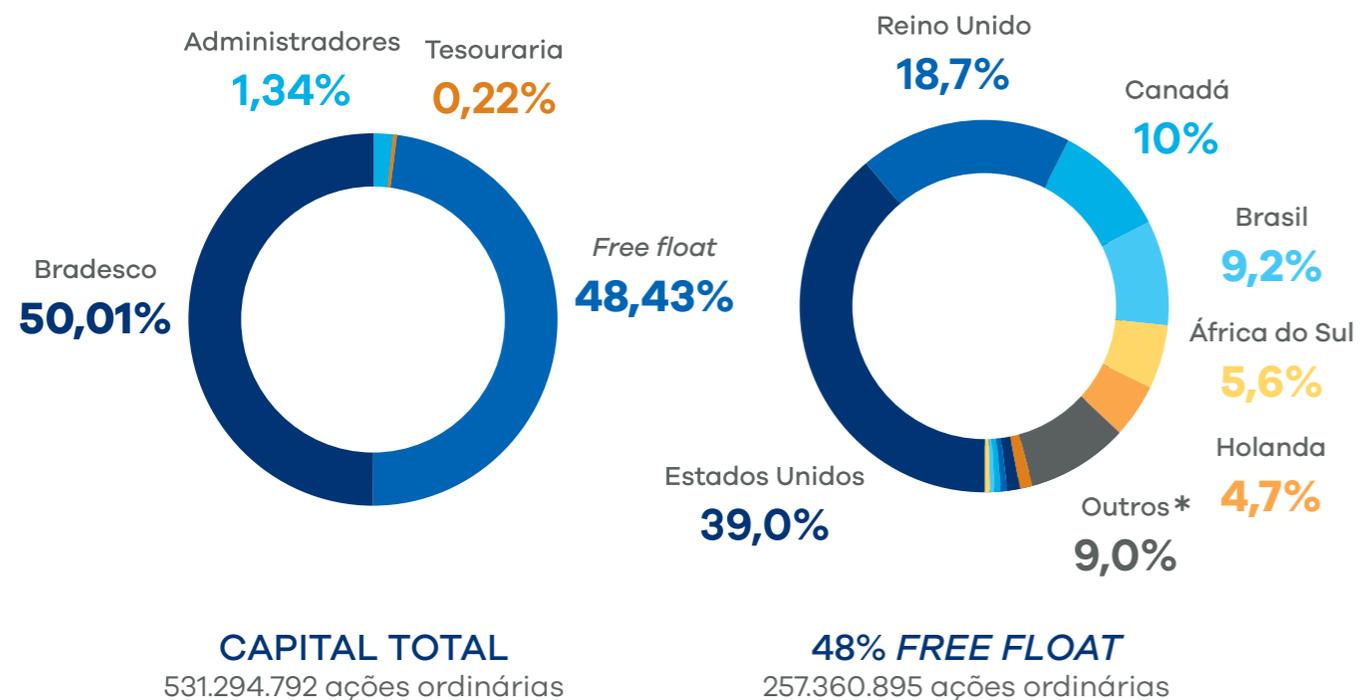


**Gráfico 4:** Evolução do retorno total aos acionistas desde o IPO



Fonte: OdontoPrev

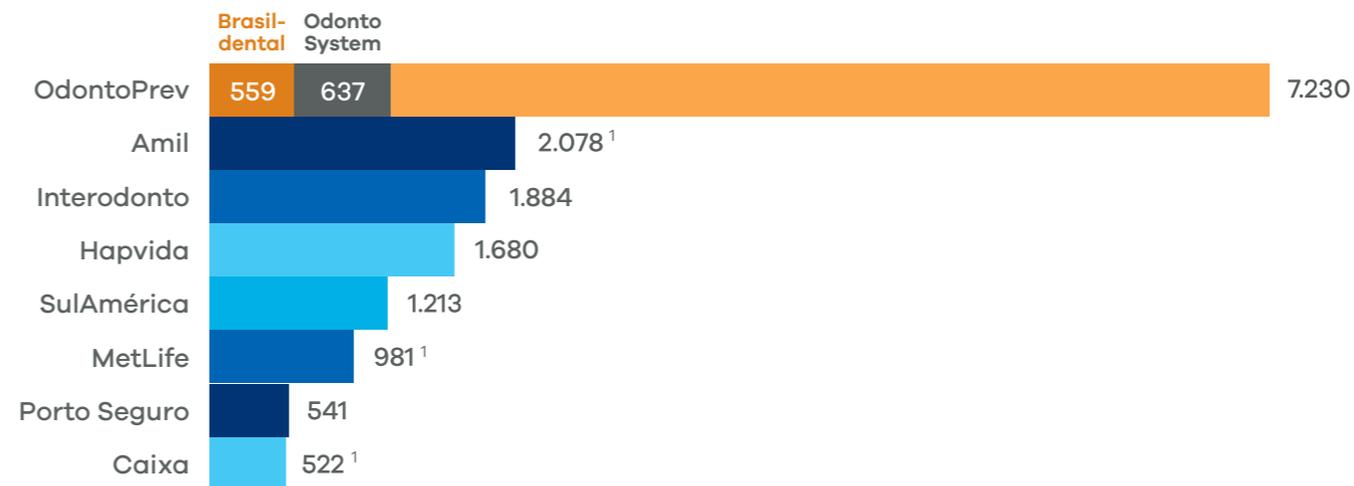
**Gráfico 5:** Estrutura acionária globalizada da OdontoPrev



\* 0,9% Suécia    0,6% Singapura  
 0,9% Suíça    0,5% Alemanha  
 0,6% Austrália    0,3% França

Fonte: OdontoPrev

**Gráfico 6:** OdontoPrev e concorrentes, em número de beneficiários – 2018 (Mil Vidas)



<sup>1</sup>ANS - Sala de Situação Dez/18  
 Fonte: Dados divulgados pelas companhias.