

**Pacífico** GESTÃO DE RECURSOS

# [Carta Pacífico n. 2]

[Franquias]

Julho de 2012

# Índice

<b>1. Introdução</b>	<b>2</b>
<b>2. Teoria Econômica das Organizações</b>	<b>4</b>
<b>3. Teoria sobre o sistema de franquias</b>	<b>6</b>
3.1. Franquias como solução para o problema de mensuração	6
3.2. Benefícios de lojas próprias	6
3.3. Outros benefícios das franquias	8
<b>4. Da teoria para a prática: somente franquias?</b>	<b>10</b>
4.1. Arezzo&Co	10
4.2. Hering	12
4.3. Lojas Americanas	14
<b>5. Considerações finais</b>	<b>16</b>
<b>Anexo: a razão tributária</b>	<b>17</b>

## 1. Introdução

Governança corporativa, incentivos e tecnologia de gestão, entre outros, são temas que usualmente debatemos quando analisamos uma empresa. Estes temas nos ajudam a entender melhor o comportamento das pessoas que compõem a empresa e, em última instância, seu desempenho no ambiente em que está inserida.

Nesta Carta Pacifico n.º 2, exploramos um pouco mais o uso de um tipo de tecnologia de gestão: franquias.

Muitas empresas de capital aberto utilizam esta tecnologia ou suas variações. Varejistas de roupas são tipicamente lembradas, mas não podemos esquecer as empresas de distribuição de combustível, aluguel de veículos, serviços de informática, telecomunicações, corretoras de imóveis, educação, entre outras.

Como veremos a seguir, os principais fatores para utilizar franquias diferem do senso comum. Por exemplo, a falta de capital das empresas é normalmente apontada como principal fator que motivaria a expansão por franquias. No entanto, estas empresas são listadas na bolsa de valores e, provavelmente, são as empresas com mais acesso a capital do país. Sem dúvida alguma têm mais acesso a capital do que os microempresários que optam por abrir uma franquia da Arezzo, do Boticário ou da Localiza Rent a Car.

Dito isso, a pergunta que surge é: por que algumas redes de varejistas expandem usando franquias, outras usam tanto franquias como lojas próprias e outras expandem exclusivamente com lojas próprias?

Esta carta tentará responder a esta questão usando a Teoria Econômica das Organizações; além disso, aplicaremos a Teoria a três exemplos de empresas pertencentes atualmente à nossa carteira: Arezzo&Co, Lojas Americanas e Hering.

Franquia é uma tecnologia de gestão. Seu principal objetivo é alinhar incentivos e fomentar comprometimento **quando é muito custoso monitorar o trabalho do gerente de uma loja**. Assim, garantir-se-á que a loja – sob a liderança deste gerente – gerará o maior retorno possível. Seu valor como instrumento de gestão dependerá da disponibilidade e do custo em utilizar instrumentos de monitoramento direto. Descreveremos como Arezzo&Co e

Hering usam um modelo híbrido, com lojas próprias e franquias, e as Lojas Americanas expandem somente com lojas próprias. Mostraremos que, nos três casos, a estratégia usada está em linha com o que a Teoria Econômica das Organizações preveria.

## 2. Teoria Econômica das Organizações

Começemos por uma questão bem abstrata. O que é especial a respeito do papel das firmas em organizar a produção? Em outras palavras, por que às vezes a produção é feita dentro da firma, e às vezes é feita via mercado? Mais concretamente, por que, por exemplo, uma empresa tem um departamento de marketing (solução dentro da firma), em vez de contratar uma agência de marketing (solução fora da firma)?

Em um artigo clássico sobre Teoria da Firma, Alchian e Demsetz (1972) descrevem as características que definem uma empresa<sup>1</sup>. De acordo com os autores, a característica definidora da firma é sua **capacidade de produzir mais do que o somatório das contribuições individuais de seus funcionários**. Como consequência, surge o desafio de **medir quanto cada indivíduo contribui para o produto total e compensá-lo de acordo com sua contribuição**. Justamente por causa deste desafio, surge o “**problema do carona**”. Em outras palavras, o carona é aquele que, numa tarefa coletiva, se esforça menos sabendo que seus colegas de equipe farão todo o trabalho duro. Na realidade, o problema do carona é um fenômeno bem geral: ocorre também quando alguém não se dispõe a pagar por um serviço do qual ele não pode ser excluído (e.g., um condômino que se recusa a pagar pelo serviço de pintura da fachada do edifício; ele não pode ser excluído de desfrutar da melhora na aparência do edifício).

