

ANDRÉ LUÍS MARTINEZ MARIN

TENDÊNCIA DE CONSOLIDAÇÃO NO MERCADO IMOBILIÁRIO DE REAL
ESTATE RESIDENCIAL BRASILEIRO - TESTE DE HIPÓTESES NO CASO DA
INCORPORAÇÃO DA ABYARA PELA AGRA

Monografia apresentada à Escola
Politécnica de São Paulo para a
obtenção do título do MBA em Real
Estate - Economia Setorial &
Mercados

Orientador: Profº. Michael Willy
Asmussen

SÃO PAULO

2009

*À minha família, que sempre me apoiou
em cada desafio por mim enfrentado,
com carinho e compreensão*

AGRADECIMENTOS

Ao Profº Michael Willy Asmussen pela orientação dada neste trabalho.

Ao Profº Rogério Fonseca Santovito pelo incentivo, motivação e apoio, fundamentais para o início, desenvolvimento e término deste trabalho.

À Agra Incorporadora e ao seu corpo diretor pela confiança e incentivo.

À minha namorada Bruna pela dedicação, motivação e compreensão.

Ao meu colega Camilo pelas orientações e idéias compartilhadas desde o início deste trabalho.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	2
1.1 Justificativa	2
1.2 Objetivo	4
1.3 Metodologia	5
2. CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	6
2.1 Informações gerais do mercado	6
2.2 IPO (Initial Public Offering)	9
3. FUSÕES E AQUISIÇÕES	11
3.1 Histórico	11
3.2 Definições	14
3.3 Tipos e Motivos das Fusões e Aquisições	16
4. ESTUDO DE CASO - TESTE DE HIPÓTESES AGRA E ABYARA	21
4.1 Descrição das empresas envolvidas	22
4.2 Descrição do processo de F&A realizado pelas empresas	25
4.3 Hipóteses aplicadas ao estudo	26
4.3.1 Hipótese dos ganhos operacionais (sinergias)	26
4.3.2 Hipótese dos Ganhos Anormais ou Hipótese da informação nova	31
4.3.2.1 Cálculo dos Retornos anormais	31
4.3.2.2 Levantamento da divulgação do evento	33
4.3.2.3 Resultado dos retornos anormais por evento	34
5. CONCLUSÃO	40

RESUMO

Neste trabalho se procura retratar as motivações que levaram empresas do mercado imobiliário a passarem por processo de capitalização via abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo e discutir uma possível consolidação do mercado identificando os principais acordos, dando ênfase no caso de F&A entre Agra Incorporadora S.A e Abyara Planejamento Imobiliário S.A. por meio de testes de hipóteses defendidos por Kloeckner (1994) e Camargos & Barbosa (2003).

Duas das hipóteses definidas pelos autores foram testadas com mais profundidade por se enquadrarem ao estudo de caso, porém todas foram descritas e justificadas.

Com relação à hipótese de informação nova ou de ganhos anormais verificou retornos anormais positivos na data divulgação das informações novas para o mercado, porém os retornos anormais acumulados não foram satisfatórios por serem negativos em alguns casos.

Com relação ao teste de hipóteses dos ganhos operacionais (sinergias) foram avaliadas quatro fontes de sinergia: aumento de receita, redução de custos, redução de impostos e redução do custo de capital. Duas das fontes trazem benefícios com a transação (redução de custo e redução do custo de capital), porém as outras duas não.

1. INTRODUÇÃO

1.1 Justificativa

No mercado imobiliário norte americano, mais desenvolvido e estudado do que o mercado brasileiro pode-se observar a importância do acontecimento de Fusões e Aquisições (F&A). Kleinert e Klodt (2002) apontam que o real estate esteve entre os cinco setores que mais apresentam atividades de fusão nos anos 70 (2º colocação) e 90 (4º colocação), nos Estados Unidos . Segundo DANIELS, 2007, em 2004 o volume de aquisições do setor no país excedeu U\$ 220 bilhões, estabelecendo um novo recorde.

Porém nos últimos anos estas atividades de F&A também começaram a ganhar destaque no mercado brasileiro, após várias empresas do setor se capitalizarem por meio de processos de abertura de capital nos anos de 2006 e 2007.

Pelos dados da CVM, entre os anos de 2006 e 2008, 20 empresas imobiliárias ofereceram R\$ 13 bilhões de colocações primárias de ações, IPOs (Initial Public Offerings) para suportar seus respectivos planos de crescimento. Neste período o setor incorporador foi um dos maiores responsáveis por ofertas de lançamentos primários no mercado de capitais brasileiro. Isto evidencia elevada receptividade e expectativa positiva do mercado investidor por um setor tradicionalmente visto como de risco acentuado.

“Este processo de abertura de capital do setor desencadeou pressões inflacionárias nos terrenos nas grandes cidades brasileiras, por meio de dois mecanismos: primeiro, a estratégia de colocação dos títulos no mercado estava ancorada nas projeções de crescimento do volume de negócios das empresas, portanto era importante construir um expressivo *landbank* antes da oferta pública; segundo, com a captação realizada, o atendimento das metas de

geração de receita e de remuneração dos investimentos deflagrou uma intensa prospecção de terrenos para o desenvolvimento de novos negócios, em boa parte das vezes a disputa se organizando por leilões com pagamentos à vista” (TAKAOKA & ALENCAR, 2008).

Com o objetivo suportar esse crescimento e a expectativa futura de novos negócios, o estoque de terrenos, matéria prima do negócio de *real estate*, dessas incorporadoras imobiliárias cresceu, segundo Vedrossi, (2008) de R\$ 70 bilhões de VGV no final de 2006 para um volume total de mais R\$ 160 bilhões de VGV no final de 2007, um crescimento de 130%.

Diante deste cenário de grande concorrência e pouco espaço para o desenvolvimento de todas as empresas em um setor com oferta pulverizada, os processos de fusão e aquisição podem se apresentar como um instrumento de fortalecimento empresarial, e um acontecimento até certo ponto esperado para este mercado.

Seguindo a tendência norte americana, o mercado brasileiro já dá sinais de direcionamento para processos de F&A. Num primeiro instante, as empresas que abriram capital começaram a buscar diversificação geográfica por meio de parcerias com empresas regionais, e por estas possuírem conhecimento do local, diminuem-se (em teoria) os riscos envolvidos das operações em regiões desconhecidas. Num segundo momento, as F&A começaram a acontecer ainda de forma tímida entre as próprias empresas que passaram pelo processo de IPO. Deste modo entendo que a perspectiva para os próximos anos é que haja um aumento nos casos de F&A entre essas empresas.

As aquisições surgem como uma forma de enfrentar os desafios gerados pelas mudanças na economia, tecnologia, concorrência, regulamentação e padrões de propriedade (NADLER & LIMPert, 1994 apud TORTATO, 1999). A crise vivida no momento atual pode ser considerada um desafio a ser vencido pelas empresas de capital aberto na BOVESPA as quais, devido às estratégias equivocadas, o não cumprimento de metas e a descrença do mercado de ações,

sofreram quedas significativas em seus valores de mercado. Contudo elas poderão buscar fortalecimento por meio da união com outra empresa.

Uma vez que o mercado de *real estate* brasileiro, notadamente as empresas de capital aberto, apresenta evolução recente, não há histórico sobre realização de processos de F&A no setor. Na literatura nacional não se encontram registros e *cases* de F&A entre empresas do *real estate*. Desta forma, uma vez que as empresas não possuem modelos de sucesso na área, é necessário que se faça uma comparação deste processo com outros mercados, sobretudo o norte americano (Estados Unidos) e inglês (Inglaterra), que apresentam diversos estudos analíticos e empíricos sobre o tema.

1.2 Objetivo

O sucesso de uma F&A é alcançado quando se promovem ganhos tanto para os acionistas das empresas-alvo quanto para os acionistas da empresa-adquirente.

Esta monografia tem como objetivo, num primeiro momento retratar o ambiente propício do mercado para as empresas brasileiras de real estate abrirem capital na Bolsa de Valores de São Paulo e a discutir a possibilidade do acontecimento de processos de Fusões e Aquisições.

Dentre os diversos motivos para a realização de F&A, podem-se derivar algumas hipóteses, passíveis de teste, envolvendo dados empíricos dos mercados de capitais.

Após uma contextualização do mercado, serão avaliados os efeitos, para os acionistas-alvos e os acionistas adquirentes, das hipóteses testáveis relacionadas com as evidências empíricas sobre fusões e aquisições definidas por Kloeckner (1994) e Camargos & Barbosa (2003), para, em seguida, ser

discutido um caso específico e recente de F&A, qual seja, a incorporação da Abyara Incorporadora pela Agra Incorporadora.

1.3 Metodologia

Kloeckner (1994) define que as hipóteses relacionadas com as evidências empíricas sobre fusões e aquisições podem ser reunidas em três grupos distintos. Os dois primeiros compreendem a hipóteses relacionadas a dois tópicos derivados da base da teoria da empresa: a maximização do valor e a maximização da utilidade gerencial. O terceiro grupo de hipótese tem como premissa que as fusões são motivadas por economias de escala ou economias de escopo e investiga qual das empresas envolvidas no processo de fusão é responsável pela fonte desses benefícios.

Para o desenvolvimento do presente trabalho serão considerados dados referentes às empresas Agra Incorporadora e Abyara Planejamento Imobiliário divulgados ao mercado por meio de instituições como a Comissão de Valores Mobiliários e dados públicos extraídos dos relatórios trimestrais e anuais públicos divulgados pelas próprias empresas.

