UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO

FUSÕES E AQUISIÇÕES

ANÁLISE DO DESEMPENHO, DA PERFORMANCE E DA COMPETITIVIDADE

Estudo de Caso do Sistema Usiminas

Guilherme Augusto Nunes Camara

Orientador: Prof. Dr. Francisco Vidal Barbosa

Belo Horizonte, MG

Abril / 2007

Livros Grátis

http://www.livrosgratis.com.br

Milhares de livros grátis para download.

Guilherme Augusto Nunes Camara

FUSÕES E AQUISIÇÕES

ANÁLISE DO DESEMPENHO, DA PERFORMANCE E DA COMPETITIVIDADE

Estudo de Caso do Sistema Usiminas

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração – CEPEAD da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Francisco Vidal Barbosa

Belo Horizonte

Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG

2007

C172f
2007

Camara, Guilherme Augusto Nunes, 1980-
Fusões e aquisições : análise do desempenho, da performance e da competitividade : estudo de caso do Sistema Usiminas / Guilherme Augusto Nunes Camara. - 2007.
123 f. : il.

Orientador : Prof. Francisco Vidal Barbosa
Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

1. Empresas - Fusão e incorporação - Teses 2. Finanças - Teses 3. Concorrência – Teses 4. Administração - Teses I. Barbosa, Francisco Vidal. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração III. Título

CDD : 658.16

MMS 17/07

Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências A

“Cultura, cultura! – Está certo.

Que ninguém nos vença em ambicioná-la e possuí-la.

– Mas cultura é meio, e não fim.”

Caminho, 345 - São Josemaria Escrivá

AGRADECIMENTOS

A Deus, que me concedeu inteligência e capacidade para realizar este grande desafio;

Aos meus pais, por todo o esforço realizado para que eu pudesse ter uma educação de qualidade e, neste tempo em Belo Horizonte, pela compreensão e pela ausência;

Ao meu orientador, professor Dr. Francisco Vidal Barbosa, pela amizade construída ao longo destes dois anos de trabalho, pela liberdade concedida, pelo incentivo, pelo entusiasmo e pelo exemplo de determinação e luta contras as adversidades;

Ao Conselho Nacional de Pesquisa, ao qual espero retribuir com cidadania, por financiar minhas atividades de pesquisa, sem a qual a realização desta pesquisa não seria possível;

Ao CEPEAD/UFMG, que me acolheu neste tempo com ótima infra-estrutura de trabalho;

Aos professores e funcionários do CEPEAD/UFMG, especialmente o professor Márcio Augusto Gonçalves, por sua disponibilidade e apoio, e o professor Marcelo Bronzo, por sua atenção e incentivo;

Ao professor Carlos Rodriguez e à University of North Carolina, pela carinhosa acolhida durante o primeiro semestre de 2006;

Ao meu amigo Marcelo Tostes, grande orientador e detentor de extraordinária capacidade de discernimento;

Aos doutorandos Marcos Camargos, pessoa fundamental na definição do tema de pesquisa e grande incentivador, e Alexandre Dias, por suas colaborações e orientações durante este tempo no CEPEAD/UFMG;

Ao Sistema Usiminas, na pessoa de Leonardo Turani, Moacyr Filho, Matheus Perdigão, José Souza, Alfredo Ciodaro e Magno Pylro, por facilitar meu acesso às informações necessárias para realização deste trabalho;

Ao Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS), do Rio de Janeiro, pela cessão de vários dados estatísticos para composição da pesquisa;

Ao Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES), pela atenção imediata às solicitações de trabalhos e pesquisas;

À Joyce Melo, pela companhia e ajuda durante todo o curso;

A todos os amigos de mestrado, com destacada referência a Sandra Rosária, Flávio Dias, Christiana Metzker, Renata Horta, Juliana Melo e Leonardo Escuin, que estiveram sempre prontos para auxiliar na minha adaptação a Belo Horizonte;

Às amigas Laura Botega e Daniela Macedo por sua disponibilidade em colaborarem com o trabalho;

Aos amigos do Centro Cultural Mangabeiras, que realizam um relevante trabalho humano, além de disponibilizar um ambiente de estudo sadio e edificante, sem o qual a realização deste trabalho seria mais difícil.

RESUMO

O setor siderúrgico apresenta-se fragmentado, apesar do alto custo de instalação de uma siderúrgica, ao contrário de sua cadeia produtiva, que é bastante consolidada, como as mineradoras e a indústria automobilística. Isso fez com que esta indústria tivesse seu desenvolvimento com características nacionais, o que era considerado estratégico para o desenvolvimento de um país. Enquanto na cadeia produtiva seus principais fornecedores e consumidores já passaram por processos de consolidação, que geraram indústrias mais concentradas, os processos de F&As que vêm ocorrendo no setor siderúrgico são recentes e tendem a alterar, no médio prazo, a estrutura da indústria. A privatização e a globalização dos mercados foram determinantes para a reestruturação do setor e para a internacionalização da indústria, fazendo com que seus agentes buscassem produtividade, tecnologia e escala para adquirir vantagens competitivas em sua atuação. As siderúrgicas privatizadas ganharam agilidade, tornaram-se mais orientadas para o cliente, investiram mais em pesquisa e desenvolvimento, buscaram ganhos de produtividade, direcionaram-se para nichos específicos e deram ênfase à obtenção de vantagens competitivas. Uma conseqüência desse processo de reestruturação foi a onda de F&A iniciada no final da década de 1990 e que está consolidando o setor siderúrgico mundial. A aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas faz parte desse processo de consolidação da indústria siderúrgica nacional, que apresenta grandes vantagens competitivas em questões referentes a custo de produção. Iniciado em 1993, o controle da empresa só foi adquirido em 2001, com o conseqüente fechamento de capital em 2005, quando 100% das ações foram adquiridas. A consolidação das atividades realizada pelas empresas foi estudada sob a ótica do desempenho, da performance e da competitividade. Seus principais resultados indicam que a estratégia de integração utilizada e o bom momento do setor siderúrgico nesta década, impulsionado pelo aumento da demanda chinesa, foram fatores fundamentais para o sucesso deste negócio.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Siderurgia, Desempenho, Performance, Competitividade.

ABSTRACT

Despite the high installation cost involved in the steel industry, and contrary to similar chains of production such as the consolidated mining and automobile industries, the steel-industry sector presents itself as fragmented. These distinctive qualities have made this industry develop with uniquely national characteristics, those considered strategic for the development of a country. Though the principal suppliers and consumers have already passed through the consolidation process while in the chain of production, thus creating more concentrated industries, the processes of M&A occurring in the steel-industry sector are recent and have tended to alter, in the medium term, the structure of the industry. The privatization and the globalization of markets have been decisive in the restructuring of the sector and the internationalization of the industry, making their players search for productivity, technology, and scale to acquire competitive advantages in its performance. The privatized steel companies have gained agility, become more oriented with the clients, invested more in research and development, searched gains in productivity, directed themselves to be more niche specific and have emphasized the attainment of competitive advantage. As a consequence of this process of restructuring, there was a wave of M&A that started in the 1990's that leading to the worldwide consolidation of the steel industry. The acquisition of Cosipa through the Sistema Usiminas was part of this consolidation of the national steel industry, which presented significant competitive advantages in relation to questions related to the cost of production. The acquisition process began in 1993, but the control of the company was only transferred in 2001, with respective closing of capital in 2005 when 100% of the actions had been obtained. The consolidation of the activities carried through by the companies was studied under the optics of the performance and competitiveness; and its principal results indicate that the strategy of integration used, allied at a good time for the benefit of the steel sector of this decade and stimulated by the increase in demand from China, have been basic factors in the success of this business.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Steel Industry, Performance, Competitiveness.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 16

1.1 Tema e problema de pesquisa 19

1.2 Objetivos da pesquisa 21

1.2.1 Objetivo geral 21

1.2.2 Objetivos específicos 22

1.3 Justificativa e relevância 22

2 REFERENCIAL TEÓRICO 24

2.1 Fusões e aquisições de empresas 24

2.1.1 Evolução do processo de fusão e aquisição 25

2.1.2 Principais vantagens e motivações do processo de fusão e aquisição 28

2.1.3 Crescimento interno, fusões e aquisições de empresas 33

2.1.4 Tipos de fusão e aquisição 35

2.1.5 Aspectos legais, contábeis e fiscais de uma fusão e aquisição 37

2.2 Caracterização da empresa na ótica da economia industrial 40

2.2.1 Relevância da estratégia no contexto do crescimento da empresa 42

2.2.2 Economias associadas ao processo de fusão e aquisição 45

2.3 Desempenho 51

2.3.1 Indicadores de liquidez 54

2.3.2 Indicadores de atividade 55

2.3.3 Indicadores de endividamento e estrutura de capital 55

2.3.4 Indicadores de rentabilidade e sinergia 56

2.3.5 Indicadores de análise de ações 57

2.4 Performance e competividade 58

3 METODOLOGIA 65

3.1 Delineamento da pesquisa 65

3.2 Unidade de análise 66

3.3 Amostra utilizada 66

3.4 Estratégia de coleta de dados 67

3.5 Tratamento e análise dos dados 69

4 RESULTADOS E ANÁLISE EMPÍRICA 72

4.1 Sistema Usiminas 72

4.1.1 Companhia Siderúrgica Paulista 76
4.1.2 Processo de aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas 76
4.1.3 Análise do desempenho – Indicadores econômico-financeiros e de sinergia 78
4.1.4 Análise da Competitividade 87