Como o trabalho é em equipe, é difícil saber quanto cada um contribui. Logo, é de se esperar que alguns “peguem carona” no trabalho dos outros, o que diminui o incentivo para a cooperação. O problema crucial de uma firma é, portanto, a mensuração da contribuição relativa dos indivíduos, o *metering problem* na linguagem de Alchian e Demsetz (1972). O gestor é responsável por monitorar os empregados. Mas quem monitora este gestor? Ninguém. O gestor é definido por ser o *residual claimant*, ou seja, ele é dono de todo o lucro que sobra depois de descontados todos os gastos. Assim, seus incentivos estão alinhados, e não há a necessidade de monitorá-lo e mensurar sua contribuição.

---

<sup>1</sup> Alchian, Armen e Harold Demsetz (1972) “Production, Information Costs, and Economic Organization,” *American Economic Review*, vol. 62, pp 777-95. Alchian e Demsetz (1972) é um dos 20 artigos mais importantes publicados no primeiro século de existência da *American Economic Review*, a principal publicação acadêmica em economia.

Trazendo da abstração para a prática, empregados costumam ganhar remuneração fixa<sup>2</sup>. São monitorados, e sua contribuição relativa é mensurada por gestores que ganham remuneração variável. À medida que se sobe na organização, mais presente se faz o problema do monitoramento do gestor. Para mitigá-lo, aumenta-se a componente variável da remuneração fazendo, em última instância, com que a remuneração do dono da firma seja completamente variável. Isso explica, entre outras coisas:

1. Por que a componente variável da remuneração é mais importante nos níveis gerenciais mais altos;
2. Por que tarefas cujo produto não depende do trabalho de outrem são remuneradas somente no variável (bóia-fria, por exemplo);
3. Além, é claro, da decisão de expandir via franquias ou loja própria.

---

<sup>2</sup> Muitas vezes os vendedores, como no caso Arezzo, ganham comissões por venda. Para nossos propósitos a remuneração por comissão não é variável no sentido de que os vendedores não recebem ações, ou seja, não recebem com base no resultado geral da loja. De fato, a teoria prevê remuneração por comissão: o gerente observa quanto o vendedor vende e remunera de forma proporcional à sua contribuição, resolvendo o problema de mensuração.

### **3. Teoria sobre o sistema de franquias**

#### **3.1. Franquias como solução para o problema de mensuração**

A Teoria, apesar de abstrata, é muito informativa sobre a decisão racional de expandir via franquia ou via loja própria.

Como dito, a franquia é uma maneira de resolver o problema da mensuração. Imagine que um varejista decida expandir sua rede para uma cidade afastada de sua sede. Pode-se pensar na nova loja como uma firma, cujo retorno depende não só do esforço dos vendedores, mas também de quão prestativo é o caixa, quão rápido é o funcionário do estoque, se a loja está limpa, e assim por diante. Portanto é preciso garantir que cada funcionário faça seu trabalho e não “pegue carona” nos outros. Para isso, uma opção é contratar um gerente local da loja. Suponhamos que ele consiga observar a contribuição de cada um dos empregados, de modo que ele possa resolver o problema do carona. Segue-se outro problema: quem monitora o monitor, isto é, quem mede a contribuição deste gerente? Alchian e Demsetz diriam que, se o gerente for o dono desta nova loja, há muito menos necessidade de monitorá-lo para mensurar sua contribuição porque a propriedade alinha seus interesses. Ou seja, franquia seria uma solução para o problema de monitoramento do monitor. Claro, o fato do franqueado ser dono da loja não elimina toda a necessidade de supervisão por parte franqueador, como veremos nos casos específicos de Arrezco&Co e Hering. Contudo, diminui muito.

#### **3.2. Benefícios de lojas próprias**

Possuir lojas próprias também traz benefícios. Eles advêm do fato de que a existência de algumas lojas melhora o desempenho da organização toda, incluindo das franquias. Em geral, os benefícios estão relacionados ao problema do carona, na medida em que a existência de algumas lojas específicas – cujo investimento é usualmente maior – beneficia a todos. Dito de outra forma: cada franqueado não se aproveita de todos os benefícios da existência desta loja, o que normalmente a torna pouco rentável como franquia, mas pode

ser rentável para a empresa como um todo. Marketing, Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e qualidade são algumas das razões pelas quais as empresas possuem estas lojas próprias.

