



Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini - Novembro 2012

O Novo Cenário para Consolidação das Grandes Incorporadoras do Mercado Residencial

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.

O início do processo de fusões e aquisições com a abertura de capital das empresas – 1ª Fase

Nos diversos setores da economia o processo de fusões e/ou aquisições de empresas é motivado principalmente pelos objetivos estratégicos de crescimento e diversificação, mas também impulsionado pela necessidade de assimilação de conhecimento e para obtenção de vantagens competitivas.

O setor de real estate brasileiro experimentou uma primeira fase de fusões e aquisições assim que expressivas aberturas de capital alavancaram muitas vezes a capacidade de investimento de 21 empresas, entre 2005 e 2007, que tem como eixo predominante de atuação o mercado residencial.

Grande parte das empresas se viu premiada a buscar novos mercados e a atuar em novas faixas de renda, oferecendo um novo portfólio de produtos ajustado às preferências e anseios desses novos mercados (nos mercados residenciais brasileiros há suficiente heterogeneidade para ser plausível um produto de sucesso em São Paulo não ter liquidez adequada em Manaus) e à capacidade de pagamento das faixas de renda mais baixas, onde se encontra a maior demanda por novos empreendimentos



habitacionais. Ficou evidente que a capacidade de investimento das empresas não era capaz de ser absorvida com o lançamento de novos empreendimentos exclusivamente em seus mercados tradicionais.

Entre 2006 e 2010, a diversificação por meio da entrada de novos mercados e do oferecimento de novos produtos ocorreu segundo variados formatos; algumas poucas fusões de empresas, como da Company com a Brascan (2008), hoje Brookfield, e da PDG com a Agre em 2010; 12 joint ventures, principalmente da Cyrela, mas também da Rossi e da PDG; várias aquisições, cujo caso mais emblemático é a compra da Tenda pela Gafisa em 2008 e; centenas de parcerias das empresas listadas com as locais em diversas cidades brasileiras.

O modelo de parcerias predominou nesta primeira fase porque, primeiro, é mais ágil para implementação de uma estratégia de expansão e diversificação de mercados no setor de real estate residencial, podendo atender, desse modo, as estratégias formuladas pelos coordenadores da colocação dos papéis das empresas no mercado de capitais para sustentar o seu valor. Para garantir um grande volume de transações na bolsa de valores, a preços crescentes, se entendeu que era necessário apresentar uma estratégia de crescimento abrangente e rápida.

O caminho das parcerias com empresas locais era demasiado óbvio para ser criticado, só exigia que os anseios de crescimento das empresas locais fossem acomodados com financiamento do parceiro de capital aberto. O modelo ainda trazia o suposto benefício de que o parceiro local transferiria conhecimento do mercado doméstico ao parceiro que nele entrava e, em muitas vezes a parceria se efetivava com base em empreendimentos já estruturados.

Todos os demais modelos para suportar o crescimento da atuação das empresas, joint



venture, fusões e aquisições, exigem um redesenho organizacional que para se tornar operacional e ser eficiente demanda um horizonte temporal consideravelmente mais extenso do que o estabelecimento de parcerias locais porque implicam no desenvolvimento de competências específicas, necessárias à atuação em novos segmentos de mercado e no desenvolvimento de uma linha nova de produtos. Além disso, o volume de investimentos requerido para o desenvolvimento de novas competências não é de modo algum desprezível ou isento de riscos.

A consolidação na conjuntura no ciclo pós-IPO, o surgimento dos problemas – 2ª Fase

No ciclo pós-IPO (2010) se observou um processo de compras e fusões, com a formação de empresas mais robustas, assim como a venda de algumas empresas em processo de liquidação, fruto dos seus fracos desempenhos e de seus problemas de geração de caixa.

Nesta etapa de consolidação do mercado real estate residencial no Brasil emergiram, grosso modo, três tipos de empresas: as muito grandes que deram continuidade ao processo de aquisição e parcerias com empresas menores, cuja estratégia de atuação com foco ampliado (geograficamente e em diversos estratos de renda) foi mantida, até porque precisavam manter liquidez de seus papéis no mercado de capitais, no intuito de promover o interesse de investidores para captação de recursos.

Um segundo tipo de empresas, consideradas médias, que mantiveram uma atuação diversificada, ainda que em menor proporção relativamente às grandes, mas sem a manutenção de uma estratégia de expansão acentuada, ou com grandes volumes de transações de papéis na Bovespa.