4.2 Limitações da pesquisa e sugestões 97

5 CONCLUSÃO 99

6 REFERÊNCIAS 103

7 APÊNDICE 110

7.1 Histórico do setor siderúrgico 110

7.1.1 Pós-guerra 111
7.1.2 Década de 80 114
7.1.3 Reestruturação do setor siderúrgico 117
7.1.4 Privatizações 117
7.1.5 Concentração 121
7.1.6 Características atuais do setor siderúrgico no Brasil 124

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Motivos explicativos para fusão e aquisição de empresas 32
Quadro 2 - Trabalhos realizados sobre desempenho financeiro e tamanho da firma 50
Quadro 3 - Exemplos de fusões e aquisições 50
Quadro 4 - Indicadores de liquidez 54
Quadro 5 - Indicadores de atividade 55
Quadro 6 - Indicadores de endividamento e estrutura 56
Quadro 7 - Indicadores de rentabilidade e sinergia 56
Quadro 8 - Indicadores de análise de ações 57
Quadro 9 - Valores subjacentes à competitividade 59
Quadro 10 - Resumo das principais características para o modelo de análise de uma empresa 63
Quadro 11 - Empresas estudadas 67
Quadro 12: Composição acionária do Sistema Usiminas 72
Quadro 13 - Perfil geral das empresas do Sistema Usiminas 73
Quadro 14 - Resumo das mudanças ocorridas no Sistema Usiminas em conseqüência da aquisição da Cosipa e suas implicações para a performance e competitividade 95
Quadro 15 - Análise do processo de aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas 100
Quadro 16 - Criação de siderúrgicas estatais 113
Quadro 17 - Empresas siderúrgicas constituídas pelo Estado brasileiro 114
Quadro 18 - Estratégias de globalização de empresas siderúrgicas 123

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Resultados acumulados das privatizações (US$ milhões) 18
Tabela 2 - Evolução dos prejuízos acumulados da Cosipa 78
Tabela 3 - Indicadores de liquidez - Sistema Usiminas 79
Tabela 4 - Indicadores de atividade - Sistema Usiminas 79
Tabela 5 - Indicadores de endividamento e estrutura de capital - Sistema Usiminas 80
Tabela 6 - Indicadores de rentabilidade e sinergia - Sistema Usiminas 81
Tabela 7 - Variação cambial 82
Tabela 8 - Indicadores de análise de ações – Sistema USIMINAS 83
Tabela 9 - Indicadores de mercado - Sistema Usiminas 84
Tabela 10 - Investimentos realizados no Sistema Usiminas (US$ milhões) 91
Tabela 11 - Produção (mil toneladas) 92
Tabela 12 - Produtividade (HH/t) 92
Tabela 13 - Quantidade de funcionários (base - dezembro) 92
Tabela 14 - Indicadores da siderurgia brasileira – Anos de 1980 115
Tabela 15 - Privatizações do Programa Nacional de Desestatização 118
Tabela 16 - Indicadores das empresas siderúrgicas brasileiras privatizadas 119

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Investimento estrangeiro direto (IED) – em US$ bilhões 17
Gráfico 2 - Eficiência administrativa – Sistema Usiminas 83
Gráfico 3 - Evolução no preço das ações – Sistema Usiminas 86
Gráfico 4 - Evolução no preço das ações – Cosipa 87
Gráfico 5 - Evolução da produção mundial de aço bruto – 1945 / 1997 112

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo de análise de uma empresa 62
Figura 2 - Estrutura da pesquisa 71

1 INTRODUÇÃO

A globalização das atividades produtivas entre os países é um fenômeno relativamente recente, ganhando maior força e intensidade na década de 1990, sobretudo em função dos avanços tecnológicos. Segundo Pinto Júnior e Iootty (2005), essa tendência traduz uma mudança de cultura, que se manifesta sob dois ângulos diferentes: a) a passagem de um espaço de intervenção nacional ou local para um espaço mundial; e b) o desenvolvimento de uma cultura de empresa que permite repensar os métodos tradicionais de gestão e de organização, comparando-os com aqueles utilizados em outros lugares pelas empresas detentoras de melhores desempenhos.

Como conseqüência dessa nova dinâmica concorrencial, na qual existe um alto grau de interdependência entre as atividades, é necessário considerar as ações das empresas individuais diante das transformações do ambiente econômico mundial. Nesse cenário marcado pela competição internacional, existe a forte necessidade de expansão global e de diversificação, o que ajuda a explicar o acentuado movimento de formação de acordos de cooperação industrial e tecnológica, de alianças estratégicas e de fusões e aquisições (F&A).

No Brasil, este movimento iniciou-se na década de 1990, com a abertura da economia, propiciando um aumento considerável do ingresso de capitais estrangeiros, sobretudo com o Plano Nacional de Desestatização (PND), que passou para a iniciativa privada o controle de vários setores da economia. Segundo dados do Banco Central (2006), no início da década de 1990, os investimentos diretos estrangeiros (IDE) estavam em torno de 1 bilhão de dólares, chegando em 2000 a 32,8 bilhões de dólares, como mostra o Gráfico 1. Contribuíram para a inserção do Brasil neste novo mercado e modelo de competição a estabilização da moeda, por meio do Plano Real, as privatizações e o aprimoramento do aparato regulatório.

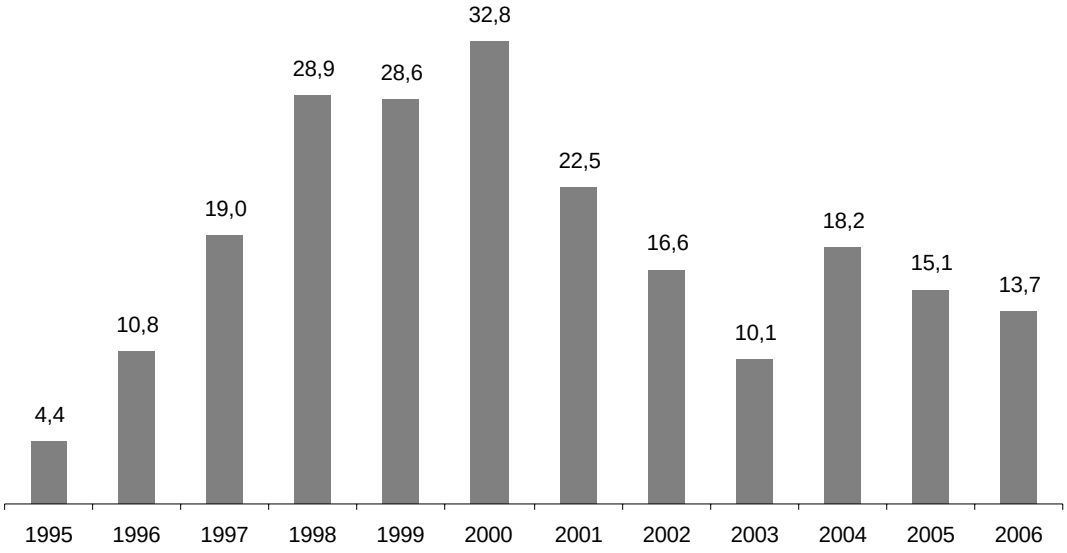

Gráfico 1 - Investimento estrangeiro direto (IED) – em US$ bilhões
Fonte: Banco Central (2006)

Inicialmente, as empresas multinacionais utilizaram essa abertura de mercado para ampliar suas exportações e, em seguida, construir unidades produtivas no País. O efeito imediato dessa medida foi a exposição das empresas nacionais à concorrência estrangeira, passando a exigir a modernização do parque industrial brasileiro e o aumento de produtividade. Essa reorganização no ambiente de negócios resultou em pedidos de falência e concordata, vendas de controle e substituição de estruturas familiares por modelos profissionais de gestão.