O caráter de marketing de algumas lojas dificulta o seu franqueamento. Às vezes, a loja pode ser deficitária, mas é importante para a construção de marca que ela exista. O caso típico é a loja com metragem superior à média da marca e localizada em lugares emblemáticos como a Rua Oscar Freire em São Paulo ou a Quinta Avenida em Nova Iorque. Como o aluguel é muito caro e os produtos são os mesmos, tais lojas tendem a ser deficitárias como unidade de negócio, mas são rentáveis desde o ponto de vista da organização como um todo. O franqueado não se apropria de todo o "investimento em marca" da localização prestigiosa. Portanto, essas lojas, chamadas de *flagship stores*, tendem a ser próprias.

Investimento em P&D também faz com que algumas lojas sejam próprias. A empresa pode escolher ter lojas de características diversas em diferentes locais porque elas produzem informação mercadológica valiosa para a marca como um todo. Além disso, nestas lojas, costuma-se fazer experimentos que, caso se mostrem lucrativos, são replicados em todas as lojas da rede – próprias e franquias.

Por fim, qualidade. Mesmo que este não seja um fator presente especificamente nos casos que estamos descrevendo, é uma razão importante no estudo sobre franquias. Algumas decisões do franqueado afetam o prestígio da marca como um todo. O franqueado tende a se importar apenas com o resultado de sua loja, e não com o retorno da marca como um todo. Portanto, ele pode tomar decisões que, apesar de interessantes para ele, são custosas para a empresa. O exemplo clássico é o hotel às margens de uma estrada. Como os clientes não são recorrentes, o franqueado pode achar interessante ajustar a qualidade um pouco para baixo porque provavelmente o cliente não voltará de qualquer forma. O custo do desgaste para a marca é compartilhado pela empresa toda, mas a economia com a diminuição na qualidade é apropriada apenas pelo franqueado. Portanto, ele tenderá a "sub-investir", ou seja, investir menos em qualidade do que a empresa como um todo o faria. É por essa razão que, no caso de cadeias de hotéis, é mais comum que aqueles localizados às margens de estradas sejam próprios.



### 3.3. Outros benefícios das franquias

Pode haver também outros benefícios em franquear, como comprometer menos recursos financeiros e aproveitar-se de regimes tributários diferenciados para pequenas empresas. A seguir analisamos a ocorrência de tais benefícios.

#### 3.3.1 Comprometimento financeiro

O senso comum sugeriria que uma razão para franquear é financeira. Ao franquear, a empresa compromete menos capital. No entanto, para que isso seja relevante na prática, é preciso que o custo de capital da franqueadora seja maior do que de seus franqueados, o que provavelmente não é verdade em se tratando de empresas listadas com acesso ao mercado de capitais, como as que costumamos acompanhar. No entanto, para pequenas empresas no início de sua vida, é possível que este seja o maior benefício da franquia e a única alternativa para um crescimento mais acelerado. Claro, no limite, se a empresa quiser se expandir muito fortemente e muito rapidamente, a franquia talvez se torne um instrumento de financiamento. Mas não parece ser o caso típico na prática.

Além disso, um argumento simples de diversificação sugere que a expansão por lojas próprias em áreas sujeitas a choques econômicos diferentes mitigaria o risco, diminuindo o custo de capital. Portanto, é concebível, do ponto de vista teórico, que o custo de capital seria mais alto se a expansão fosse via franquias<sup>3</sup>.

Por fim, a literatura empírica também sugere que escassez de capital não é causa da utilização de franquias<sup>4</sup>. De fato, os casos que descreveremos abaixo sugerem que a restrição financeira mais forte está do lado do franqueado.

#### 3.3.2 A razão tributária

O sistema tributário brasileiro é bastante complexo. Com o objetivo de aumentar a formalização e **reduzir a carga tributária** das micro e pequenas empresas, o governo

---

<sup>3</sup> Para a versão completa deste argumento, ver Rubin, Paul (1978), "The Theory of the Firm and the Structure of the Franchise Contract," *Journal of Law and Economics*, Vol. 21, pp. 223-233.

<sup>4</sup> Ver Combs, James e David Ketchen (2003) "Why Do Firms Use Franchising as an Entrepreneurial Strategy? A Meta-Analysis," *Journal of Management*, Vol. 29, pp. 443-465

federal criou regimes tributários diferenciados para estas empresas. Estes regimes impõem limites de faturamento anual para sua adoção, o que é feito para que apenas as micro e pequenas empresas sejam beneficiadas.