Serão abordados os estudos do mercado imobiliário e o acompanhamento da evolução dos preços das ações das empresas antes e depois da concretização do processo de F&A, com a finalidade de avaliar o efeito dos testes empíricos baseados na literatura de Kloeckner (1994) entre outros autores que realizaram estes testes em outros mercados, como o dos Estados Unidos e da Inglaterra.

2. CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

2.1 Informações gerais do mercado

De acordo com pesquisas da Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio de São Paulo (EMBRAESP) o número de unidades residenciais lançadas na região metropolitana de São Paulo teve um aumento de 23,2% de janeiro a dezembro de 2006, com relação ao mesmo período do ano de 2004. Já em relação ao volume de unidades vendidas, na pesquisa mensal divulgada pelo Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo (SECOVI), o aumento no período de janeiro a dezembro de 2005 foi de 53,8% com relação ao mesmo período do ano de 2007.

Este crescimento do mercado imobiliário brasileiro nos últimos anos é fruto da combinação de alguns fatores, entre eles: crescimento populacional, aumento da renda familiar, aumento da disponibilidade de crédito e demanda por imóveis devido ao grande déficit habitacional.

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) a população brasileira em 2009 é de 191,8 milhões de habitantes contra 169,8 milhões em 2000, apresentando uma projeção de crescimento anual de 2005-2010 de 1,26%. A projeção para o Brasil é superior a países como Estados Unidos (0,97%), Reino Unido (0,42%), France (0,49%), China (0,58%) e Rússia (-0,51%).

De acordo com a pesquisa Miséria e a Nova Classe Média na Década da Igualdade, divulgada em agosto de 2008, pela Fundação Getúlio Vargas, em 1992, 32,52% da população se enquadrava na classe média e esse contingente chegou a 47,06% em 2007. Nos quatro anos finais do período, o crescimento passou de 37,06% para 47,06%. A classe média tem renda familiar entre R\$ 1.064 e R\$ 4.591, e, em sua maioria, tem carteira de trabalho assinada. Outro aspecto

da nova classe média é a presença significativa de afro-brasileiros e das mulheres que estão ascendendo para a classe C por meio do trabalho. Este aumento significativo da renda da população brasileira reflete uma tendência para o aumento do consumo, e consequentemente a aquisição da casa própria.

Conforme estudo realizado pela Fundação João Pinheiro, instituição de pesquisa aplicada ligada ao Governo do Estado de Minas Gerais desde 1969, apesar de apresentar, entre os anos de 2000 e 2006, uma queda percentual em relação aos domicílios do déficit habitacional de 16,1% para 14,5%, em 2006 o déficit brasileiro ainda é de 7,9 milhões de unidades habitacionais. Devido ao crescimento da população e do número de domicílio, em termos absolutos houve um aumento de 712 mil unidades no mesmo período. Deste montante 90,7% do déficit está concentrado na população com renda de até 3 salários mínimos e 9,3% acima de 3 salários mínimos, principal foco da maior das empresas atualmente.

Ao longo dos anos a dificuldade para a obtenção de crédito habitacional devido à alta taxa de juros e escassez de financiamento de longo prazo causava danos ao crescimento do setor imobiliário.

Segundo Vedrossi (2008) o mercado de crédito imobiliário tem crescido a taxas superiores a 100% ao ano nos últimos 2 anos, atingindo patamares nunca antes vistos. No ano de 2007, os recursos do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) alcançaram o valor de R\$ 18,4 bilhões alocados em operações de financiamento à construção e à aquisição de imóveis, além do volume total de R\$ 6,9 bilhões provenientes do FGTS.

A tabela 1 apresenta o volume de financiamento para o setor habitacional de 2000 a 2005.

Tabela1: Volume de financiamento para o setor imobiliário de 2000 a 2007

Unidades Financiadas		Volume Financiado		
Ano	Número de Unidades	Diferença em Relação ao Ano Anterior (%)	Volume Financiado (em R\$ milhares)	Diferença em Relação ao Ano Anterior (em %)
2.000	36.355	3,50%	1,92	16,00%
2.001	35.768	-1,61%	1,87	-2,60%
2.002	28.902	-19,20%	1,77	-5,35%
2.003	36.446	26,10%	2,20	24,29%
2.004	53.787	47,58%	3,00	36,36%
2.005	60.769	12,98%	4,79	59,67%

Fonte: base em dados do BACEN

Ao mesmo tempo, além da disponibilidade de recursos, os produtos de crédito imobiliário voltados à aquisição de unidades residenciais apresentam atualmente condições significativamente mais favoráveis, com taxas de juros menores e prazos mais extensos, sendo acessíveis a um público crescente. A possibilidade de financiar 80% ou, em alguns casos, até 100% do valor do imóvel em um prazo de 25 a 30 anos a taxas de juros ao redor de 9% a 10% ao ano é hoje uma realidade.

Novas melhorias jurídicas favoreceram também crescimento do crédito imobiliário no país reduzindo o risco para o credor e o devedor. As medidas melhor asseguraram os direitos de credores e investidores com a alienação fiduciária; os direitos de credores, investidores e compradores, com o patrimônio de afetação; e o direito de credores no caso do incontroverso.

2.2 IPO (Initial Public Offering)

IPO é o termo em inglês que significa oferta inicial de ações, que define o mecanismo por meio do qual uma empresa abre o seu capital e passa a ser listada na bolsa de valores.

Segundo Azevedo (2007) as empresas que pretendem abrir capital geralmente buscam acesso a recursos para financiar projetos de investimento. Entretanto não optam por outras fontes de recursos (receitas provenientes do próprio negócio, capital de terceiros) por haver restrições e desvantagens que dificultam sua capacidade de captação. Em resumo, as vantagens da abertura de capital como forma de captação de recursos estão dispostas a seguir:

- redução do risco financeiro da companhia, por não estar vinculado a um empréstimo que necessite de um rendimento definido da empresa para pagamento de juros; nem limitador de valor para captação de recursos (como nas receitas provenientes do próprio negócio);

- redução do custo de capital, para empresas muito endividadas. Diminui-se o grau de endividamento da empresa, balanceando o uso do crédito e do capital próprio. Com um custo de capital menor, o retorno de projetos que anteriormente poderiam não ser atrativos passa a superar o custo do financiamento, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento;

- liquidez patrimonial para diversificação dos investimentos dos acionistas. Serve como solução para venda de participação de um fundo de *venture capital* ou *private equity* que já maturou seu investimento, bem como solução para vender participação de herdeiros não interessados em administrar o negócio de uma empresa familiar;

- aumento da visibilidade, transparência e credibilidade para o mercado, para atender as necessidades de seus acionistas investidores e lhes oferecer condições para acompanhar seu desempenho de perto. Pela mesma razão, a empresa pode melhorar seu relacionamento com instituições financeiras, que passam a ter maior confiança na avaliação e concessão de crédito;

- possibilidade de reestruturação dos passivos da companhia, mantendo uma estrutura financeira equilibrada.

Em 2006 e 2007, o setor de real estate habitacional passou por uma febre de IPOs e o ingresso substancial desses recursos foi favorecido por notável presença de investidores estrangeiros em 2006 e 2007, atraídos pela condição favorável da economia do país com a redução do risco-país, estabilidade inflacionária, juros baixos e motivados pelas perspectivas de crescimento do setor habitacional brasileiro. A melhoria do ambiente macroeconômico no Brasil e o conseqüente desenvolvimento do mercado acionário local proporcionaram a mais de 20 empresas do setor de *real estate* a abrirem seu capital entre os anos de 2006 e 2007. Essas empresas captaram um valor próximo a R\$ 13 bilhões em novos recursos na forma de *equity* através de Ofertas Públicas de Ações ("IPO" - Initial Public Offering) junto à Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA (VEDROSSI, 2008).

Ao lançar uma oferta pública a empresa muitas vezes não tem o conhecimento das responsabilidades que passará a ter por ser uma companhia aberta. Rapidamente, surgem interessados aos quais as empresas precisam

informar sobre as estratégias, esclarecer qualquer tipo de dúvida e divulgar balanços, os resultados e números.

Após a abertura de capital as empresas começaram a ser acompanhadas de perto por novos públicos antes ignorados pelos gestores, como os investidores individuais, a Comissão de Valores Mobiliários e analistas (*sell-side* e *buyside*). Para todos os novos interessados a empresa precisará passar informações com igualdade, transparentes, ou seja, fornecer informação a todos e no mesmo momento. Os interessados são diferentes, mas com a mesma solicitação, informação de qualidade para poder avaliar os investimentos feitos.

Pode-se notar que a rotina da empresa de capital aberto sofre mudanças significadas quando passa por um processo de capitalização de recursos via abertura de capital. Mas mais importante que uma informação transparente e ágil, a empresa precisa satisfazer os investidores que agora cobrarão por resultados financeiramente atrativos e com a consequente valorização das ações.

3. FUSÕES E AQUISIÇÕES

3.1 Histórico

A evolução da atividade das F&As é marcada por movimentos cíclicos (ondas), nos quais períodos de maior e menor intensidade se sucedem.

Os números de ondas ocorridas na história dos processos de F&A apresentam diferenças entre os autores. Alguns alegam são quatro ondas, enquanto outros defendem que são cinco (CAMARGOS & BARBOSA, 2001).

A literatura Econômico-Financeira internacional, baseada principalmente no mercado norte-americano, assinala quatro ondas de F&As, as quais desempenharam um papel relevante em âmbito mundial na concentração de

capitais, reestruturação patrimonial e consolidação de setores econômicos. Foram elas: The Great Merger Wave (1887-1904); The Merger Movement (1916-1929); The 1960s Conglomerate Merger Wave e The Wave of the 1980s (CAMARGOS & BARBOSA, 2003).

The Great Merger Wave

(1887-1904)

Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes: as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.