Nesse novo contexto institucional, iniciado com a abertura da economia, houve um tratamento igualitário entre as empresas estrangeiras e as de propriedade local, marcado pelos seguintes eventos, segundo Rocha *et al.* (2001):

- extinção, em 1991, das restrições à entrada de empresas transnacionais (ETN) no setor de informática;
- eliminação, em 1993, do limite imposto à participação do capital estrangeiro no processo de privatização;

- eliminação, em 1994, da possibilidade legal de estabelecimento de diferenciação entre empresa nacional e empresa estrangeira, o que tornou possível a esta última o acesso a agências oficiais de crédito e a subsídios e incentivos concedidos pelo governo;
- isenção de Imposto de Renda sobre a remessa de lucros e de dividendos por filiais de empresas estrangeiras no País, com exceção dos ganhos obtidos com aplicações de renda fixa, que pagam uma alíquota de 15%;
- eliminação, em 1995, de uma série de restrições à propriedade industrial, principalmente a proibição do registro de patentes a produtos de base bioquímica;
- extinção da proibição de remessas referentes a pagamentos de *royalties* por marcas e patentes em empresas multinacionais;
- remoção, em 1995, das restrições setoriais à entrada do capital estrangeiro nos setores de: serviços, mais notadamente no setor financeiro; atividades extrativas, iniciada pela perda do monopólio estatal do petróleo; e telecomunicações; e
- liberalização financeira, que criou condições mais favoráveis para as ETNs estabelecidas no País, ao eliminar as restrições ao uso de recursos do sistema financeiro nacional, nomeadamente o acesso aos fundos do BNDES.

Essa reorganização empresarial no Brasil passou pela privatização de empresas públicas e pela reestruturação e crescimento dos grupos nacionais. A Tabela 1 mostra os resultados financeiros acumulados das privatizações.

Tabela 1- Resultados acumulados das privatizações (US$ milhões)

Período	**Receita de Venda**	**Dívidas Transferidas**	**Resultado Total**	
1990-1994	8.608	3.266	11.874	11.2 %
1995-2002	78.614	14.810	93.424	88.8 %
Total	87.222	18.076	105.298	100.0%

Fonte: BNDES (2003)

No contexto da indústria siderúrgica, as privatizações no setor, iniciadas em 1988, marcaram o início de uma etapa de reestruturação. Depois de um período de estagnação

vivida na década de 1980, o setor readquiriu seu dinamismo, experimentando nos últimos dez anos uma alteração completa em sua estrutura de negócio.

Por meio de redirecionamento dos investimentos, redução de custos, modernização do processo de produção e aproveitamento de sinergias entre a cadeia produtiva, foram agregados valiosos incrementos no trinômio *qualidade*, *competitividade* e *produtividade*. Aliadas às privatizações, as inovações tecnológicas para processos e produtos contribuíram para mudar conceitos e decisões fundamentais quanto ao desenvolvimento das empresas.

Atualmente, a siderurgia enfrenta uma nova realidade de adaptação às regras impostas pela globalização dos mercados. Desse modo, o ambiente siderúrgico vem adquirindo novas feições: mais internacional, menos empregador, mais concentrado e mais adaptado às novas questões ambientais, com os investimentos voltados para plantas industriais menores e mais versáteis e com corporações detendo parcelas cada vez maiores da produção. Segundo dados do Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS) (2006), em 2005 o setor siderúrgico no Brasil produziu 32 milhões de toneladas de aço, sendo que o mercado absorveu apenas 18 milhões de toneladas, tornando-se dependente, portanto, das exportações.

Nesse contexto, o objetivo do presente trabalho foi investigar o impacto no desempenho, na performance e na competitividade do Sistema Usiminas, grupo siderúrgico que participou de um processo de F&A com a Companhia Siderúrgica Paulista (COSIPA), formando o maior complexo siderúrgico da América Latina.

1.1 Tema e problema de pesquisa

Essa nova ordem econômica mundial viabilizou transações entre empresas em diferentes partes do mundo. Assim, observa-se um crescente aumento da concorrência, em decorrência seja da chegada de novos entrantes propiciada pela globalização, seja da competitividade na indústria, em que empresas concorrentes disputam um melhor

posicionamento no mercado. Esse modelo competitivo evidencia a necessidade de as organizações repensarem suas estratégias de crescimento dos negócios.

Esse novo cenário concorrencial obrigou as empresas a realizarem suas estratégias focando no ambiente global, precisando para isso de maior porte

(53 negócios) e autopeças (42 negócios). A última etapa acontece entre 1998 a 2000, com os setores intensivos em tecnologia apresentando o maior volume de negócios, como telecomunicações (104 negócios) e tecnologia da informação (93 negócios).

Considerando que o auge da movimentação de F&A no Brasil, em volume de transações, ocorreu no final de década de 1990 e início da atual, torna-se relevante, neste momento, estudar os indicadores de desempenho, performance e competitividade das empresas submetidas a tal processo. A fim de investigar estas inter-relações, foi utilizado um modelo de análise adaptado por Barbosa (1999), com base nos estudos de Buckley, Pass e Prescott (1988).

Segundo Gonçalves e Meirelles (2004) o problema de pesquisa é tudo aquilo que, de forma relevante, causa questionamentos. Ou seja, é uma questão não resolvida, para a qual, por meio de uma investigação científica, procura-se uma resposta. Assim, de acordo com as inquietações apresentadas no contexto macroeconômico de reestruturação empresarial brasileira no setor siderúrgico, a questão de pesquisa que se pretende responder é a seguinte:

Quais são os reflexos no desempenho, na performance e na competitividade do Sistema Usiminas em decorrência da aquisição da Cosipa?

1.2 Objetivos da pesquisa

1.2.1 Objetivo geral

De acordo com Key (1995), freqüentemente, as aquisições exercem impactos significativos na lucratividade e na saúde financeira das empresas, de forma positiva ou negativa. Sendo assim, o **objetivo principal desta dissertação foi: Investigar o impacto ocorrido no desempenho, na performance e na competitividade do Sistema Usiminas com a aquisição da Cosipa.**

1.2.2 Objetivos específicos

a) Mensurar e analisar a evolução dos indicadores econômicos do Sistema Usiminas;
b) Mensurar e analisar a evolução dos indicadores financeiros do Sistema Usiminas;
c) Mensurar e analisar a evolução dos indicadores de sinergia do Sistema Usiminas;
d) Mensurar e analisar a evolução dos indicadores de mercado do Sistema Usiminas; e
e) Identificar motivos subjacentes à operação de aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas.

1.3 Justificativa e relevância

O crescimento das empresas pode acontecer de duas maneiras: a) orgânico ou interno, ou seja, expandindo por meio da construção de novas plantas e desenvolvendo mercados, entre outros, ou b) por meio de F&A ou externo, em que o crescimento acontece mediante a compra ou associação com outras empresas já estabelecidas. Segundo Singh e Montgomery (1987), o processo de crescimento interno despende maior tempo e pode ser mais custoso do que a compra de um negócio já estabelecido. Considerando os argumentos encontrados na literatura sobre Economia Industrial, é possível afirmar que as empresas preferem crescer realizando F&A, e não pelos meios de crescimento orgânico. Desse modo, de acordo com Pinto Júnior & Iootty (2005), elas podem: a) acessar mercados ou aumentar o poder de mercado de forma imediata; b) obter ganhos de eficiência produtiva, seja do ponto de vista estático, ou dinâmico; c) diversificar suas atividades produtivas; e d) alcançar a internacionalização de suas atividades, quando for o caso de uma operação *cross-border*.

Considerando o volume de transações de F&A envolvendo empresas brasileiras no setor siderúrgico desde a privatização, torna-se relevante verificar os impactos ocorridos em empresas que participaram desses processos, buscando-se entender a importância dessa estratégia de crescimento nos resultados das companhias.

A relevância deste tema tem relação direta com as transformações no ambiente de negócios no Brasil, que ocorreram a partir da década de 1990. Observou-se uma reconfiguração do sistema institucional a partir das mudanças estruturais causadas por uma política econômica dirigida ao redimensionamento do Estado e da abertura da economia ao exterior, oferecendo ao investidor a segurança exigida para a realização de investimentos no País e possibilitando ao empresário nacional o estímulo necessário para operações além fronteiras.