Usualmente as franquias se enquadram como micro ou pequenas empresas e podem se aproveitar destas vantagens fiscais. Esta economia em impostos também pode beneficiar o franqueador, o qual passa – então – a cobrar mais do franqueado, seja via *royalties* seja via aumento de preço de seus produtos e serviços.

Portanto, é plausível que a decisão de franquear a maioria das lojas seja inteiramente de natureza fiscal. No entanto, mostraremos que, a despeito dessa cunha tributária, há vários padrões nas decisões de franqueamento – ou não – da Arezzo&Co, Hering e Lojas Americanas que são explicadas pela Teoria Econômica das Organizações, mas não pela cunha tributária.

Mais detalhes sobre os diferentes regimes tributários e suas implicações nas empresas encontram-se no anexo ao final do documento.

## 4. Da teoria para a prática: somente franquias?

Na prática, nem sempre as redes se expandem via franquia. Considere os casos que citamos: Arezzo&Co, Hering e Lojas Americanas. Enquanto as duas primeiras optam por expandir essencialmente via franquias, a última opta por operar somente lojas próprias.

### 4.1. Arezzo&Co

A Arezzo, marca pertencente à Arezzo&Co, tem uma rede de 308 lojas espalhadas em 152 cidades localizadas em 26 estados diferentes, além do Distrito Federal<sup>5</sup>. Dessas, 290 são franqueadas e 18 próprias. Sua política de expansão é mista. Em São Paulo e no Rio de Janeiro há lojas próprias e franquias; as lojas em outras praças são sempre franqueadas. Outra marca da Arezzo&Co, a Schutz se expande com lojas próprias – além de franquias – mesmo em praças fora do eixo Rio – São Paulo. A Teoria explica essa diferença.

Franquear não é a única maneira de alinhar interesses. Por exemplo, se for fácil monitorar o gerente da loja, expandir via loja própria torna-se relativamente atraente. O custo de monitoramento tende a ser mais baixo para lojas no eixo Rio-São Paulo: a sede está em São Paulo e é fácil e rápido ir ao Rio desde a capital paulista, além de a cidade comportar diversas lojas, próprias e franquias<sup>6</sup>. Já em Belém do Pará, o monitoramento direto seria muito caro. Por isso, a marca Arezzo usa franquias para expandir fora do eixo Rio-São Paulo. Além disso, há particularidades regionais na demanda por sapatos femininos e acessórios. Logo, flexibilidade para fazer ajustes finos na escolha da composição da coleção é importante, o que aumenta o valor da franquia fora do eixo Rio – São Paulo.

Usar franquias fora do eixo Rio – São Paulo diminui a necessidade de monitorar o monitor, onde isso seria caro. Isso não quer dizer que a Arezzo&Co deixa seus franqueados livres

---

<sup>5</sup> O número de lojas e suas localizações foram obtidos no demonstrativo de resultados do primeiro trimestre de 2012 e em documentos disponíveis na seção de “Relações com investidores” no website da Companhia.

<sup>6</sup> Por razões históricas, a sede da Arezzo&Co é formalmente em Belo Horizonte. Para todos os efeitos práticos, no entanto, as operações das lojas próprias – assim como o atendimento aos franqueados – são comandadas desde São Paulo. A fábrica é no Rio Grande do Sul, onde estão seus *outlets*.

para fazerem o que quiserem. O franqueado, por razões de diversificação de risco, pode, por exemplo, ter outras franquias além da Arezzo, o que não interessa à Arezzo&Co, que supervisiona seus franqueados nesta dimensão. Além disso, a Arezzo&Co monitora o desempenho das vendas das franquias para – quando for o caso – sugerir a abertura de novas lojas na mesma cidade.

As lojas da Arezzo tendem a ser pequenas, com faturamento anual médio de R\$ 3,3 milhões para franquias e R\$ 5,2 milhões para lojas próprias. Portanto, é concebível que o franqueamento seja uma arbitragem tributária. No entanto, arbitragem tributária não consegue explicar a diferença entre lojas próprias no eixo Rio – São Paulo e franquias fora dele. Seria preciso que as lojas no eixo Rio – São Paulo fossem sistematicamente maiores que em outras praças, o que não é necessariamente verdade.

É difícil que a razão financeira explique a decisão de franqueamento. Por que o grupo Arezzo&Co, que é listado, teria mais restrições financeiras para abrir lojas que um pequeno empresário? Não parece razoável, principalmente no Brasil, onde o mercado de crédito para pequenos empresários ainda é apertado. Além disso, não há razão para que a restrição financeira exista somente fora do eixo Rio – São Paulo<sup>7</sup>.