The Merger Movement (1916-1929)

O boom do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar empresas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitruste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio (STIGLER, 1950 apud CAMARGOS & BARBOSA, 2003).

The 1960s Conglomerat e Merger Wave

Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitrustes em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo boom do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As desta onda fracassou porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996 apud CAMARGOS & BARBOSA, 2003).

The Wave of the 1980s

Caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria empresa, mas sim à aquisição de outras empresas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O crash da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às empresas estrangeiras comprar empresas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre empresas de mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre empresas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de *takeovers*. O boom das F&As dos anos 80 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 90 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação,

adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas (TRICHES, 1996 apud CAMARGOS & BARBOSA, 2003).

As duas últimas décadas do século XX foram marcadas por um crescente aumento das operações de fusões e aquisições, envolvendo empresas de diferentes portes e países. Estas transações respondem às necessidades competitivas das grandes empresas, regidas por uma nova lógica produtiva, que implica alterações nos padrões de gestão e de produção, e o estabelecimento de novas formas de relações de trabalho (BARROS et al., 2003).

No Brasil, segundo o Ranking da Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID) de Fusões e Aquisições¹, divulgado em fevereiro de 2009, apesar do número de operações fechadas em 2008 ser menor que em 2007, 84 contra 110, o crescimento foi evidente nos últimos dois anos anteriores, sendo 63 operações em 2006 e 42 operações em 2005.

3.2 Definições

A atividade de fusão e aquisição não está totalmente assimilada e sedimentada em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. Segundo Kloeckner (1994), “o que existe é um conjunto de explicações que se propõe conferir-lhe legitimidade, derivado de alguns aspectos das teorias da empresa, principalmente da Teoria da Firma e da Agência.”

Triches (1996) define fusão ou consolidação pela forma ou pelo método que um conjunto de empresas escolhe para a organização de uma nova entidade, muitas vezes com nova denominação e administração constituída segundo a proporção dos bens patrimoniais reunidos ou fundidos.

¹ para efeito do Ranking ANBID de Fusões e Aquisições, o valor da operação deve ser no mínimo R\$ 20 milhões.

Já a aquisição caracteriza-se quando uma empresa ou um grupo de investidores adquire, total ou parcialmente, o patrimônio ou o controle acionário de outra empresa.

Para Wright, Kroll e Parnell (2000, apud GOLDNER & ARAÚJO, 2005), a fusão ocorre quando duas ou mais empresas, em geral do mesmo porte, unem-se para partilhar ou transferir recursos e ganhar em força competitiva.

Tanure e Cançado (2004, apud GOLDNER & ARAÚJO, 2005) acreditam que fusão seja uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir para constituir uma terceira, com uma nova identidade jurídica.

Em termos da distinção entre aquisições e fusões, Lopes, Rossini, Crubellate e Mendes (2001, apud GOLDNER & ARAÚJO, 2005) afirmam que quando ocorrem aquisições, a empresa adquirida pode ser transformada numa divisão ou em departamentos da empresa adquirente, mas, na fusão, as empresas envolvidas deixam de existir, surgindo uma nova organização. A partir de critérios contábeis internacionais o chamado *business combinations*, El Hajj e Lisboa (2001, apud GOLDNER & ARAÚJO, 2005) percebem fusão como a combinação de empresas que serão extintas, transferindo seus ativos líquidos para uma nova empresa, que será constituída pelos acionistas das empresas anteriores, e, na aquisição as empresas combinadas serão mantidas como empresas separadas legalmente, existindo a relação de participação acionária.

Para Capron & Hulland (1999, apud PRADO; JUNIOR & TOLEDO, 2006) a aquisição é considerada como a captura de novos recursos no marketing como marcas e/ou força de vendas, que a empresa acha difícil desenvolver internamente e, além disso, não são capazes de comprar como recursos independentes no mercado externo. Hitt, Ireland e Hoskisson (2002, apud PRADO; JUNIOR & TOLEDO, 2006) definem o processo de fusão como uma estratégia por meio da qual duas empresas concordam em integrar suas

operações em base relativamente co-igual, porque têm recursos que, juntas, podem criar uma vantagem competitiva mais forte.

Segundo DODD (1980, apud CAMARGOS & BARBOSA, 2003), uma fusão é uma transação na qual uma empresa (a adquirente) compra ações circulantes ou ativos de outra (a alvo). ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995 apud CAMARGOS & BARBOSA, 2003) declaram que na fusão ou consolidação as empresas envolvidas geralmente têm porte semelhante e combinam-se mediante uma simples permuta de ações, dando origem a outra empresa, enquanto na aquisição ocorre a compra de uma empresa por outra, e somente uma delas mantém a identidade.

Existem várias definições sobre o tema fusões e aquisições, mas que na maioria das vezes os autores fazem com que elas se tornem próximas. No caso da fusão os autores afirmam as empresas participantes do processo formam uma nova organização com uma nova identidade, integram as atividades com objetivo de trazer vantagens para os envolvidos. No caso da aquisição a empresa adquirida é incorporada pela adquirente, que passa a utilizar todas as qualidades da antiga empresa.

3.3 Tipos e Motivos das Fusões e Aquisições

Brealey, Myers & Marcus (1995, apud MATIAS, BARRETTO, & GORGAT, 1996) definem as formas mais importantes que o processo de fusão e aquisição pode assumir: a fusão horizontal, a fusão vertical e a fusão de conglomerados.

“Estes três tipos de fusões se diferenciam entre si em virtude do tipo de atividade econômica realizada pelas empresas que se fundem, considerando o tipo de negócio em que estão e em que parte do seu processo produtivo” (MATIAS, BARRETTO, & GORGAT, 1996).

“Assim, em uma fusão horizontal, as empresas que se fundem operam no mesmo tipo de negócio, sendo competidoras uma da outra. A fusão neste caso geralmente visa buscar uma redução de custos e um aumento da eficiência operacional através da obtenção de economias de escala. Este tipo de fusão costuma ser regulado pelo governo porque reduz a competição em uma dada indústria, podendo levar à criação de um monopólio ou cartel” (MATIAS, BARRETTO, & GORGAT, 1996).

A fusão vertical se caracteriza quando as empresas que se fundem estão em etapas diferentes do seu processo de operação. Assim, a fusão de uma empresa montadora de automóveis com um fornecedor de autopeças é uma fusão vertical. O objetivo aqui é procurar diminuir custos de transação externos causados pela existência de um mercado imperfeito ou procurar realizar economias através de operações integradas, como planejamento de estoques e da produção, transporte, etc. (MATIAS, BARRETTO, & GORGAT, 1996).

A fusão de conglomerados ocorre quando as empresas que se fundem operam em negócios distintos. As fusões de conglomerados podem ser divididas nos três tipos característicos: extensão de produto, extensão geográfica e conglomerado puro (MATIAS, BARRETTO, & GORGAT, 1996).

Já autores como WESTON & BRIGHAM (2000) e GITMAN (1997) (apud CAMARGOS & BARBOSA, 2001) acrescentam um quarto grupo de fusão, a fusão congênere ou circular. Essa fusão envolve empresas do mesmo setor em geral, nas quais não há uma relação de cliente ou fornecedor.

Além dos 5 tipos de processos de F&A: horizontal, vertical, de conglomerados e a congênere; vários autores apontam os motivos que levam as empresas envolvidas a tomarem essa decisão.

Camargos (2002, apud CAMARGOS & BARBOSA, 2003) com base na Teoria da Maximização dos Lucros da Firma e da Maximização da Utilidade Gerencial lista alguns deles como as expectativas assimétricas; irracionalidade

individual nas decisões de dirigentes; F&As como uma alternativa a dividendos e recompra de ações; compensações e incentivos tributários; custos de reposição e valores de mercado; sinergias operacionais e gerenciais; efeitos anticompetitivos e busca do poder de monopólio; redução do risco de insolvência e razões gerenciais das F&As.

As razões que levam uma empresa a comprar outra são justificadas pelas vantagens que o processo traz. São elas: maior poder de mercado; superação de barreiras à entrada; custos no desenvolvimento de um novo produto; maior velocidade de entrada no mercado; menor risco comparado ao desenvolver novos produtos; maior diversificação e evitar competição excessiva (PRADO; JUNIOR & TOLEDO, 2006).

A F&A é um instrumento para o crescimento da empresa. Muitos autores defendem que o objetivo final de um negócio é o lucro, o qual freqüentemente é atingido por meio do crescimento, o qual tem sido sempre marcante na definição de estratégias empresariais. Rock et al. (1994, apud ZILBER; FISCHMANN & PIEKNY, 2002) afirmam que a F&A incrementa o posicionamento competitivo e eficiência operacional da empresa. Outra visão é proposta por Rasmussen (1989, apud ZILBER; FISCHMANN & PIEKNY, 2002), ao defender que tanto a fusão quanto a aquisição são poderosas ferramentas para o crescimento e expansão econômica empresarial, permitindo a penetração em novos mercados em curto prazo, evitando a espera pela maturidade de investimentos internos a partir da estaca zero. O ganho de competitividade por meio do compartilhamento ou transferência de recursos e benefícios da sinergia, provenientes da fusão, é salientado por Wright et al. (2000) e por Rock et al. (1994) (apud ZILBER; FISCHMANN & PIEKNY, 2002).

Para Steiner (1969, apud ZILBER & PIEKNY, 2005), F&A pode evitar a dependência da empresa em relação às linhas de produtos existentes, sendo sua obsolescência um estímulo para a F&A, especialmente se a empresa não dispõe de tempo para a modernização a partir de seu próprio esforço de

desenvolvimento interno. Clemente e Greenspan (1998) alinham-se a Steiner (1969), ao salientarem que, para evitar a demora no desenvolvimento interno do produto, as empresas que possuem recursos financeiros estão na posição de adquirir outras empresas para ampliar rapidamente sua plataforma de produtos.