A importância do presente estudo no contexto da economia brasileira se destaca na medida em que os principais resultados dos processos das F&A já podem ser percebidos, pois, possivelmente, as operações já estão sedimentadas, e o ambiente econômico nacional tem demonstrado contínuo período de estabilidade. Além disso, o estudo abordou um setor que apresentou no ano de 2005, segundo dados do IBS (2006), R$ 13,4 bilhões de lucro líquido, sendo que o Sistema Usiminas foi responsável por 29% desse total.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Para a elaboração deste referencial teórico, foi consultado como literatura temas relevantes para o entendimento da ocorrência de F&A de empresas dentro das estratégias usadas no crescimento da firma. Para isso, exploraram-se teoricamente os temas F&A, teoria da firma e definição de empresa, acompanhando a evolução do pensamento econômico. Para a análise do estudo de caso, foram abordados aspectos de avaliações de desempenho, performance e competitividade, explicando os indicadores utilizados.

2.1 Fusões e aquisições de empresas

As empresas têm adotado diversas estratégias para a expansão de suas atividades. Uma das alternativas iniciais é a consecução de parcerias, que, segundo Pietro (1999), designa formas de sociedade que, sem formar uma nova pessoa jurídica, organizam-se para a realização de determinados fins. Formalmente, a parceria pode ser manifestada por meio de convênio, em que há um acordo de vontades com características próprias. Já no ato coletivo, mesmo que sejam diferentes, os interesses caminham na mesma direção, pois as partes desejam realizar conjuntamente uma ou várias operações comuns.

O conceito de F&A exige um detalhamento técnico maior. De acordo com Bulgarelli (1998), é o ato de natureza corporativa ou social por meio do qual duas ou mais sociedades, ante a dissolução de alguma ou de todas elas, fundem seus patrimônios e agrupam-se em uma só sociedade. Implica um processo societário (duas ou mais sociedades), a absorção de uma por outra ou a união entre elas para uma nova, a transmissão global do patrimônio, a incorporação dos acionistas e a extinção das incorporadas.

Segundo Brealey e Myers (1995), sob a ótica financeira, as fusões ocorrem *stricto sensu* quando duas ou mais empresas são combinadas, resultando em uma empresa que mantém a identidade de uma delas. A outra empresa desaparece quanto ao aspecto jurídico,

embora os ativos humanos e materiais com as quais tenha ingressado na fusão, agora, sejam geridos pela outra empresa.

A *International Accounting Standard Board* (IASB), entidade internacional que define padrões contábeis, descreve a combinação de empresas como sendo a união de duas ou mais empresas que possuem atividades independentes antes de efetivar a transação em uma entidade econômica única, que passa a controlar os ativos e as operações de outra empresa.

Rosmussen (1989) justifica as alianças empresariais defendendo que as organizações não estariam vinculadas aos riscos dos investimentos iniciais (*greenfield investment*), pois a parceria levaria em conta certa experiência e *know-how* dos pares em processos a serem dinamizados. O autor continua dizendo que na nova realidade da economia internacional as estratégias de parcerias são ferramentas fundamentais para uma empresa ou um grupo econômico poderem penetrar em mercados no curtíssimo prazo, sem necessidade de esperar a maturidade dos seus investimentos em novas unidades produtivas.

As alianças corporativas criam oportunidades diversas para as empresas, porém estas opções de expansão do negócio devem ser analisadas com cuidado, pois, dentre os riscos envolvidos, podem passar ao mercado a imagem de uma possível fragilidade financeira ou a tentativa de cartelização.

2.1.1 Evolução do processo de fusão e aquisição

A internacionalização das atividades econômicas pode ser entendida como conseqüência do aprimoramento dos serviços financeiros, da logística e das comunicações, o que tem provocado o aumento da competição empresarial. As atividades de F&A têm prestado importante contribuição à concentração de capitais e à reestruturação patrimonial, organizacional e societária, preparando as empresas para as novas condições econômicas vigentes, tanto no ambiente econômico nacional como no internacional.

Scherer e Ross (1990) destacam quatro ondas de F&A, que desempenharam um importante papel no processo de concentração de capitais, na reestruturação patrimonial e na consolidação de alguns setores da economia: *The Great Merger Wave (1887-1904); The Merger Movement (1916 – 1929); The 1960s Conglomerate Merger Wave;* e *The Wave of the 1980s.*

Segundo Weston *et al.* (2001), a maior parte das ondas de F&A implementadas nos Estados Unidos ocorreu quando a economia local experimentava altas taxas de crescimento. Nesse cenário, as empresas envolvidas procuravam novas oportunidades de investimento, otimização dos processos produtivos, inovações tecnológicas e eficiência na alocação de recursos. Os mesmos autores afirmam que a primeira fase consistiu de movimentos de F&A tipicamente horizontais, que tiveram como resultado prático uma alta concentração em diversos segmentos econômicos. Além disso, esta fase pode ser caracterizada por profundas mudanças de cunho tecnológico, como o advento da eletricidade e a construção da estrada de ferro transcontinental, que possibilitou a transformação de empresas regionais em empresas nacionais.

A segunda fase termina com a crise econômica de 1929. Nesse período, os processos de F&A eram enfatizados pelo incremento de inovações nas indústrias de transportes, comunicação e marketing de massa, porém as motivações subjacentes eram a ampliação do mercado e o incremento na carteira de produtos por meio de uniões verticais.

Weston *et al.* (2001) destacam que a terceira fase das F&A, na década de 1960, ocorre com as aquisições de conglomerados, operações que ocorrem entre empresas que adotam a estratégia de diversificação. Esta fase foi motivada por medidas tomadas pelo Congresso americano, as quais limitavam as integrações horizontais e verticais. Segundo Patrocínio *et al.* (2005), a principal motivação para este movimento estava na diversificação de negócios, para

garantir a atualização tecnológica e minimizar o risco de incertezas nos mercados em que atuavam.

A partir dos anos 1980, as atividades de F&A aumentaram substancialmente. Conforme Waack (2000), esta quarta onda pode ser dividida em dois momentos, de acordo com seus objetivos. Nos anos 1980, as F&As visavam à especialização no *core business*, ao acesso a novos mercados e a tecnologias, a um maior poder econômico e de competição, à melhoria de eficiências estruturais e operacionais, e à diminuição do risco. Nos anos 1990, o cenário recessivo, de competição, de internacionalização e de dificuldades financeiras fez com que as F&A visassem à manutenção da autonomia ou, simplesmente, à sobrevivência do negócio.

O primeiro momento da quarta fase, considerado a maior onda de F&A, ocorreu a partir da década de 1980, tendo como um dos pilares deste movimento o aumento do interesse por empresas de capital aberto. Weston *et al.* (2001) descrevem a existência de uma confluência de forças: crescimento econômico, incluindo o mercado de capitais, e aumento da competição internacional. Além disso, esta etapa é marcada pela formação de grupos de investidores de risco para financiamento de aquisições ou para a decomposição das empresas compradas para venda de suas partes. O segundo momento desta quarta fase compreende a década de 1990, marcada pela recuperação econômica, pela adoção de novas políticas macroeconômicas, pelo avanço tecnológico, sobretudo no que tange às comunicações, e pela liberalização comercial dos mercados. Segundo Gaughan (2002), esta onda de F&A tem mais motivações estratégicas do que rápidos ganhos financeiros.

Mitchell e Mulherin (1996) enumeram quatro significativas ondas de F&A entre 1890 e 1990. Cada onda tem sido estudada extensivamente por acadêmicos, que deram o rótulo de acordo com as idéias gerais por trás da onda: monopólio, década de 1890; oligopólio, década

de 1920; conglomerado, década de 1960; e compra hostil (*takeover*), compreendendo a década de 1980.

A reestruturação ocorrida no setor siderúrgico está inserida na quarta onda de F&A. Tradicionalmente caracterizado pelo lento crescimento da produção, teve a década de 1990 marcada por alterações relevantes no que se refere ao *mix* de produtos e à sua distribuição ao redor do mundo, com um intenso processo de concentração. A consolidação neste setor ainda encontra-se em curso, o que também está relacionado à crescente internacionalização patrimonial das empresas. A estagnação da produção mundial e o aumento da concentração de fornecedores e consumidores são fatores que estimularam as F&A na siderurgia mundial. Um fator adicional foram as privatizações. Segundo dados da International Iron and Steel Institute (IISI) (2000), 37 empresas siderúrgicas foram desestatizadas em 22 países no período entre 1984 e 1997. Além disso, outros instrumentos de políticas públicas induziram ao fechamento de plantas, em particular na Europa, o que favoreceu o processo de concentração.

2.1.2 Principais vantagens e motivações do processo de fusão e aquisição

O estágio de desenvolvimento econômico atingido pelo Brasil na década de 1990 permitiu que houvesse intensa movimentação de F&A entre as empresas. Segundo Bulgarelli (1996), o Estado tomou posição perante o fenômeno, tentando cortar excessos, mediante a promulgação de leis de intervenção no domínio econômico e, de outro lado, incentivando a concentração em alguns setores, para que as empresas atingissem uma dimensão que as tornassem competitivas numa economia de mercado, principalmente com vistas ao mercado externo.