Como vimos, a Arezzo, quando se expande fora do eixo Rio-São Paulo, usa somente franquias. Em geral, há só um franqueado por mercado para não “fracionar” o mercado. A explicação é parecida com a razão para as lojas *flagship* serem próprias. Sendo o único dono de lojas Arezzo na cidade, o franqueado terá mais incentivos a fazer investimentos em *marketing* no nível local porque se apropriará de todos os seus benefícios. Outro motivo para não se “fracionar” cidades é não complicar em demasia a troca de mercadorias por parte dos clientes<sup>8</sup>.

Por fim, um comentário sobre Schutz: a Schutz é uma marca mais sofisticada do que a Arezzo (ticket médio na Schutz é R\$285,00 por par, enquanto na Arrezzo é de R\$180,00). Há menos e maiores lojas e segue sendo mais caro monitorar fora do eixo Rio – São Paulo. No

---

<sup>7</sup> Na década de 90, quando a Arezzo iniciou o seu processo de expansão via franquias, é possível que as restrições financeiras fossem relevantes. No entanto, atualmente, quando definitivamente já não há mais restrições financeiras, ainda é verdade que só há abertura de lojas próprias no eixo Rio-São Paulo.

<sup>8</sup> No Rio e São Paulo, como há diversas franquias e lojas próprias, há um “sistema de compensação” para as trocas de mercadoria entre as lojas próprias e os diversos franqueados.

entanto, há um componente fixo no custo de monitoramento (e.g., pegar um voo, ir ao local, etc.). Quanto maiores as lojas, mais barato é monitorar desde a sede e, portanto, relativamente menos atrativa a franquia. Isso justifica a atual iniciativa da empresa de abrir lojas próprias da marca Schutz fora do eixo Rio – São Paulo, além do fato da Schutz ser *greenfield* e, portanto, não haver fracionamento de mercados. De fato, mesmo considerando a Arezzo, vemos que as lojas próprias são, em média, maiores do que as lojas franqueadas, o que é compatível com a ideia de que o monitoramento direto é mais barato para lojas maiores. Claro, poderia ser também pelo fato de que, com faturamento médio de R\$5,2 milhões, as lojas próprias não se enquadram mais no regime tributário Simples Nacional, e as razões tributárias para se franquear diminuem. Deve-se notar que, se franqueadas, ainda operariam no regime tributário de Lucro Presumido, o que em geral também representa uma grande vantagem tributária quando comparada ao regime tributário de Lucro Real. Ainda assim, a Arezzo&Co escolhe operar com lojas próprias.

#### 4.2. Hering

A Hering tem em sua rede Hering Store<sup>9</sup> 437 lojas, sendo 390 delas franquias e 47 próprias, espalhadas por 202 cidades em 25 estados diferentes, além do Distrito Federal<sup>10</sup>. Via de regra, a Hering trabalha com franquias. Para ser loja própria, é preciso que ela esteja a uma distância curta, que permita gerenciá-la desde um ponto administrativo importante. Conseqüentemente, a grande maioria das lojas próprias estão em Blumenau (onde fica a sede da companhia), Joinville, Florianópolis (cidades grandes perto da sede), cidade de São Paulo (onde a companhia possui um importante escritório), Rio de Janeiro (capital), Belo Horizonte e Salvador. Em média, as lojas próprias são maiores que a loja típica da Hering, e muitas das *flagship stores* são próprias.

A estratégia de expansão da Hering também está em linha com o que prevê a Teoria Econômica das Organizações. Assim como no caso da Arezzo&Co, no negócio da Hering (varejo de vestuário) é mais difícil e custoso monitorar todas as decisões do gerente da loja

---

<sup>9</sup> Ao longo da carta optamos por analisar apenas a rede Hering Store, conjunto de lojas que vendem apenas produtos com a marca Hering. Não fazem parte da análise as outras marcas e lojas da Cia. Hering, como PUC, Dzarm e Hering Kids.

<sup>10</sup> O número de lojas e suas localizações foram obtidos no demonstrativo de resultados do primeiro trimestre de 2012 e de documentos disponíveis na seção de “Relações com investidores” no website da Companhia.

e, em geral, é melhor que ele fique com o excesso de lucro da loja (i.e., seja franqueado). Assim, ele não precisa ser monitorado.