As F&As ocorrem por várias razões e, em qualquer processo, vários motivos diferentes influenciam simultaneamente o comportamento das partes envolvidas.

Quanto mais relacionados os negócios, maior o grau de integração para se atingir a sinergia necessária e criar o valor esperado com a aquisição. Assim, no caso de uma aquisição não relacionada, cada empresa, em tese, tenderia a manter sua gestão independente. BARROS et al. (2003), ainda ressalta que existem diferenças na condução de processos de integração quando as aquisições são motivadas pela obtenção de tecnologia e competências ou por aspectos mais relacionados a mercado.

Do conjunto de motivos para as F&As, podem-se derivar algumas hipóteses testáveis empiricamente sobre o tema, envolvendo dados empíricos dos mercados de capitais. Algumas hipóteses não serão testadas neste trabalho, conforme descrito a seguir (CAMARGOS & BARBOSA, 2003).

Hipótese da Maximização da Utilidade Gerencial - Postula que os administradores de firmas adquirentes procuram maximizar a sua própria utilidade às expensas dos acionistas dessas firmas. Os administradores podem se engajar em F&As que causem um impacto negativo nas ações de duas firmas, desde que os ganhos para os acionistas das firmas-alvo sejam compensados com as perdas dos acionistas adquirentes, o que anula as expectativas de perdas ou de ganhos líquidos. Assim, uma F&A não deve impactar as ações das firmas envolvidas, em virtude da compensação de ganhos e perdas dos acionistas-alvo e adquirentes, respectivamente.

Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) – postula que os preços dos títulos se ajustarão instantaneamente a qualquer informação nova relevante (como o anúncio de uma F&A), fornecendo sinais úteis à alocação eficiente de recursos. Esta hipótese postula apenas que o mercado de capitais reagirá eficientemente às informações sobre uma possível F&A (MANDELKER, 1974). Isto é, em um mercado de capitais informacionalmente eficiente podem existir ganhos ou perdas tanto para firmas adquirentes quanto para firmas-alvo, em razão do novo patamar de ajuste dos preços e dos motivos por trás da negociação (o que importa é a velocidade e a acurácia do ajuste).

Hipótese da Divisão de Ganhos – Também denominada de mercado de aquisições perfeitamente competitivo (MANDELKER, 1974), postula que a combinação de ativos pertencentes a firmas distintas gera ganhos para os acionistas dessas firmas e que os ganhos são distribuídos proporcionalmente ao tamanho da firma. Isto é, os ganhos serão maiores para acionistas adquirentes ou acionistas-alvo cujas firmas forem maiores ou detentoras de ativos específicos, e divididos de maneira equivalente se o ativo pertencer a ambas ou se as firmas tiverem tamanhos similares;

Hipótese da Diversificação do Risco (F&As em conglomerado) – baseada na teoria de carteiras de MARKOWITZ (1952) postula que investidores conseguem obter retornos maiores ou iguais em investimentos que combinam ações de duas firmas na proporção adequada, do que em investimentos em firmas diversificadas (combinadas), em razão dos riscos dessas atividades. Assim, as F&As não proporcionam ganhos, ou têm um efeito negativo nos ganhos tanto de acionistas-alvo quanto de acionistas adquirentes.

Hipótese dos Ganhos Operacionais (sinergia) – postula que os ganhos relativos às F&As advêm de fatores operacionais, como economias de escala e de escopo, eliminação de ineficiências (operacionais e administrativas), ganhos de monopólio, obtenção de capacidades adicionais e efeito de co-seguro. Assim, uma F&A deve proporcionar um resultado global positivo para as firmas

envolvidas, cujos ganhos são divididos (não necessariamente de forma equivalente) entre elas; caso a tentativa de F&A não obtenha sucesso, haverá um impacto negativo sobre as ações de ambas as firmas.

Hipótese dos Ganhos Anormais ou da Informação Nova - postula que é a informação nova liberada ao mercado nos processos de F&A e não os ganhos operacionais combinados que afeta os preços das ações no mercado. Assim, as firmas-alvo receberão retornos anormais positivos no anúncio de uma F&A. Não haverá nenhum efeito sobre as ações da firma adquirente, mas haverá um efeito positivo para a firma-alvo, caso a F&A não obtenha sucesso.

4. ESTUDO DE CASO - TESTE DE HIPÓTESES AGRA E ABYARA

Especula-se muito sobre o processo de consolidação do setor imobiliário no Brasil e alguns fatores começam a dar força para isto se tornar realidade.

A captação de recursos provenientes da abertura de capital das empresas promoveu uma intensa busca por terrenos, principalmente nos grandes centros urbanos, elevando assim o valor da terra e conseqüentemente o valor imóveis. Contudo algumas poderão passar por dificuldades financeiras, devido à escassez de caixa e a dificuldade de obtenção de crédito decorrente da crise mundial vivida atualmente, e serão praticamente forçadas a entrar num processo de fusão ou aquisição. As quedas acentuadas das ações das empresas podem também acelerar este processo, já que elas apresentam valores muito inferiores aos dois anos anteriores, principalmente. Com algumas empresas mais baratas, outras poderão ir as compras. O Brasil possui 20 empresas do setor de capital aberto listadas na Bovespa, enquanto no mercado norte americano não se encontra mais do que 10, demonstrando excesso no mercado interno.

Dando início a este processo começaram alguns negócios foram firmados, com destaque para o de 1 de setembro de 2008 quando a Gafisa efetuou a compra da Tenda, construtora voltada para a unidade de negócio econômico; em 10 de setembro de 2008 foi a vez da Brascan confirmar a compra da incorporadora e construtora Company e em 18 de fevereiro a Agra e a Abyara fecharam negócio. Outras possíveis F&A foram divulgadas no mercado.

4.1 Descrição das empresas envolvidas

AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS ("AGRA")

Incorporadora fundada em 1996 atua de forma destacada no segmento residencial de empreendimentos voltados às classes médio-alta e média com foco apenas em incorporação. Atualmente concentra suas atividades nas cidades de São Paulo, Salvador, Rio de Janeiro, na Baixada Santista, no ABC e no litoral paulista.

Em janeiro de 2005 teve um aporte da Cyrela, formando uma *joint-venture* e em abril de 2007 fez a abertura de capital. Durante esses doze anos de atuação a empresa chamou atenção devido ao seu rápido crescimento.

Em mais de 10 anos, a empresa incorporou 46 empreendimentos, totalizando mais de 10.000 unidades.

A estrutura acionária anterior ao processo era representada de acordo com a figura 1.

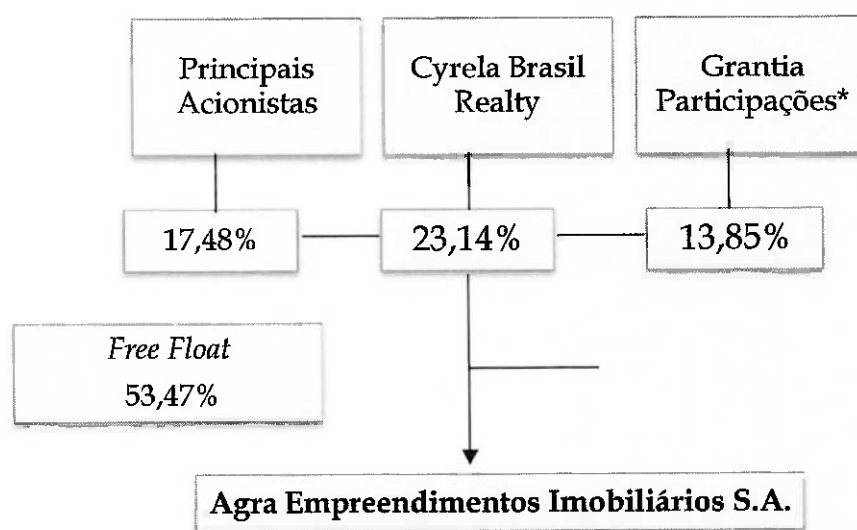


Figura 1: Estrutura Acionária anterior a F&A

**A Grantia Participações é formada por um dos sócios da Agra juntamente com sua esposa.*

ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO ("ABYARA")

Desde sua criação, a Abyara atuou apenas no planejamento, desenvolvimento e comercialização dos empreendimentos imobiliários, incluindo a escolha do terreno, a estruturação do projeto, o planejamento e criação da estratégia de marketing, o lançamento do produto no mercado e a comercialização de suas unidades.

Após a abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo em junho de 2006 a Abyara começou a atuar também como investidor em projetos de incorporação imobiliária, principalmente no mercado residencial da região metropolitana de São Paulo e Salvador e outras regiões do Brasil.

Em agosto de 2008 o grupo de consultoria imobiliária Brasil Brokers acertou a compra de 51% do controle da Abyara Intermediação Imobiliária, unidade de negócio da Abyara Planejamento que reúne os ativos de corretagem, consultoria e assessoria em compra e venda de imóveis.

A outra unidade de negócio, a Abyara Planejamento Imobiliário, ainda continuou atuando com a incorporação de projetos com uma gestão independente até ser adquirida pela Agra Incorporadora em parceria com o grupo espanhol Veremonte Participações.

As duas empresas realizaram diversos negócios em parcerias, fortalecendo e estreitando cada vez mais a relação entre elas. No ano de 2009, 50% dos projetos lançados pela Abyara eram em parcerias com a Agra.

A estrutura acionária anterior ao processo era representada de acordo com a figura 2.