Estudos como o de Manne (1965), Gort (1969), Lintner (1971), Levy e Sarnat (1970), em um esforço para encontrar uma única explicação, sugerem que o principal determinante de uma fusão constitui-se por razões financeiras.

Manne (1965) lista algumas vantagens importantes que podem explicar os motivos de uma fusão. Dentre elas, estão: efeitos devastadores que antecedem as falências; eficiência no gerenciamento das corporações; aumento da mobilidade do capital; e, na maioria das vezes, maior eficiência na alocação de recursos. Porém, o autor assume que o fator que mais distingue a motivação por uma fusão é a busca por lucros monopolistas, e não a simples tentativa de implantar um gerenciamento eficiente em uma companhia mal gerida.

Gort (1969) avança na hipótese de que o valor dos ativos combinados da firma deve ser diferente para os compradores e vendedores, e essas discrepâncias no valor são decisivas para determinar variações em taxas de fusões nas indústrias ao longo do tempo. O autor argumenta que mudanças na tecnologia e nos movimentos de securitização dos preços são mais importantes nos choques econômicos, que causam um aumento na dispersão do valor, encontrando uma forte correlação entre as taxas de fusão, mudanças na produtividade e crescimento.

Lintner (1971) resume e contrasta as principais fontes de diferenças entre os ganhos dos investidores em um movimento de fusão. A direção dos ganhos de um monopólio tem, geralmente, diminuído em importância relativa, e as economias de escala e as melhorias na eficiência têm variado sua importância de movimento para movimento. Além disso, o autor defende que há ganhos de diversificação quando diferentes investidores mantêm as ações das companhias que estão se fundindo.

Levy e Sarnat (1970) identificaram em suas pesquisas que, mediante o aumento da firma, as fusões devem criar vantagens financeiras, desde que as grandes empresas tenham melhor acesso ao mercado de capitais e também disponham de economias significativas de custo quando precisam de financiamentos. Essas economias de custos refletem, pelo menos em parte, a redução do risco dos emprestadores diante da diversificação.

Ackoff (1983) cita os seguintes aspectos inerentes às estratégias de F&A:

- Cooperação - consecução de objetivos que somente são possíveis quando uma ou mais organizações se juntam em determinada empreitada;
- Imunização - o aumento da participação no mercado por meio de integração horizontal propicia redução do risco, uma vez que novos produtos são incorporados ao portfólio, e redução de incertezas com relação à demanda, uma vez que esta é repartida por um número menor de concorrentes.

Samuels e Wilkes (1996) e Ross *et al.* (2002) destacam dentre as principais vantagens das estratégias de F&A algumas razões que geram ganhos para as empresas e podem ser consideradas seus fatores explicativos:

- Aumento de receitas - conquistado por meio dos benefícios estratégicos, tais como: aumento do poder de mercado, em alguns casos assumindo uma postura de monopólio, e ganhos de *marketing*, entre outros;
- Economias de escala de produção - permite que a empresa escolha onde produzir seus principais produtos e onde adquirir seus insumos em função dos custos. É importante destacar as economias de escala inerentes a: compra de matéria-prima, transporte de produtos, vantagens na negociação de contratos de geração de energia e redução do custo de capital;
- Ganhos fiscais – significam um incentivo forte para algumas aquisições, pois pode ser usada a capacidade ociosa de endividamento, montando uma estrutura ideal de capital de terceiros *versus* capital próprio;
- Redução do custo de capital - existe a possibilidade de se fazer uma emissão de títulos mais volumosa, o que também implica ganhos de escala;
- Diversificação do risco no caso de aquisições internacionais - a atuação em diversos países pode diminuir o impacto das crises locais nas receitas de uma empresa. As

receitas em moeda estrangeira funcionam como um *hedge* natural para o endividamento de empresas localizadas em países emergentes;

- Entrada rápida em novos mercados e novas indústrias - podendo proporcionar o tamanho crítico ou ideal para o entrante.

O resultado esperado de uma transação de F&A é maior do que a soma das partes individualmente, e isso se deve ao fato de haver ganhos de sinergia. Coase (1937) é visto como o primeiro a identificar a sinergia como razão para uma operação de F&A, que ocorre quando a combinação de ativos de duas firmas, operando juntas, cria mais valor do que a soma delas operando sozinhas. Segundo Copeland *et al.* (2002), no momento de avaliar uma integração devem ser identificadas, além das sinergias reais para a companhia, as obtidas com outros compradores, pois isso pode fazer com que haja melhores otimizações entre as empresas. Pursche (1988) *apud* Copeland *et al.* (2002) classifica as sinergias em três categorias:

a) Universal - geralmente disponível a qualquer comprador com capacidade administrativa e recursos adequados.
b) Endêmica - disponível apenas a alguns compradores; em geral, somente àqueles que atuam no mesmo segmento que o vendedor.
c) Exclusiva - oportunidades que só podem ser exploradas por um comprador (ou vendedor) específico.

Além desses, existem aspectos subjacentes às F&A que ajudam a entender esse quadro. Em revisão bibliográfica realizada por Camargos e Barbosa (2004), foi elaborado uma síntese das principais razões apontadas por Manne (1965), Mueller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Scherer & Ross (1990) e Kloeckner (1994) que justificam uma operação de F&A, conforme Quadro 1:

Quadro 1 - Motivos explicativos para fusão e aquisição de empresas

Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra. São decorrentes também das divergências do juízo feitos entre proprietários e potenciais compradores sobre a eficiência da administração da firma.
Compensações e Incentivos Tributários	Advindos de créditos tributários, relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas, podem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma que venha apresentando lucros.
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado. Isto é, quando a razão "Q de Tobin" (valor de mercado / valor patrimonial) de uma da firma for menor do que a unidade ("Q de Tobin" < 1).
Busca de Economias de Escala (Sinergias Operacionais e Gerenciais)	Advindas de possíveis reduções nos custos em função de aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*).
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição.
Redução do Risco de Insolvência	Advinda da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita. Os conglomerados reduzem o risco ao diversificarem os negócios. Ou seja, prejuízos em determinado setor podem ser compensados com lucros de outro setor em que o grupo também atua.

Fonte: Adaptado de Camargos e Barbosa (2004)

Assim, evidencia-se a importância dos processos de F&A, em virtude das diversas vantagens competitivas que podem oferecer para o posicionamento estratégico das empresas no atual contexto econômico.

Grinblatt e Titman (2005) citam que, a partir do Teorema de Modigliani e Miller, observa-se que com mercados de capital perfeitos o valor não pode ser nem criado nem destruído por meio de uma reestruturação dos títulos de uma empresa, contanto que a reestruturação deixe inalterados os fluxos de caixa totais das empresas. Similarmente, qualquer F&A que não tenha efeito sobre os fluxos de caixa pós-imposto de qualquer uma das empresas não irá criar nem destruir valor. Isso significa que, para uma F&A criar valor, os fluxos de caixa pós-imposto da empresa combinada têm de exceder a soma dos fluxos de caixa pós-imposto das empresas individuais antes da transação.

Na prática, entretanto, as aquisições podem tornar a empresa controladora mais lucrativa no longo prazo, o que se reflete tanto no preço de suas ações quanto nos seus indicadores financeiros. Segundo Grinblatt e Titman (2005), uma aquisição estratégica envolve sinergias operacionais, significando que as duas empresas são mais lucrativas

combinadas do que separadas. Nos anos 1990, as aquisições estratégicas tornaram-se muito mais populares e hoje constituem a forma dominante de aquisição.

2.1.3 Crescimento interno, fusões e aquisições de empresas

Várias são as razões sugeridas pelas quais as empresas se defrontam com uma decisão de investimento. Uma das principais é a perspectiva de crescimento dos negócios. Penrose (1959) argumenta que o crescimento da empresa pode ser por meio do uso dos recursos internos ou por meio da aquisição de ativos de outras empresas. No primeiro caso, a empresa construiria novas plantas produtivas e entraria em novas linhas de atividades, seja mediante financiamento com recursos internos ou financiamento externo. Essa seria a forma orgânica de crescimento corporativo. Por sua vez, a segunda das formas de expansão seria baseada na compra de plantas já existentes e operadas por outras empresas mediante transações de F&A.