Assim como no caso de Arezzo&Co, a Hering não “abandona” seus franqueados porque estariam com os interesses alinhados. Ela tem uma estrutura de consultores para – entre outras coisas – ajudar os franqueados com a organização das lojas nas épocas de troca de coleção<sup>11</sup>. Ilustra, mais uma vez, o princípio de que investimentos que sejam úteis para a coletividade são feitos pelo franqueador.

A cunha tributária pode explicar a estratégia da Hering de quase sempre franquear? As lojas da Hering têm faturamento médio em torno de R\$ 3,0 milhões (variando majoritariamente entre R\$ 1,5 e 4,5 milhões), tornando muitas delas elegíveis ao regime tributário Simples Nacional, e todas elegíveis ao sistema de Lucro Presumido. No entanto, a razão tributária não explica por que as lojas de mesmo tamanho, mas distantes de São Paulo ou Blumenau, tendem a ser franqueadas. Afinal, a cunha tributária vale tanto para lojas perto da sede e das grandes metrópoles como para lojas em cidades pequenas no interior. Por fim, a Hering – no estudo de viabilidade para abertura de franquias – demanda que a loja seja lucrativa tanto no Simples Nacional quanto no Lucro Presumido, o que mostra que a cunha tributária não é a razão principal para a decisão de franquear.

Confirmando a Teoria, a Hering tem lojas próprias onde o custo de monitoramento direto é mais baixo: nas grandes cidades catarinenses e em quatro grandes metrópoles. Além disso, a loja própria tende a ser a grande por duas razões:

1. *Flagship Stores*. São interessantes para a marca, mas tendem a não interessar para os franqueados por duas razões. Primeira, os franqueados são mais restritos em financiamento do que a Hering e, conseqüentemente, seu custo de capital mais alto muitas vezes torna não rentável uma *flagship*, cujos investimentos são altos. Segundo, os franqueados não se beneficiam de todas as externalidades de marca que uma *flagship* dá.
2. Há um componente fixo no custo de monitorar diretamente o gerente da loja; logo, só vale a pena incorrê-lo para lojas grandes.

---

<sup>11</sup> Cada consultor cuida de 10 a 12 lojas, que por sua vez são monitorados por gerentes que cuidam de 5 a 6 consultores.

Não obstante, a Hering também possui lojas próprias de pequeno porte. Isso ocorre porque para a Companhia é importante compreender como funciona este tipo de loja, dado que muitas das franquias são de pequeno porte, em linha com o explicado com mais detalhe no capítulo que discorre sobre Pesquisa & Desenvolvimento no item 3.2 desta carta.

Em adição ao aprendizado sobre os diversos formatos, a loja própria também é utilizada como Pesquisa & Desenvolvimento para o lançamento de novas marcas. Na Hering esta estratégia está em curso com a marca Hering Kids e na Arezzo&Co com a marca Anacapri<sup>12</sup>. Em ambos os casos, o objetivo é fazer, nestas lojas próprias, experimentos com sortimento, arquitetura, precificação e tamanho, entre outros. Com a confiança adquirida nos testes, a expansão ocorre nos mesmos moldes das marcas já estabelecidas e descritas nessa carta.

### 4.3. Lojas Americanas

As Lojas Americanas têm uma rede de 628 lojas – todas próprias – espalhadas em 212 cidades localizadas em 24 estados diferentes, além do Distrito Federal (incluindo Lojas Americanas e Americanas Express)<sup>13</sup>. O faturamento médio da Americanas Express, formato de tamanho reduzido da companhia, é superior ao limite para enquadramento no regime de tributação Simples Nacional. Portanto, a razão tributária para abrir franquias não é tão forte quanto seria no caso do enquadramento neste regime.

A Teoria também se aplica ao caso das Lojas Americanas. Conversas com a empresa revelam que a tecnologia de gestão permite que se “monitore de perto” mesmo as lojas em locais afastados da sede no Rio de Janeiro. As tarefas são rotineiras e não há a percepção por parte da empresa de que seja muito importante que o gerente de loja tome decisões discricionárias. A companhia usa um manual de procedimentos para o gerente. Há pouca flexibilidade para o gerente da loja, o que facilita o monitoramento direto. Além disso, a empresa utiliza três instrumentos de gestão que substituem a franquia. Primeiro, o uso de informação a respeito do desempenho de lojas adjacentes como ferramenta de

---

<sup>12</sup> A rigor, a Hering considera a Hering Kids uma extensão da marca Hering, não uma marca diferente. No entanto, a Hering Kids tem rede própria, separada da Hering.