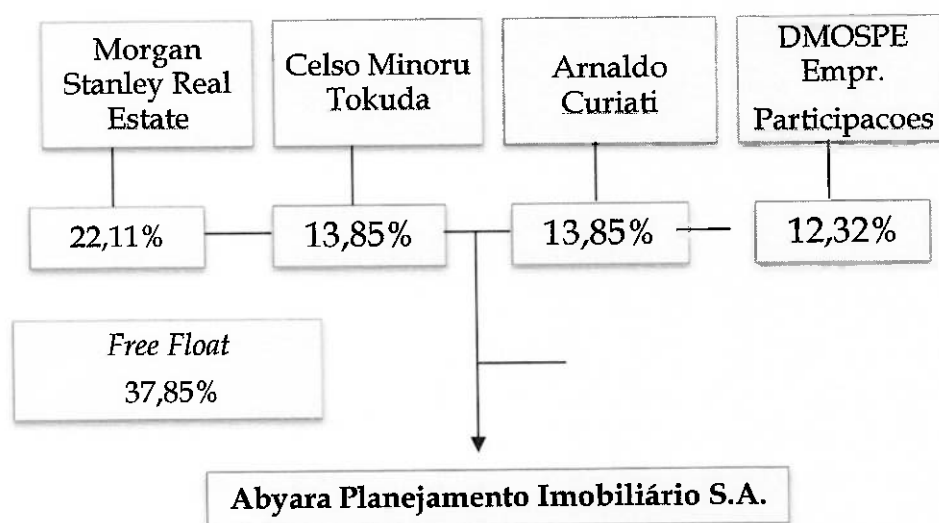


Figura 2: Estrutura Acionária anterior a F&A

4.2 Descrição do processo de F&A realizado pelas empresas

De acordo com o fato relevante divulgado pela Abyara, no dia 18 de Fevereiro de 2009, a Agra e Veremonte Participações S.A. ("Veremonte") em conjunto celebraram o contrato de compra e venda de ações, na proporção 30% e 70%, respectivamente, no qual os sócios fundadores alienaram 62,13% do capital social da Abyara.

Segundo o Contrato de Compra e Venda, as empresas adquiriram 31.596.348 ações ordinárias, representando os 62,13% do capital social, comprometendo-se a pagar o preço de R\$ 1,20 por ação. O preço total de compra das Ações, de R\$ 37.915.617,60, será pago em moeda corrente nacional num período de até 5 anos.

A Abyara possuía um endividamento junto a instituições financeiras de aproximadamente R\$ 430 milhões, dos quais aproximadamente R\$ 300 milhões com vencimento em 2009. Com a transferência do controle, o endividamento da Abyara junto a instituições financeiras será reduzido para menos de R\$180 milhões (mediante dação de ativos da Abyara em pagamento e renegociação de saldos existentes), e o seu prazo médio alongado.

Tão logo concluída a reestruturação do endividamento, Agra e Veremonte divulgaram a intenção de realizar um aumento do capital social no valor de R\$100 milhões, para aumentar o caixa da nova empresa.

Foi nomeado como novo diretor presidente da empresa da Abyara o ex-diretor de engenharia e fundador da Agra, implementando o modelo de gestão da Agra.

4.3 Hipóteses aplicadas ao estudo

Por ser uma transação recente e pelos dados disponíveis no mercado das sete hipóteses apresentadas duas delas serão testadas empiricamente no presente trabalho.

4.3.1 Hipótese dos ganhos operacionais (sinergias)

Para ROSS (1995) sinergia é a diferença de valor de mercado entre a empresa combinada e a soma de valores de cada empresa antes da junção. O valor total da sinergia é difícil de ser mensurado e previsto. As principais fontes de sinergia de acordo com são: aumento de receitas, redução de custos, redução de impostos e redução de custos de capitais.

No caso do estudo da hipótese da sinergia serão utilizados as quatro fontes de geração, definidas acima, para a avaliação dos ganhos advindos dos fatores operacionais.

Aumento de Receitas

A receita do mercado imobiliário será avaliada de acordo com as vendas contratadas e não em relação à receita do faturamento. O costume de todas as empresas é fazer a apresentação desta forma, já que os faturamentos acontecem ao longo de todo o ciclo do empreendimento: o desenvolvimento do projeto, período de construção e posteriormente a entrega do empreendimento ao cliente.

Também não será avaliada de acordo com a receita contábil, pois o reconhecimento dessa forma depende do desenvolvimento físico da obra e do

terreno. Um exemplo: um empreendimento com VGV de R\$ 100 milhões é vendido totalmente à vista, apesar de ter uma venda total, assim como um faturamento total, em quanto não se iniciar a obra a receita não será totalmente reconhecida contabilmente. O reconhecimento será apenas do valor correspondente ao terreno com relação ao custo total poderá ser reconhecido. Se o valor do terreno corresponder 15% custo e o valor da obra, 85%, apenas 15 milhões serão reconhecidos como receita no momento. O restante será reconhecido de acordo com a evolução física da obra.

Vendas Abyara em 2007 - R\$ 390 milhões; 2008 - R\$ 950 milhões

Lançamento Abyara 2007 - R\$ 1200 milhões; 2008 - R\$ 850 milhões

Vendas Agra 2007 - R\$ 524 milhões; 2008 - 1050 milhões

Lançamento Agra 2007 -R\$ 1400 milhões; 2008 - R\$ 1100 milhões

Como a negociação aconteceu recentemente não será possível avaliar o aumento de receita após a concretização da F&A, portanto os dados para análise serão extraídos do planejamento das empresas.

Para o ano de 2009 a Agra divulgou uma estratégia de venda de estoque, porém não definiu um possível volume de lançamento devido às incertezas do mercado, tendo então grande probabilidade do volume de venda ser menor que no ano anterior, portanto menor após o acontecimento da junção das empresas. Segundo as perspectivas apresentadas na divulgação de resultados do 4º trimestre de 2008, a empresa seguiria as seguintes estratégias:

- Retirada do *guidance* de lançamentos para 2009 - Lançamentos seletivos (região e segmentação de renda);
- Foco na redução do estoque de R\$ 880 milhões;
- Desenvolvimento de novas estratégias comerciais;
- Aprovação de novos contratos de financiamento à produção

Num mercado em que as previsões apresentadas por empresas do setor estão sendo mais conservadoras, a Agra e a Abyara, participantes da transação, certamente apresentarão volume de vendas contratadas inferiores aos anos anteriores. A análise no caso da sinergia por meio de aumento de receita não valida a hipótese.

Redução de custos

A Agra, majoritária nos empreendimentos em sociedade com a Abyara, desde o início da negociação de F&A, começou a adquirir participação da parceira, dando início a um processo de centralização da gestão dos projetos, diminuindo os custos operacionais e dando fôlego à parceira para passar a dificuldade vivida no momento.

Com os projetos centralizados na Abra, a Abyara não precisara do mesmo número de pessoas para gerir os empreendimentos ainda em andamento, portanto pode reduzir a estrutura administrativa e de profissionais. De acordo com a figura 3, que foi apresentada no *call* do dia 3 de março de 2008, observa-se que a estrutura de profissionais foi reduzida expressivamente.

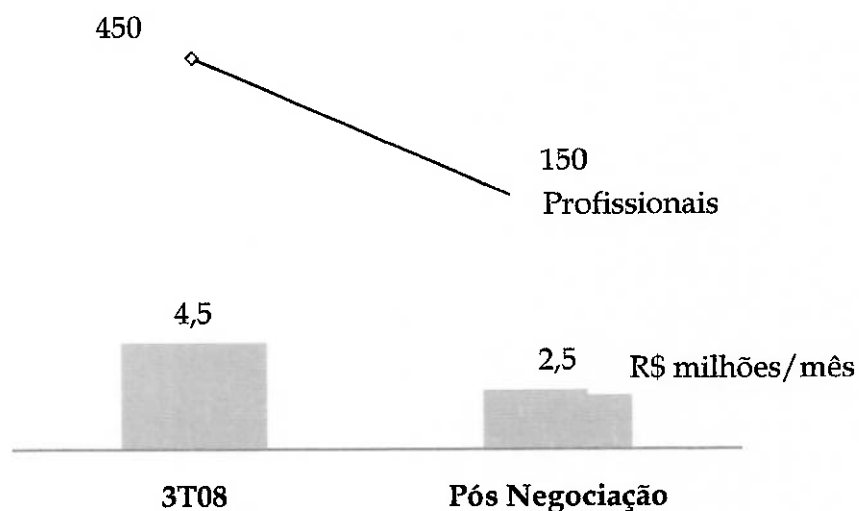


Figura 3: Diminuição da estrutura administrativa

Além da compra da participação de alguns empreendimentos da Abyara, a Agra implantou seu modelo de gestão, através da designação de um executivo para ser presidente da nova empresa, que também acarretou na diminuição do quadro de funcionários operando de forma mais enxuta.

Redução de Impostos

A incorporação de ações é a operação pela qual a totalidade das ações de determinada companhia é transferida a outra em realização de capital para convertê-la em subsidiária integral (art. 252 da Lei das S.A.).

A finalidade da incorporação de ações – sejam as ações incorporadas de sociedade controlada ou sem vínculos societários – é uma só: tornar a sociedade cujas ações foram incorporadas sua subsidiária integral.

Se a sociedade incorporada tiver prejuízos fiscais acumulados, ela os perderá, caso seja adotada a incorporação de sociedades, o que não ocorre caso se adote a incorporação de ações. Porém a incorporação de ações deve ser

superior a 50% para que os prejuízos fiscais da incorporada possam ser usados pela incorporadora

Contudo para a incorporação de ações, caso da Agra e Abyara, a empresa incorporadora detém menos que 50% das ações.