Ainda de acordo com Penrose (1959), as operações de F&A reduziriam de forma imediata a pressão competitiva, dado que não há injeção de nova capacidade no mercado em questão, mas transferência de propriedade dos ativos produtivos já existentes. A estratégia de crescimento via F&A geralmente é preferida pelas empresas capitalizadas, pois permite uma expansão mais rápida do que normalmente ocorreria caso optasse pelo crescimento orgânico.

Para Hughes *et al.* (1980), as operações de F&A fazem com que a empresa racionalize sua produção, podendo ganhar maior competitividade, e, principalmente, elevam o poder de mercado, particularmente através das F&A horizontais, proporcionando um aumento não somente do *market-share* da empresa adquirente (ou das empresas combinadas), mas também da concentração de mercado, o que, por sua vez, seria capaz de reduzir os graus de liberdade na procura por acordos oligopolistas, facilitando, portanto, de forma tácita ou explícita, a colusão entre as empresas na indústria em questão.

A aquisição de uma empresa por outra é uma modalidade de investimento que tem se intensificado nas últimas décadas. Nesse sentido, cabe observar que esse movimento de

crescimento externo prevaleceu em detrimento do crescimento orgânico. Segundo a UNCTAD (2000), considerando somente as F&A transfronteiriças, o valor das transações passou de US$ 100 bilhões em 1980 para US$ 720 bilhões em 1999. Neste último ano, particularmente, o valor das F&A *cross-border* realizadas no mundo respondeu por 80% dos fluxos mundiais de investimento estrangeiro direto, o que demonstra serem as operações de F&A, e não o investimento *greenfield,* o meio mais adotado pelas empresas transnacionais para expandir sua produção mundial.

A superioridade das operações de F&A na década de 1990 como estratégia de expansão das empresas em vários segmentos de mercado deve ser entendida, primeiramente, como decorrência direta das características básicas de mercados globalizados, quais sejam: acesso a crédito no mercado internacional; facilidade de remessa de lucros às suas matrizes originais; e facilidade de acesso a diferentes formas de captação de recursos financeiros.

Para Singh e Montgomery (1987), o processo de crescimento interno demanda maior tempo e pode ser mais custoso do que a compra de um negócio já estabelecido. Patrocínio *et al.* (2005) destacam que existem várias vantagens e desvantagens que podem ser atribuídas ao crescimento por meio de F&A. Porém, independente do meio escolhido para o crescimento, os objetivos deste processo estão relacionados à geração de valor para os acionistas, por meio do aumento da competitividade da empresa.

Com relação à competitividade, muitas aquisições são motivadas pelos ativos intangíveis, que proporcionam a seus proprietários fontes importantes de diferenciação. Por conta disso, Patrocínio *et al.* (2005) reforçam que são fortes as indicações de que a incorporação de intangíveis seja, atualmente, uma das principais motivações para a realização de operações de F&A.

De acordo com Chatterjee (1986), para que uma estratégia de F&A crie valor é necessário identificar um diferencial de oportunidade no ambiente de negócios para a empresa

adquirente. Nesse contexto, a quantidade de valor econômico resultante da fusão depende: a) da quantidade de recursos obtidos pela empresa em relação à quantidade total presente na economia; e b) da disponibilidade de oportunidades para utilizar esses recursos. Patrocínio *et al.* (2005) destacam que quanto mais recursos escassos puderem ser utilizados, *ceteris paribus*, maior a expectativa de valor que pode potencialmente ser criada.

2.1.4 Tipos de fusão e aquisição

As atividades de F&A têm sido constantemente realizadas como instrumento de reestruturação dos ativos, com a realocação de sua propriedade. Conforme previamente definido, uma fusão refere-se à combinação de duas firmas independentes em uma única empresa, enquanto uma aquisição ocorre quando há uma transferência de propriedade das ações com direito a voto ou de ativos.

De acordo com Hitt *et al.* (2002), Ross *et al.* (2002) e Brealey e Myers (1995), os processos de fusões e aquisições podem ser classificados por três critérios distintos: a) econômicos, b) financeiros e c) nacionalidade das empresas.

a) Com relação aos critérios econômicos, têm-se:

- Fusões e aquisições horizontais - consistem na união entre duas empresas que operam na mesma indústria e cadeia produtiva.

Segundo dados da Securities and Exchange Commission (SEC) (1999), uma das maiores fusões da história ocorreu em 1988, quando a Exxon e a Mobil se juntaram, numa operação que envolveu 77,2 bilhões de dólares, para criar a maior companhia petrolífera do mundo, reunindo as duas maiores partes resultantes da separação do império do petróleo de John D. Rockefeller. A Exxon Mobil participa da exploração e produção de petróleo. Juntas, possuem em torno de 48.500 postos de combustível ao redor do mundo. Além disso, um dia de produção equivale a 2,5 bilhões de barris de petróleo, com quantidade equivalente de gás

natural, o que é uma produção maior do que a do Kuwait, uma das maiores reservas do mundo.

- Fusões e aquisições verticais - consistem na união entre duas empresas que fazem parte da mesma indústria, porém em diferentes pontos da cadeia produtiva (na direção dos fornecedores de matéria-prima ou na distribuição de produtos acabados).

- Fusões e aquisições financeiras - quando as empresas são compradas com o objetivo de empreender uma reestruturação financeira para melhorar o fluxo de caixa.

Segundo Sousa e Marques (2000), um dos argumentos mais utilizados para justificar a realização da combinação de negócios entre a Usiminas e a Cosipa era a possibilidade da utilização de parte substancial do crédito fiscal acumulado pela Cosipa em função dos seus sucessivos prejuízos, que poderia ser utilizado para abatimento de seu imposto de renda futuro.

c) Com relação aos critérios de nacionalidade, têm-se:

- Fusões e aquisições doméstica - envolvem empresas originárias do mesmo país.

De acordo com dados do jornal *Valor Econômico* (2003), com a compra de 50% das ações da Casas Sendas, tradicional rede varejista do Rio de Janeiro, a paulista Pão de Açúcar passou a contar com 106 lojas e faturamento da ordem de R$ 3,5 bilhões em 2004 no Estado do Rio de Janeiro. O objetivo sugerido para fusão é a redução de custos administrativos e a obtenção de ganhos de poder de compra perante os fornecedores.

- Fusões e aquisições *cross-border* - envolvem empresas de países diferentes.

A fusão da Daimler-Benz AG (alemã) e da Chrysler Corporation (americana), ocorrida em 1998, para formar a DaimlerChrysler, ocorreu com a expectativa de geração de sinergias. A fusão criou uma empresa com valor de 65 bilhões de euros, que produz mais de quatro milhões de automóveis por ano (DAIMLERCHRYSLER, 2006).

2.1.5 Aspectos legais, contábeis e fiscais de uma fusão e aquisição

O conceito legal de F&A encontra-se na Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76), que, em seu art. 227, conceitua aquisição (incorporação) como sendo “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Neste caso, não há a formação de uma nova empresa. No art. 228, os seguintes termos são usados para definir fusão: “operação pela qual se unem duas ou mais

sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações". Neste caso, há o surgimento de uma nova empresa, com o desaparecimento das duas anteriores.

Segundo Camargos e Barbosa (2004), há uma tradição no empresariado brasileiro de priorizar o controle de uma empresa pela posse de 51%, e não por meio de acordos entre acionistas para a constituição de grupo de controle. Correa e Caetano (2004) apontam este fator como um entrave ao desenvolvimento das empresas brasileiras, pois limita a possibilidade de captação de recursos no mercado de ações via aumento de capital. Além dessas razões, são apontados os entraves burocráticos para a obtenção de recursos de longo prazo, que tem o BNDES como principal concedente, atendendo somente a uma parcela reduzida da demanda. Modificação introduzida pela Lei n.10.303/01 criou espaço para mudança na estrutura societária das empresas nacionais, pois conferiu direito aos acionistas minoritários caso a empresa participe de um processo de F&A.

As operações de F&A são submetidas a restrições legais, conhecida como "legislação antitruste", pois, dependendo da magnitude do resultado da união entre as empresas, pode haver considerável impacto na redução da concorrência. No Brasil, o órgão responsável por essa análise e controle é o Conselho Administrativo de Defesa Econômico (CADE), que é assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda, respectivamente, que, juntos, formam o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC).

Camargos e Barbosa (2004) estruturam contabilmente uma operação de F&A de duas maneiras:

a) Uma simples troca de ações - quando há comunhão de interesses entre as partes, característico das fusões, no qual os ativos da nova empresa são avaliados pelo valor contábil

das empresas adquirente e adquirida. A nova empresa pertence, conjuntamente, a todos os acionistas das duas empresas, que antes eram independentes. Os ativos totais e o patrimônio total não são afetados pela aquisição e não há a criação de *goodwill*[2].

b) Uma aquisição de ativos - tem-se o método da compra, característico das aquisições, no qual os ativos da empresa adquirida serão contabilizados pelo seu valor de mercado na empresa adquirente, que estabelece uma nova base de custo para os ativos adquiridos.