<sup>13</sup> O número de lojas e suas localizações foram obtidos no demonstrativo de resultados do primeiro trimestre de 2012 e de documentos disponíveis na seção de “Relações com investidores” no website da Companhia.

monitoramento: o desempenho ruim de uma loja em relação ao “grupo de comparação” informa o superior sobre o desempenho de um gerente. Segundo, o uso de tecnologia da informação, como câmeras de TV e controle de estoque para monitorar diretamente o gerente e averiguar se ele cumpriu os procedimentos do manual. Terceiro, a estrutura organizacional é hierarquizada, com uma camada monitorando a anterior, o que é facilitado por procedimentos padronizados. Os gerentes de loja são monitorados diretamente por gerentes locais, que são monitorados por gerentes regionais e assim por diante.

Por fim, não há grandes especificidades no consumo dos produtos vendidos pelas Lojas Americanas. Logo, a razão de flexibilidade na composição do sortimento dos produtos que existe no caso Arezzo&Co não se aplica aqui. Existe alguma variação na composição do sortimento, mas ela é determinada pela matriz através de comparações com os “grupos de controle” e ajustes para as características demográficas e de renda da micro-região onde a loja está localizada. Ou seja, a pouca variação no sortimento não é escolha do gerente. Não surpreendentemente, o esquema de remuneração difere muito da Arezzo&Co. Sendo o gerente dono da loja, na franquia a remuneração do gerente pode ser inteiramente variável, exatamente como preveem Alchian e Demsetz (1972).

Nas lojas Americanas, a maior parte da remuneração dos gerentes de loja é fixa. Não é necessário usar o instrumento de remuneração variável na mesma intensidade do que em franquias porque há monitoramento direto. De fato, seria surpreendente que usassem com a mesma intensidade tanto o monitoramento direto como a remuneração variável. Afinal, eles tendem a ser substitutos.

Em suma, as Lojas Americanas padronizam os procedimentos, de modo a tornar mais fácil o monitoramento direto, e usam ferramentas de gestão para observar o gerente. Com isso, diminui o valor da utilização do instrumento franquia.



## 5. Considerações finais

A Pacifico Gestão de Recursos utiliza a análise fundamentalista como sua principal ferramenta de gestão em ações. Neste contexto, estamos sempre a analisar as dimensões que afetam o desempenho das empresas: fatores que determinam a demanda por seus produtos, rigidez regulatória, custos dos insumos, estrutura concorrencial e por último, porém certamente não menos importante, a solidez da gestão. Surpreendentemente, gestão é um tema que recebe pouca atenção, talvez porque seja muito difícil entender de forma sistemática o que determina a capacidade de execução das empresas. Ou seja, por que algumas empresas conseguem entregar seus projetos e outras não?

Franquia é uma tecnologia de gestão muito utilizada. Além das empresas que descrevemos nesta carta, porque fazem parte de nossa carteira, há inúmeras outras empresas importantes, tanto listadas como fechadas, que utilizam largamente a franquia como instrumento de expansão. Localiza Rent a Car e O Boticário são apenas dois exemplos emblemáticos. Portanto, entender a lógica do franqueamento é relevante para construir premissas sólidas de avaliação para muitas empresas.

Para nós, atualmente investidores de Arezzo&Co, Hering e Lojas Americanas, é importante verificar que as suas escolhas entre franquias e lojas próprias estejam firmemente calcadas no que há de mais sólido na Teoria Econômica das Organizações.

De fato, é isso que averiguamos nesta carta. As três empresas escolhem franquias ou lojas próprias de acordo com o custo de monitorar o gerente da loja, exatamente como prevê a Teoria. Logo, a escolha da ferramenta de gestão é sólida. Isso nos dá um conforto adicional para acreditar que as empresas conseguirão executar seus planos de expansão **mantendo** os atuais níveis de controle da operação.

## Anexo

### A razão tributária

O sistema tributário brasileiro é bastante complexo. Com o objetivo de aumentar a formalização das micro e pequenas empresas, além de reduzir sua carga tributária, o governo federal criou regimes tributários diferenciados para estas empresas. Estes regimes impõem limites de faturamento anual para sua adoção. Isso é feito para que apenas as micro e pequenas empresas sejam beneficiadas.

Segue uma breve descrição de alguns pontos dos regimes que são importantes para esta carta, apresentados em ordem crescente de faturamento anual permitido<sup>14</sup>.