Redução do Custo de Capital

ROSS (1995) justifica "como há alguma diversificação quando duas empresas se fundem, o custo das dificuldades financeiras tende a ser menor, para a empresa combinada, do que a soma desses valores presentes para as duas empresas separadas." Portando a empresa poderá aumentar sua dívida após o F&A, com a finalidade de alavancar sua operação com novos recursos, assim como conseguir um custo menor para tomada de capital, devido ao menor risco apresentado.

De maneira geral, as incorporadoras que reduzem o endividamento líquido reportado nos balanços, melhoram o perfil financeiro e aumenta o poder de alavancagem. As companhias mais capitalizadas tenderão a ter acesso mais amplo a recursos de custo mais baixo, eventualmente mais baixo do que os financiamentos do SFH pelos bancos. O baixo endividamento deverá beneficiar o custo financeiro e a composição da dívida destas companhias, tendo em vista que, já nas condições do SFH, os recursos melhor se ajustam ao cronograma de projetos de médio prazo e têm custos comparativamente mais baixos do que as linhas bancárias tradicionais.

Principalmente no caso da Abyara seu endividamento, ou melhor, a diminuição dele foi um dos fatores mais importante para que acontecesse a operação. A negociação foi condicionada à reestruturação das dívidas da companhia com sete bancos: Bradesco, Unibanco, HSBC, UBS Pactual, Votorantim, Fibra e ABC. Parte da dívida será paga com os próprios terrenos da

companhia. O valor da dívida que era de R\$ 430 milhões diminui para R\$ 180 milhões com um prazo maior para pagamento.

Com um endividamento menor as empresas poderão negociar com terceiros um custo de capital, que significa a taxa de retorno que os credores exigem para emprestar novos recursos à empresa, menor do que quando se apresenta um alto endividamento, por apresentar um menor risco. Conseguindo essa nova dívida não precisarão utilizar recursos próprios, que é o capital mais caro a ser usado, já que a remuneração da empresa nos empreendimentos é superior aos juros cobrados por terceiros quando há o empréstimo.

Com relação à sinergia pode-se concluir que as empresas apresentam mais benefícios quando analisadas conjuntamente.

4.3.2 Hipótese dos Ganhos Anormais ou Hipótese da informação nova

Para verificar esta hipótese duas etapas são de fundamental importância: o levantamento de divulgação do evento, que neste caso refere-se à notícia com relação a uma possível F&A e cálculo dos retornos anormais nos períodos anteriores e posteriores ao evento.

4.3.2.1 Cálculo dos Retornos anormais

Brown & Warner (1980, 1985 apud PROCIAÑOY & VERDI, 2003) sugerem três modelos que podem ser utilizados para calcular os retornos anormais em estudos de eventos. Esses modelos são: o modelo de retornos ajustados a média, o modelo de retornos ajustados ao mercado e o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Kloeckner (1992, apud PROCIAÑOY

& VERDI, 2003) verificou que os três modelos anteriores estimam os retornos anormais de forma consistente e similar.

Neste trabalho o cálculo dos retornos anormais (RAs) será realizado segundo o modelo de retornos ajustados ao mercado para verificar o retorno anormal positivo, com relação à empresa alvo e neutro com relação à empresa adquirente, ao redor de um evento, no caso uma informação nova sobre as empresas participantes do processo de F&A Agra e Abyara.

Para o cálculo as seguintes etapas serão seguidas:

$$R_{it} = \text{Log}(P_{it}) - \text{Log}(P_{it-1})$$

Sendo:

R_{it} o retorno nominal da ação i na data t ;

P_{it} é o preço da ação i na data t ;

Os retornos anormais serão calculados para cada ação considerando o retorno nominal do mercado na mesma data das cotações da ação em torno do evento. Para o cálculo do retorno de mercado será utilizado o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa)*. No caso então, consideramos o retorno anormal ajustado ao mercado. O cálculo desse retorno está especificado pela seguinte fórmula:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Sendo:

RA_{it} é o retorno anormal da ação i , no dia t , ou retorno ajustado ao mercado;

R_{it} - é o retorno nominal da ação i , no dia t ;

R_{mt} - é o retorno observado da carteira de mercado (IBOVESPA) no mesmo período do correspondente ao da ação.

4.3.2.2 Levantamento da divulgação do evento.

Para o levantamento da divulgação do evento serão feitas pesquisas das informações divulgadas pelos meios de comunicação em massa (jornais, revistas e sites na internet) e das divulgadas pelas próprias empresas em fatos relevantes e relatórios. No presente trabalho, o cálculo dos retornos anormais será em torno de dois eventos. O primeiro com relação à notícia não oficial divulgados pelos meios de comunicação em massa e o segundo a notícia oficial referente à aquisição, divulgada oficialmente pelas empresas. Será possível avaliar qual das duas informações teve o maior ou menor retorno anormal e, portanto se a especulação gera uma maior expectativa do que o fato em si.

As datas de ocorrência (data zero) dos anúncios de cada empresa foram definidas como sendo as da divulgação das informações para o mercado.

Evento 1 - Informação divulgada no jornal Valor Econômico dia 11 de dezembro de 2008, por Daniela D'Ambrosio de São Paulo.

A reportagem de título "Espanhol arquiteta holding imobiliária" retratou uma possível consolidação entre algumas empresas do setor, mas principalmente a Agra e a Abyara. Em um trecho a reportagem afirma "o empresário está em contato com pelo menos seis companhias do setor - e estaria

em conversas mais avançadas com Agra e Abyara - para montar uma holding, que já ganhou até um nome: Veremonte”.

Segundo a reportagem as outras empresas envolvidas no processo eram: Inpar, Even, Klabin Segall, Tecnisa e Rossi.

Evento 2 – Informação divulgada pelas empresas como fato relevante no dia 18 de fevereiro de 2009.

O fato relevante informa que 62,13% do capital social da Abyara foram alienados para a Agra e Veremonte. Segundo o documento “a IPU Participações adquiriu 31.596.348 ações ordinárias, representativas de 62,13% do capital social da Companhia, comprometendo-se apagar o preço de R\$ 1,20 por ação. O preço total de compra das Ações, de R\$ 37.915.617,60, será pago em moeda corrente nacional, em data a ser definida pela IPU Participações, até o dia 8 de fevereiro de 2014, que é a data do quinto aniversário do Contrato de Compra e Venda”.

A IPU Participações tem como seus únicos acionistas a KOVE Participações S.A. (“KOVE Participações”), que detém ações ordinárias representativas de 70% do seu capital, e a Agra Empreendimentos Imobiliários S.A. (“Agra”), que detém ações ordinárias representativas de 30% do seu capital. A KOVE Participações é uma sociedade controlada pela Veremonte Participações S.A. (“Veremonte”).

4.3.2.3 Resultado dos retornos anormais por evento.

Como não foi encontrado um padrão para a determinação de dias que são analisados ao redor do evento serão considerados 5 dias antes e 10 dias após a data zero para o cálculo e análise dos retornos anormais.

A figura 4 representa os retornos anormais das empresas envolvidas na reportagem (evento 1).

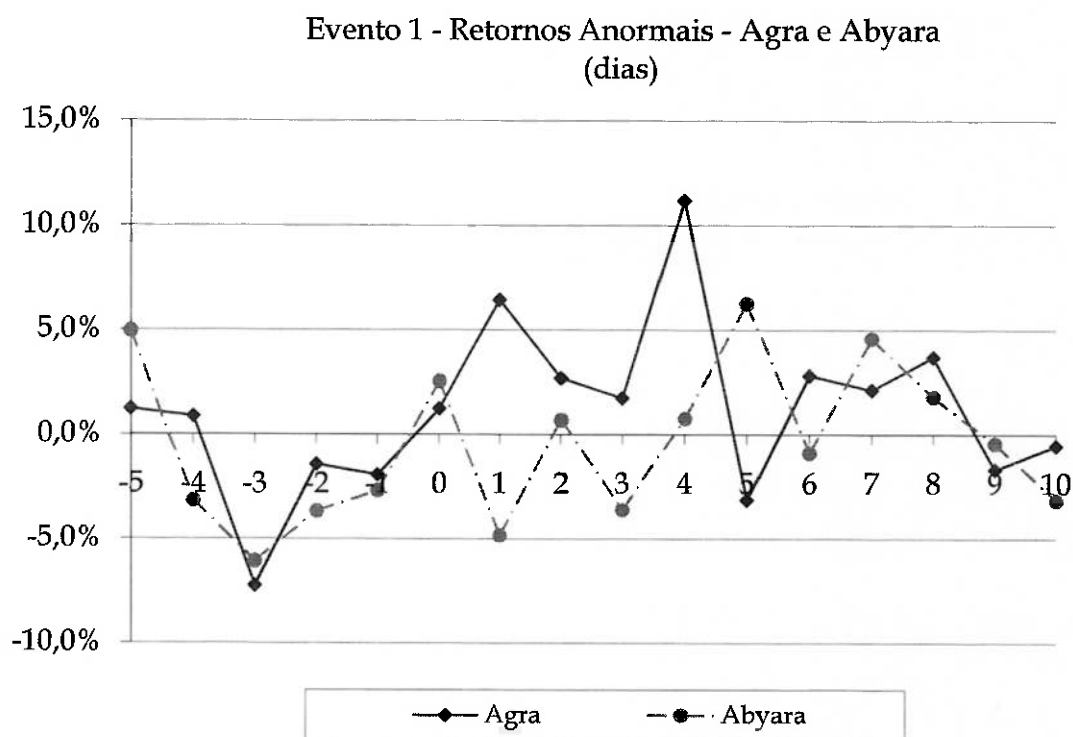


Figura 4: Retornos Anormais– Agra e Abyara

Fonte: Valor das ações diárias / Yahoo Finance

Observa-se que a empresa adquirente, no caso a Agra, teve retorno anormal positivo menor que a empresa alvo na data zero de 1,3% contra 2,6%.