De acordo com Copeland (2002), o tratamento fiscal dispensado a uma combinação de empresas pode ter um reflexo muito importante em seu aspecto econômico. No caso de uma compra de ações, a empresa é tributada se os acionistas da empresa adquirida tiverem auferido algum ganho de capital com a venda das suas ações. Caso tenham tido prejuízo, não serão tributados. No caso de uma permuta de ações (fusão), considera-se que os acionistas da empresa adquirida trocaram suas ações antigas por ações da nova empresa criada e que não houve ganho ou perda de capital, não sendo, portanto, tributados.

As combinações de empresas são operações típicas de concentração econômica, tendo por objetivo, em geral, o aumento da eficiência das empresas envolvidas, o qual pode ser obtido por meio da redução de seus custos, do aumento de sua competitividade e do acesso a novas tecnologias de produção e de gestão. Fazem parte do processo natural de desenvolvimento da economia de mercado, não havendo razão para serem encaradas, *a priori*, como práticas abusivas.

Tendo em vista, porém, que uma de suas conseqüências pode ser a redução da concorrência, as autoridades econômicas dos diversos países tendem a controlar tais operações, pois, segundo Sousa e Marques (2000), as concentrações podem tornar a estrutura do mercado menos competitiva, o que tende a desestimular a entrada de novos concorrentes.

---

[2] Damodaran (1996) define como a diferença entre o preço de compra do ativo e seu respectivo valor de mercado.

Também, as empresas, depois de se associarem e terem alcançado maior poder econômico, podem aumentar seus preços, prevalecendo-se de sua maior força no mercado.

As conseqüências de uma operação de F&A são diversas, tendo implicações para os acionistas, para o mercado e para a sociedade de uma maneira geral, pois pode afetar a estrutura concorrencial. Por essa razão, quando os envolvidos são empresas abertas, as informações devem ser cuidadosamente divulgadas a todos os interessados, tais como governo, fornecedores, clientes e credores, pois, de certa forma, podem impactar as decisões futuras dos mesmos. No Brasil, de acordo com a Instrução da CVM n. 358/2002, art. 2º,

> *Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:*
> *I - .....*
> *.....*
> *VII - a incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas."*

Segundo Stickney e Weil (2001), alguns usuários necessitam de detalhes adicionais às informações divulgadas nos demonstrativos financeiros. Por isso, as empresas incluem alguns dados complementares e não financeiros em suas divulgações, tais como: quadros analíticos suplementares, tabelas, informações entre parênteses, parecer dos auditores e o relatório da administração. Além disso, nas notas explicativas pode ser descrito o método contábil utilizado, devendo indicar os principais critérios de avaliação dos elementos patrimoniais da empresa.

2.2 Caracterização da empresa na ótica da economia industrial

A teoria de economia industrial destaca que o crescimento e a acumulação de capital é o determinante fundamental da dinâmica da economia capitalista. Segundo Dantas *et al.* (2002), a crescente importância das grandes corporações, que, em geral, acumulam várias atividades produtivas, contrasta com a empresa idealizada pela escola tradicional neoclássica. A empresa neoclássica, na concepção de Alfred Marshall, é um agente que toma decisões de produção (curto prazo) e de escolha do tamanho da planta (longo prazo), incluindo decisões

de entrada ou saída de mercados em função do nível de lucros requeridos. Nesse sentido, as decisões individuais das empresas conduzem as escolhas de aplicação de recursos da sociedade.

Na evolução do pensamento econômico, Leon Walras, na concepção de equilíbrio geral, introduz a empresa como sendo constituída de empresários que comparecem ao mercado de fatores de produção como demandantes e ao mercado de bens como ofertantes de produtos. Neste modelo, os lucros são anulados pela pressão da competição.

Para Coase (1937), a empresa é um arranjo institucional em que se pressupõe a existência de contratos e relações formais de trabalho, a economia é regulada por mecanismos de preço e o surgimento das firmas está relacionado a conceitos de maximização da alocação de recursos diretamente pelo empresário de forma menos onerosa do que no mercado. Essa diferença ocorre devido aos custos de transação e à existência de conceitos de divisão, especialização e aumento da complexidade do trabalho.

Dessa forma, o tamanho das empresas ficaria limitado não só pelo custo de transação, mas também pelos custos administrativos e pela capacidade de gerenciar a empresa, restringindo a concentração de toda a produção a uma única empresa. Assim, resgatando a teoria econômica marginalista, a expansão da empresa ocorreria até o ponto em que o custo marginal de executar uma atividade extra internamente à empresa fosse igual ao seu preço de mercado. Por essa razão, torna-se interessante a existência de um mercado em que há transações comerciais, pois é mais barato adquirir um produto no mercado do que investir para produzi-lo internamente.

Penrose (1959) faz observação complementar ao explicar que uma empresa não é um objeto observável de maneira fisicamente separada de outros objetos e que sua definição se dá em função do que se faz ou do que é feito em seu interior, definindo a empresa em função das características observáveis.

Chandler (1990) expõe as várias faces da empresa, dizendo ser esta uma entidade legal, que estabelece contratos com fornecedores, distribuidores e empregadores, entre outros. Além disso, é uma entidade administrativa, pois, dadas as diferentes funções e tarefas no seu interior, é necessária promover a coordenação e o monitoramento. Assim, a empresa torna-se um conjunto articulado de qualificações, instalações e capital líquido. Chandler (1990) complementa dizendo que em nome de lucros empresas têm sido, e são, instrumentos de economias capitalistas para a produção de bens e serviços, para o planejamento e a alocação, e para a produção e distribuição futura.

Em uma corrente contemporânea, Nelson e Winter (1982) apresentam a empresa como um agente que acumula capacidades organizacionais. Tais capacitações são as rotinas cristalizadas ao longo de sua experiência. Ou seja, não é possível operá-la por meio de manuais, pois o que a caracteriza é o conhecimento tácito e não-formal.

Nesse contexto de evolução da teoria da economia industrial, foi considerado neste trabalho a conclusão oferecida por Dantas *et al.* (2002), que apresenta a definição de empresa como sendo uma entidade administrativa e financeira cujo objetivo predominante é o crescimento e a acumulação interna de capital. Sendo assim, uma das formas de expansão da empresa na economia capitalista é a diversificação. No desenvolvimento desta pesquisa, procurou-se, além de mensurar alguns indicadores, entender os motivos subjacentes a esta operação de aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas.

2.2.1 Relevância da estratégia no contexto do crescimento da empresa

Drucker (1954) diz que o crescimento da firma é um indicador de sucesso, mas que certas expansões conduzem ao fracasso da empresa. Fleck e Martins (2003) citam em seu estudo o exemplo de várias cadeias de supermercado brasileiras que empreenderam aquisições nas décadas de 1970 a 1990 como estratégias de crescimento e sobrevivência.

Dessa forma, as motivações subjacentes a um movimento de expansão da empresa podem ser assim apresentadas, segundo Chandler (1962): a) produtivas - quando a expansão objetiva ganhos de produtividade via economias de escala e/ou de escopo; e b) defensivas - quando o crescimento busca defender os negócios de rivais existentes ou potenciais, e/ou de incertezas no fornecimento de insumos, ou ainda quando a expansão busca reduzir o grau de competição na indústria.

Depois da Segunda Guerra Mundial, a dinâmica do capitalismo industrial conduziu o ambiente organizacional ao que Chandler (1990) denominou de "ponto de mutação da evolução das instituições": desenvolvimento sem precedentes, resultante da intensificação da competição e que trouxe o redesenho da estrutura básica da moderna empresa industrial, particularmente entre a administração corporativa e as divisões operativas.

A prática de F&A, a formação de oligopólios e monopólios e o estabelecimento de vantagens competitivas de longo prazo em determinados mercados tornaram-se comuns na estratégia de expansão e diversificação empresarial. A análise histórica dos resultados obtidos por meio dessas estratégias de crescimento evidencia a importância do senso de orientação ao crescimento organizacional. Segundo Chandler (1990), existe uma lógica na dinâmica de crescimento das organizações que a tornam gerenciáveis. Compreender e obedecer tal lógica significa atingir objetivos de crescimento e conquista de novos mercados. Para tanto, as organizações devem acumular vantagens competitivas que pertençam às suas *core competence*.[3]

O progressivo número de incorporações gerou tanto o aumento das divisões a serem administradas como uma grande variedade de negócios que demandavam decisões no desenvolvimento de seus processos estratégicos, fora das *core competence* acumuladas pelas

[3] De acordo com Prahalad & Hamel (1990), o termo *competência essencial* (*core competence*) define os recursos intangíveis, que, em relação aos concorrentes, são difíceis de serem imitados. Em relação a mercados e clientes, são os recursos essenciais para que a empresa possa prover produtos/serviços diferenciados. Em relação ao processo de mudança e evolução da própria empresa, é o fator fundamental da maior flexibilidade que permite a exploração de diferentes mercados.

organizações originais. Nesse sentido, as F&A serão, efetivamente, sinérgicas, na medida em que, ao investir em nichos de mercados relacionados à sua produção, poderão impulsionar suas atividades e inibir a de seus competidores.