Uma terceira classe de empresas que se firmou nesta fase foi a das empresas de



nicho. As empresas menores, embora de capital aberto, tem sua estratégia focada em de cada projeto individualmente, e não nas metas de crescimento, assim podem oferecer melhores resultados porque penetram com mais eficiência em determinados segmentos de mercado. Estas empresas não dão prioridade aos preços de suas ações na bolsa.

Cenários possíveis para consolidação do mercado – fusões, aquisições e crescimento orgânico

Daqui em diante quais são os cenários de redesenho organizacional que podemos vislumbrar para o próximo ciclo de investimento nos novos portfólios de empreendimentos?

No curto prazo, novas aquisições somente ocorrerão se alguma empresa de porte médio, ou pequeno, entrar em processo de liquidação devido a desempenhos insatisfatórios recorrentes. Há que se salientar aqui que, não obstante às recentes chamadas de capital, Brookfield, PDG e o anunciado pela Rossi, as empresas estarão mais preocupadas em estratégias de sustentação do caixa do que em expandir sua atuação por meio da incorporação de empresas menores.

Também consideramos pouco provável no curto prazo a ocorrência de fusões, a menos de situações similares às que encorajariam a aquisição de empresas menores por empresas de maior porte, ou na eventualidade de duas empresas de dimensões equivalentes reconhecerem a evidência de que os efeitos sinérgicos de uma fusão tem potencial inequívoco de agregar recursos e competências de modo a permitir a produção de resultados mais robustos do que até então.

O tema das parcerias deixou de ser um dogma e passa a ser tratado com mais rigor daqui em diante. Tendo em vista os problemas resultantes da aplicação de uma



fórmula fácil para lidar com questões complexas de gerenciamento de empreendimentos, as empresas terão que ser mais seletivas no desenho particular de uma parceria.

Deverão ser especificadas pela empresa líder metas de custos, prazo e qualidade, acompanhadas da adoção de um sistema de incentivos e penalidades para cumprimento das metas de custos e prazos. Será imperativo reconhecer a capacidade financeira do parceiro relativamente à escala do empreendimento. Não deverão ser construídas parcerias caso não seja possível identificar e mensurar os riscos a que a empresa líder se submete.

As questões de formação de preços com margens de segurança, de controle de custos e prazos, da competência do sistema de suprimentos, da rotina de julgamento da qualidade dos parceiros e do risco embarcado em cada negócio, são essenciais na tarefa de reorganização de um novo portfólio de empreendimentos conduzidos sob a égide de um modelo de parcerias de negócios que pretenda ser vitorioso.

O desenvolvimento interno de competências pelas empresas é um caminho que poderá ser trilhado. É possível reconhecer o volume de investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) que poderia ter sido alocado no ciclo de 2007 a 2010 distinguindo-se quanto as empresas colocaram de recursos financeiros em cada parceria, a custos financeiros de 12% ao ano mais TR. Houve uma destruição de recursos que não se revelou criadora, ou ao menos, se quisermos ser condescendentes, o aprendizado do que não fazer foi caro demais.

Um direcionamento de recursos para desenvolvimento de competências internas voltadas para definição de produto e sua capacidade de penetração no mercado, com elevada margem de segurança se mostrará uma alocação eficiente na medida em que



reduzir perdas derivadas de “ser obrigado a vender abaixo do preço necessário para validar o investimento” como ressalta o professor Rocha-Lima em seu artigo para o evento da LARES 2012.

Outro tema que deve ser explorado pelas empresas num outro patamar de conhecimento é o das Análises da Qualidade do Investimento (AQI), e aqui novamente recorreremos aos escritos do professor Rocha-Lima, que apontam para vieses nas AQIs das corporações, as quais são processadas em hierarquias de decisão inferiores e inapropriadas, seja porque privilegiam a ânsia de investir em detrimento da racionalidade, seja porque nestes níveis não há maturidade, ou autonomia, suficiente para tratar e mitigar os riscos do investimento. Em síntese, decisões têm sido tomadas amparadas em informações de baixa qualidade, fruto da pouca importância que as companhias têm dado ao assunto, crucial para decisões de investimento mais balizadas.

A literatura internacional sobre competências internadas em empresas de real estate destaca que avaliar a qualidade de investimentos nos seus negócios, conduzir análises e gerir os riscos dos negócios são ênfases estratégicas que não podem ser negligenciadas, o tema é complexo demais para ser tratado por segundos e terceiros escalões, sob pena de se embarcar num processo somente de destruição, e não de destruição criadora como preconizava Joseph A. Schumpeter.