#### A.1 O regime tributário Simples Nacional

O Simples Nacional é um regime tributário que pode ser utilizado por empresas que tenham faturamento anual no mercado interno de até R\$ 3,6 milhões. Pelo Simples Nacional, a empresa recolhe mensalmente, mediante documento único de arrecadação, os seguintes tributos: Imposto sobre a Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ); Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI); Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL); Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS); Contribuição para o PIS/Pasep; Contribuição Patronal Previdenciária (CPP); Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e Sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS); Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS)<sup>15</sup>.

Este regime cobra alíquotas diferentes, e crescentes com o seu faturamento, de acordo com o setor da economia na qual a empresa atua. Essas alíquotas acarretam, tipicamente, em pagamentos de impostos inferiores aos que seriam devidos caso a empresa estivesse enquadrada em algum dos outros regimes tributários descritos abaixo.

---

<sup>14</sup> Evidente que os regimes tributários descritos nessa seção são mais complexos e possuem muito mais regras e parâmetros do que descreveremos. Estamos nos limitando a descrever os fatores que possuem maior relevância para esta Carta.

<sup>15</sup> O recolhimento na forma do Simples Nacional não exclui a incidência de outros tributos não listados acima e, mesmo para os tributos listados acima, há situações em que o recolhimento dar-se-á à parte do Simples Nacional.

## A.2 O regime tributário Lucro Presumido

O Lucro Presumido é uma forma de tributação simplificada para determinação da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social das pessoas jurídicas. Para se enquadrar no Lucro Presumido, é preciso que a empresa: 1) tenha receita bruta total igual ou inferior a R\$ 48 milhões, no ano-calendário anterior, ou a R\$ 4 milhões multiplicados pelo número de meses em atividade no ano-calendário anterior; 2) não esteja sujeita à tributação pelo Lucro Real em função da atividade exercida ou da sua constituição societária ou natureza jurídica.

Este regime cobra alíquotas fixas, de acordo com o setor da economia na qual a empresa está inserida, a serem aplicadas sobre seu faturamento. O nome tem origem na ideia de que se “presume” qual é a lucratividade da empresa, dado o setor da mesma, e se aplicam sobre este lucro as alíquotas de imposto de renda e contribuição social.

Na maioria dos casos – mas não sempre – o Lucro Presumido leva ao recolhimento de impostos superiores ao Simples Nacional e inferiores ao Lucro Real<sup>16</sup>.

## A.3 O regime tributário de Lucro Real

A maioria absoluta das empresas listadas nas bolsas de valores se encontra sob o regime tributário de Lucro Real. Sua regra determina que seja apurado o lucro efetivo antes de imposto de renda da empresa no ano-calendário. Sobre este lucro são aplicadas as alíquotas de imposto de renda e contribuição social vigentes na legislação tributária.

Usualmente, a carga tributária sob Lucro Real de uma determinada empresa é maior do que ela seria se fosse calculada pelo o Simples Nacional ou pelo o Lucro Presumido.

Nos casos que descrevemos, as franquias faturam montantes que as qualificam para o regime Simples Nacional ou, alternativamente, para o Lucro Presumido. No caso da loja ser própria, ela será consolidada no balanço da companhia e será tributada como Lucro Real<sup>17</sup>. Desta forma, a empresa abrirá mão das vantagens dos regimes tributários simplificados

---

<sup>16</sup> Dentre as diferenças entre o Lucro Presumido e o Lucro Real está o sistema de cálculo de PIS e COFINS. No Lucro Presumido, o cálculo é com base na receita da empresa. Já no Lucro Real, há uma metodologia mais complexa de crédito e débitos.

<sup>17</sup> Neste raciocínio estamos supondo que a empresa franqueadora já se encontra no regime de Lucro Real dado o seu faturamento anual.

(sempre e quando o Lucro Real de fato implicar em maiores impostos e o franqueador puder se apropriar de parte do benefício fiscal disfrutado pelo franqueado). Ou seja, é plausível que a decisão de franquear a maioria das lojas seja inteiramente de natureza fiscal. No entanto, esperamos ter mostrado que, a despeito dessa cunha tributária, há vários padrões nas decisões de franqueamento – ou não – da Arezzo&Co, Hering e Lojas Americanas que são explicadas pela Teoria Econômica das Organizações, mas não pela cunha tributária.



## Pacifico GESTÃO DE RECURSOS

Av. Ataulfo de Paiva 204, 2º andar – Leblon

Rio de Janeiro 22440-033

Tel 55 21 3033-3300

[contato@pagr.com.br](mailto:contato@pagr.com.br)

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacifico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da *performance* do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.