Contudo como retratada na informação divulgada a intenção era que “para reduzir os custos operacionais e conseguir economia de escala, a idéia é criar uma empresa única centralizada, com uma sede e uma única estrutura financeira, administrativa, de marketing, construção e vendas. Uma companhia saudável, não contaminada pelas dívidas das companhias abertas”. A “estrutura única” a qual se refere à informação seria uma grande fusão e todas as empresas envolvidas são consideradas alvos, inclusive Even, Inpar, Klabin Segall, Rossi e Tecnisa. Sendo empresas alvos apresentarão retornos anormais positivos, segundo a postulação da hipótese.

É importante destacar a evolução dos retornos anteriores a data zero, os retornos eram negativos, porém com uma tendência

A figura 5 representa os retornos anormais das demais empresas envolvidas na divulgação do evento. Considerando este parâmetro, os resultados do teste indicam que, para todas as empresas, exceto a Inpar, os retornos anormais foram positivos. Porém no dia seguinte ao evento 4 das 6 empresas apresentaram RA negativos, mostrando uma possível tendência de acomodação do preço após a expectativa criada com a divulgação da informação.

As informações podem ter conotação de especulação e por isso as empresas apresentaram retornos anormais positivos na data da divulgação. Para os investidores é interessante que os retornos sejam analisados a longo prazo e não apenas ao redor de um evento isolado.

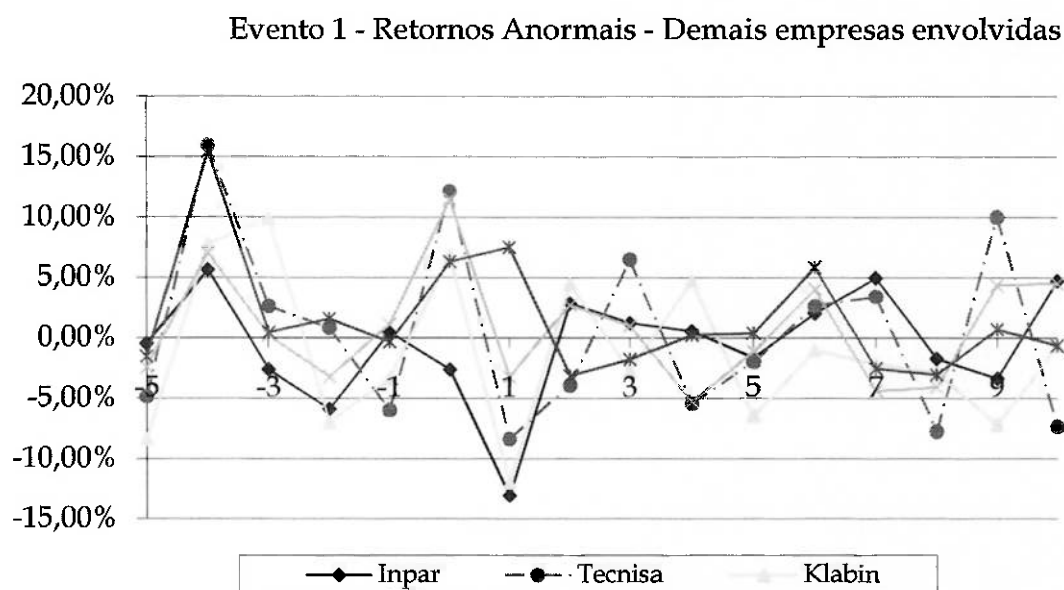


Figura 5: Retornos Anormais – Demais empresas envolvidas

Fonte: Valor das ações diárias/Yahoo Finance

Na tabela 2 estão representados os valores do cálculo dos retornos anormais ao longo da janela de evento e por fim o cálculo do retorno anormal acumulado. Duas empresas apresentaram resultados negativos e quatro positivos, destaque para a Agra com 18,20 % e a Klabin Segall com -19,80%. Não é possível garantir que nenhum fato novo ocorreu ao longo da janela de evento que não influenciasse o comportamento dos investidores em relação às empresas listadas, afetando consequentemente os resultados dos retornos acumulados.

Tabela 2: Valores do cálculo dos Retornos Anormais

Dias	Agra	Abyara	Inpar	Tecnisa	Klabin	Rossi	Even
-5	1,24%	4,95%	-0,45%	-4,83%	-8,35%	-2,39%	-1,51%
-4	0,88%	-3,15%	5,67%	15,99%	7,82%	7,06%	15,47%
-3	-7,24%	-6,08%	-2,57%	2,64%	9,90%	0,23%	0,48%
-2	-1,42%	-3,67%	-5,88%	0,81%	-6,95%	-3,15%	1,56%
-1	-1,94%	-2,69%	0,48%	-5,95%	-3,30%	1,14%	-0,32%
0	1,25%	2,56%	-2,58%	12,16%	6,79%	11,52%	6,33%
1	6,44%	-4,83%	-13,03%	-8,31%	-11,95%	-3,17%	7,53%
2	2,71%	0,69%	2,88%	-3,90%	4,46%	2,76%	-3,07%
3	1,75%	-3,60%	1,25%	6,51%	-2,73%	1,03%	-1,74%
4	11,17%	0,79%	0,59%	-5,45%	4,75%	-5,28%	0,25%
5	-3,12%	6,26%	-1,57%	-1,91%	-6,45%	-1,10%	0,39%
6	2,83%	-0,90%	2,03%	2,68%	-0,99%	4,06%	5,85%
7	2,14%	4,59%	4,99%	3,47%	-2,15%	-4,37%	-2,51%
8	3,70%	1,80%	-1,69%	-7,72%	-2,85%	-4,08%	-3,00%
9	-1,68%	-0,42%	-3,31%	10,02%	-7,19%	4,40%	0,71%
10	-0,53%	-3,16%	4,75%	-7,34%	-0,62%	4,55%	-0,58%
Acumulado	18,20%	-6,85%	-8,44%	8,86%	-19,80%	13,21%	25,86%

Fonte: Valor das ações diárias / Yahoo Finance

A figura 6 representa os retornos anormais da Agra e Abyara, empresas envolvidas no processo de aquisição, segundo fato relevante divulgado ao mercado (evento 2).

Evento 2 - Retornos Anormais - Agra e Abyara (dias)

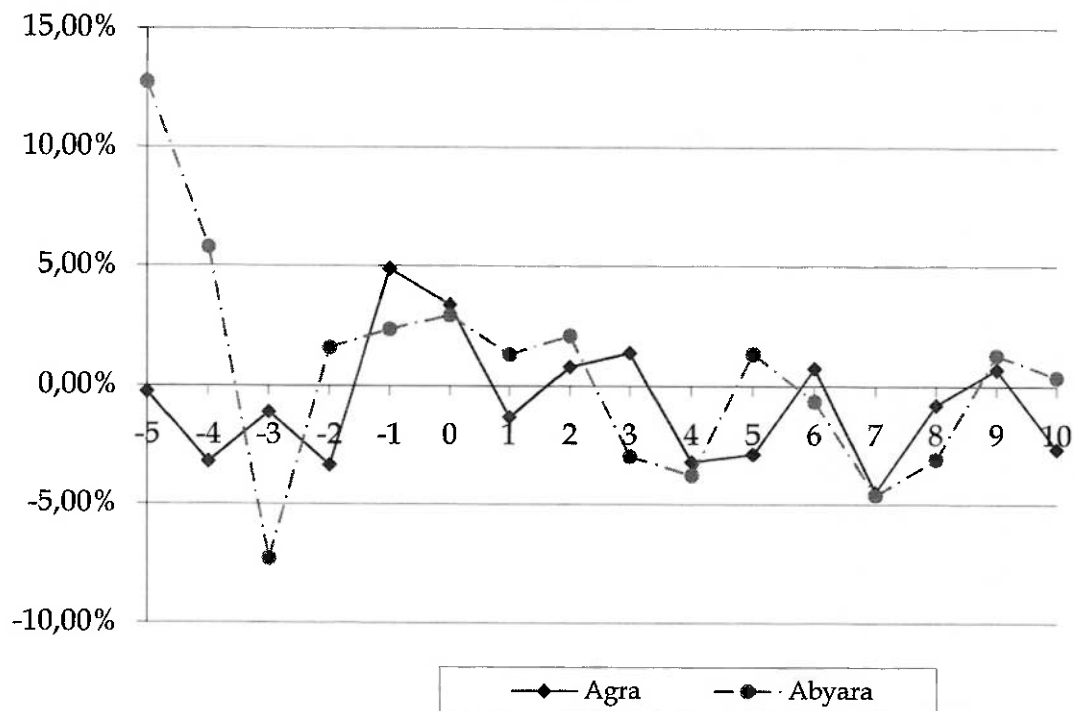


Figura 6: Retornos Anormais da Agra e Abyara

Fonte: Valor das ações diárias / Yahoo Finance

A Agra, empresa adquirente, apresenta retorno anormal positivo conforme a tabela 3 mostrando uma tendência inversa ao que postula a hipótese. Entretanto o resultado positivo para a empresa alvo é a favorável a postulação. A Veremonte não possui capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo não sendo possível analisar seu desempenho seguindo este critério.

Tabela 3: Valores do cálculo dos Retornos Anormais

Dias	Agra	Abyara
-5	-0,25%	12,72%
-4	-3,21%	5,80%
-3	-1,10%	-7,30%
-2	-3,35%	1,60%
-1	4,88%	2,38%
0	3,39%	2,94%
1	-1,31%	1,33%
2	0,81%	2,10%
3	1,40%	-2,97%
4	-3,20%	-3,76%
5	-2,88%	1,34%
6	0,76%	-0,64%
7	-4,48%	-4,60%
8	-0,78%	-3,09%
9	0,71%	1,31%
10	-2,65%	0,39%
Acumulado	-11,26%	9,54%

Fonte: Valor das ações diárias / Yahoo Finance

Apesar do resultado do retorno anormal ser positivo no dia da divulgação da informação, os resultados acumulados apresentados na tabela 3 foram negativos no período todo.

Uma das explicações para esta baixa acentuada dos retornos anormais positivos pode ser baseada na possível desconfiança dos investidores e a dúvida se a Abyara era uma empresa sadia ou de fato apresentava sérios problemas, por não apresentar resultados satisfatórios nos balanços dos últimos trimestres.

Uma reportagem veiculada no jornal Valor Econômico do dia 31 de outubro de 2008 afirmava que “a Abyara é uma das empresas em pior situação do setor por isso está à venda e o mandato está nas mãos do UBS Pactual”.

Ontem, a empresa valia R\$ 91,5 milhões na bolsa, mas seu valor de mercado já chegou a R\$ 50 milhões. No ano, a queda das ações é de 91,7%. A empresa já reviu duas vezes a projeção de lançamentos, que está em R\$ 2,2 bilhões.

5. CONCLUSÃO

Como o processo de fusão e aquisição no Brasil ainda é novo, sobretudo neste setor, é de fundamental importância a análise dos casos acontecidos.

No caso do estudo analisado no presente trabalho podem-se identificar as motivações que levaram as empresas a realizarem o processo, como o grande endividamento por parte da Abyara, que passava por dificuldades financeiras e os controladores foram praticamente obrigados a negociarem as ações da empresa. Devido à proximidade com a Agra, inclusive com parcerias em diversos empreendimentos a operação foi mais rapidamente construída.

Com relação à hipótese de informação nova pode-se notar que num primeiro momento a maioria das empresas envolvidas, na informação veiculada de caráter de especulação sobre possíveis F&A, apresentou retorno anormal positivo no dia da divulgação e positivos acumulados ao longo da janela de evento. A informação oficial divulgada referente à transação Agra e Abyara também gerou retornos anormais positivos para as duas empresas no dia da veiculação, porém acumulados negativos ao longo da janela de evento. Para a confirmação das possíveis causas desses resultados negativos seria necessária uma investigação detalhada de todas as informações divulgadas ao longo da janela de evento.

Como os retornos anormais positivos foram confirmados a hipótese de informação nova ou de ganhos anormais foi comprovada para este caso. É importante destacar que para os investidores e para o crescimento da empresa os retornos anormais devem ser positivos a longo prazo e não apenas ao redor

de um evento isolado. Portanto a análise deverá ser feita com uma janela de evento maior.

Com relação ao teste de hipóteses dos ganhos operacionais (sinergias) foram avaliadas quatro fontes de sinergia. Apesar não ser possível mensurar, por falta de dados das empresas, o possível aumento de receita quando a Agra e a Abyara são analisadas conjuntamente, fica evidente os benefício que poderão ser trazidos devido as outras três fontes.

No caso da diminuição de custos a Abyara reduziu o quadro de funcionários em 67% e os custos administrativos em 45%, retratando um forte ganho em um curto espaço de tempo.

O ganho por diminuição dos impostos, não foi avaliado com profundidade , no próximo balanço trimestral das empresas esses dados poderão ser analisados com mais detalhes. Para que lucro da Agra fosse deduzido dos prejuízos fiscais da Abyara, seria necessária a incorporação de no mínimo 50% das ações

Pela negociação da dívida da Abyara que foi estrutura com 7 instituições financeiras, desde dezembro de 2008, é possível afirmar que a operação teve um ganho de capital significativo, pois o endividamento é um dado importante para determinar o custo do capital a ser emprestado à empresa. No caso da Abyara seu endividamento foi reduzido em 58%, além de negociar um prazo maior para o pagamento.

Em âmbito mundial, estudos da consultoria Roland Berger indicam que 60 a 80% das fusões e aquisições falham, devido, principalmente, a efeitos superestimados da sinergia entre empresas, ao preço elevado e a dificuldades na integração. No Brasil, pesquisa conduzida com executivos de grandes empresas, corrobora os estudos internacionais, revelando problemas de avaliação incorreta do negócio (34,3%), expectativa de mercado não atendida (32,8%); e questões culturais (19,4%) (BARROS et al., 2003).

Parte desses problemas pode ser atribuída ao processo de integração entre as empresas adquirente e adquirida. A gestão do processo de integração depende de um lado da estratégia de aquisição adotada; e por outro, da forma como é conduzida a integração – da adequada autonomia, do timing das mudanças a serem implementadas e da equipe de executivos nomeados para condução desse processo (BARROS et al., 2003).

O autor indica que outros trabalhos sejam realizados neste sentido com a intenção de verificar se as empresas atingiram os resultados esperados com a operação e se não, desvendar qual motivo foi o mais impactante dentre os apresentados por Barros entre outros autores.

Referências Bibliográficas

AZEVEDO, D. M. **Análise dos Retornos Anormais no Curto Prazo das Emissões Primárias de Ações no Mercado Brasileiro.** Dissertação (Mestrado) – Escola de Comunicação, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: < ibmecsp.edu.br/mestrado/article.php?recid=89> Acesso em: Abr 2009

BARROS, B. T. de.et al. **Criando Valor com Aquisições – Por Quê Comprar? Como Integrar? O Caso do Banco Itaú.** ANPAD: Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2001. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2003/dwn/enanpad2003-gin-0542.pdf>> Acesso em: Mar 2009

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. **AmBev: Fusão Antártica/Brahma, uma Necessidade Estratégica e seus Impactos.** ANPAD: Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 2001. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2001/dwn/enanpad2001-gin-970.pdf>> Acesso em:

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. **Fusões, Aquisições e Takeovers: Um Levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas.** Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abr/jun 2003.

GOLDNER, F.; ARAÚJO, C. A. G. de **Estratégia de Fusão e Aquisição Bancária no Brasil: Evidências Empíricas sobre Retornos.** In: 3º Simpósio FUCAP de Produção Científica, 2005. Disponível em: <<http://www.fucape.br/simposio/3/artigos/fabio%20goldner%20e%20carlos%20alberto%20araujo.pdf>> Acesso em: Mar 2009

KLEINERT, J; KLODT, H. **Causes and Consequences of Merger Waves.** Kiel, Alemanha: Kiel Institute for the World Economy, 2002. Disponível em<<http://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/causes-and-consequences-of-merger-waves/kap1092.pdf>>. Acesso em: Fev. 2009

KLOECKNER, G. de O. **Fusões e aquisições: motivos e evidências**. Revista de administração, São Paulo v. 29, n. 1, jan/mar 1994.

MATIAS, A. B.; BARRETTO, A. C. P. M.; GORGAT, V. **Fusões e Aquisições no Brasil Atual**: Possibilidades de ocorrência de uma onda. Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1996. Disponível em:
<http://www.cepefin.org.br/publicados_pdf/fusoes_aquisicoes_brasil_atual.pdf> Acesso em: Abr. 2009

ROSS, S.A .; WESTERFIELD, R.W. ; JAFFE, J.F. **Administração financeira**. São Paulo, Atlas, 1995.

PRADO, K. P. L. de A.; JUNIOR, M. de M. O.; TOLEDO, G. L. de. **Gestão de marcas em processos de fusão e aquisição - Um estudo com Empresas de capital estrangeiro no Brasil**. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em:
<<http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/74.pdf>> Acesso em: Mar 2009

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. dos S. **O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores São Irracionais?** Revista Brasileira de Finanças v. 1, n. 2, dez 2003.

TAKAOKA, M. V.; ALENCAR, C. T. de. **Pressão nos valores de terrenos no momento atual nos mercados de Real Estate no Brasil**. Revista Construção e Mercado, São Paulo: PINI, abril 2008. Disponível em:<http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/Pini-columadeabril08_Marcelo.pdf> Acesso em: Mar 2009

TORTATO, U. **Implementação de Fusões e Aquisições e Valores do Grupo Dirigente**. (1999: Foz do Iguaçu). Anais, 23º ENANPAD, Foz do Iguaçu, 1999. Disponível em:<<http://www.anpad.org.br/enanpad/1999/dwn/enanpad1999-ae-20.pdf>> Acesso em: Fev 2009

TRICHES, D. **Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil**. Revista de Administração, São Paulo v. 31, n.1, jan/mar 1996.

VEDROSSI, A. O. **A estrutura de *Funding* das Incorporadoras Imobiliárias após as ofertas públicas de ações.** Revista Construção e Mercado, São Paulo: PINI, abril 2008. Disponível em:<http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/Pini-colunadeDezembro08_Alessandro.pdf> Acesso em: Mar 2009

ZILBER, M. A.; PIEKNY, E. E. **Estratégia de Fusões e Aquisições: Eficácia na Expansão das Plataformas de Produtos em Empresas de Autopeças.** Revista de Administração Contemporânea. Curitiba, vol.9 no.3, Jul/Set. 2005

ZILBER, M. A.; FISCHMANN, A. A.; PIEKNY, E. E. **Alternativas de Crescimento: A Alternativa de Fusões e Aquisições.** Revista de Administração Mackenzie. São Paulo, Ano 3, n.2, 2002.

Sites Consultados:

www.agra.com

www.ibge.gov.br

www.embraesp.com.br

www.fgv.br

www.bcb.gov.br

www.valoronline.com.br

<http://br.finance.yahoo.com/>