As pequenas empresas, as associações distritais e as de produção locais, denominadas *clusters*, em função de sua menor produção, são capazes de ajustar suas operações mais rapidamente à flutuação da demanda dos consumidores. Foram, em determinado período, consideradas como o motor do desenvolvimento econômico. Conforme atesta Bennett (1994), as pequenas empresas possibilitam a transformação de realidades específicas, que se traduzem em benefícios de escopo local. Sua participação no total da renda gerada é inferior à renda gerada pelas grandes corporações, apresentando em determinados mercados certo declínio.

Sob o ponto de vista tecnológico, verificou-se a transferência do conceito do *locus*

das estratégias de crescimento utilizada por Sloan (1963) em seus anos à frente da General Motors.

Dessa forma, parece que o crescimento organizacional assume um ciclo evolutivo semelhante ao ciclo de vida do produto e que a cada um de seus estágios de evolução e seu subseqüente declínio o empreendimento atinge, enfim, a sua fase de declínio final, não havendo mais a possibilidade de retorno. De acordo com Mintzberg (1984), quando as organizações atingem o ponto máximo de sua oferta à sociedade, começa então o seu declínio.

De modo geral, cabem às organizações: fazerem monitoramento interno e externo, efetivarem as ações corretivas necessárias, buscarem informações que privilegiem a qualidade de suas decisões e construírem associações sinérgicas que beneficiem suas capacidades produtivas ou que as impulsionem a conquistar novas, a um custo sustentável, tudo isso na tentativa de alargar ao máximo possível o seu horizonte de crescimento.

2.2.2 Economias associadas ao processo de fusão e aquisição

Segundo Dantas *et al.* (2002), as empresas apresentam **custos fixos**, que independem da quantidade produzida, e **custos variáveis**, que dependerm da produção. Uma **derivada conceitual** é o custo médio, que, matematicamente, é representado pelo quociente da soma do custo fixo e do custo variável pela quantidade. Já o **custo marginal** é o incremento ao custo de se produzir uma unidade a mais de determinado bem. No longo prazo, todos os custos são variáveis, pois existe tempo para que novas decisões de investimentos possam ser tomadas. Lootty e Szapiro (2002) assumem que as economias de escala existem até um determinado tamanho da planta produtiva, na qual são exploradas todas as possíveis economias de escala. No caso de um crescimento acima deste tamanho ótimo, começa a existir deseconomia de escala, que pode ser representada por ineficiências gerenciais e administrativas.

As economias de escala alcançadas pela firma, na maioria dos casos, são justificadas pela indivisibilidade dos custos fixos. Essa indivisibilidade está relacionada com a

impossibilidade de se ter unidades menores que um determinado tamanho. Nesse caso, os custos fixos de produção são diluídos à medida que o volume de produção de um mesmo bem aumenta. A indivisibilidade é mais provável quando a produção usa plantas que requerem elevados investimentos de capital. De acordo com Besanko *et al*. (2004) e Grant (1991), outras fontes de economia de escala são: o aumento da produtividade dos insumos variáveis, inventários, ganhos na operação de compra, propaganda, distribuição, e pesquisa e desenvolvimento. Nesse sentido, um dos motivos subjacentes a uma operação de F&A é a busca por economias de escala.

Segundo Porter (1986), é possível que quase todas as funções do negócio possam apresentar economias de escala, o que traz uma implicação prática para a definição de um tamanho ótimo para um negócio, em função dos diferentes níveis de indivisibilidade da capacidade de cada função do negócio.

As economias de escala são ditas **reais** quando o aumento na produção acontece em uma razão maior que o aumento dos fatores produtivos. As economias de escala são ditas **pecuniárias** se a fonte da economia está na redução do preço dos fatores produtivos. Lootty e Szapiro (2002) apontam quatro fontes principais de economias de escala reais:

a) Ganhos de especialização - constituem um dos pilares da obra de Adam Smith em 1776. Com a separação das tarefas, os trabalhadores ficaram mais hábeis e especializados, aumentando, como conseqüência, a produtividade;
b) Indivisibilidade técnica - tem relação direta com o tamanho dos equipamentos industriais, o que explica as subutilizações e os ganhos de escala quando há uma expansão da produção;
c) Economias geométricas - também se relacionam com o tamanho dos equipamentos. Esta fonte de economia diz respeito às propriedades geométricas das unidades processadoras, ligadas, basicamente, à indústria química, elétrica e petrolífera;

d) Economias relacionadas à lei dos grandes números – associam-se ao tamanho da planta produtiva, ao número de equipamentos e, proporcionalmente, ao menor número de funcionários para manutenção e peças de reposição, entre outros. Ou seja, não é necessário crescer todos os fatores na mesma proporção.

Além disso, quando se incorpora na análise o tempo despendido para produção, passa a ser necessário classificar as duas fontes de economias dinâmicas:

a) Economias de reinício (*set up*) - estão associadas à necessidade de reinício e à regulagem de equipamentos usados para várias tarefas. Neste caso, quanto maior a produção, mais tempo o equipamento irá operar de forma contínua;
b) Economias de aprendizado - estão relacionadas ao tempo de aprendizado de um novo processo produtivo.

Vinculada à economia de escala, está a economia de escopo, que pode ser resultante da produção conjunta de uma variedade de produtos que apresentam algum tipo de sinergia. Neste caso, a soma dos custos de produção dos bens em firmas separadas é maior que a produção conjunta numa única firma. Os custos são incorridos em conjunto para a produção de unidades para diversos negócios. Para Besanko *et al.* (2004) e Porter (1986), economias de escopo podem ser tratadas como uma modalidade de economia de escala, pois elas aumentam o tamanho da firma. Além disso, as fontes de economia de escala apontadas acima podem ser associadas às economias de escopo. Lootty e Szapiro (2002) destacam três fontes de economias de escopo:

a) Existência de fatores comuns - ocorre quando para a produção de um bem é necessária a aquisição de um fator de produção comum. Nesse sentido, a diversificação da produção implicará a redução do custo médio de cada produto;

b) Existência de reserva de capacidade - ocorre quando os insumos podem ser compartilhados para produzir vários produtos em função de seu processo produtivo e da existência de capacidade ociosa;

c) Complementaridades tecnológicas e comerciais - geram sinergias na produção, pois os produtos apresentam similaridades técnicas e de mercado. É uma das fontes mais importantes em termos econômicos.

As principais fontes de economias de escala são derivadas da existência de várias plantas produtivas. Scherer (1975) *apud* Lootty e Szapiro (2002) apresentou trabalho composto de uma amostra de 155 setores da indústria manufatureira norte-americana, no qual destaca a relevância das empresas multiplantas, em que metade da amostra analisada tinha como empresas líderes aquelas que possuíam mais de quatro plantas produtivas. Nesse sentido, é razoável supor que este tipo de operação deve-se à existência de economias de escala que não estão disponíveis ao nível de uma única planta. Dentre elas, Lootty e Szapiro (2002) destacam:

a) Economias de duplicação - decorrem da possibilidade de adição de uma nova capacidade produtiva ao longo do tempo, que pode acontecer mediante pequenas adições à capacidade produtiva, opção que apresenta maior custo unitário, porém tem a vantagem de acompanhar a produção, ou por meio de adições menos freqüentes, porém maiores, resultando em grandes investimentos.

b) Custo de transporte - a logística é outra fonte substancial de economia de escala, pois podem-se compartilhar os custos de armazenagem de insumos e produtos, bem como sua distribuição, considerando a existência de diferentes mercados geográficos.

c) Especialização - quando as empresas obtêm a especialização de suas plantas, é possível reduzir os custos derivados de incertezas das demandas, além de incorrer em menores custos de reinicio.

d) Flexibilização da operação - este tipo de operação possibilita a redução dos custos de operação, pois pode haver uma compensação produtiva entre as múltiplas plantas da empresa em casos de flutuações produtivas ou variações na demanda.

Os custos médios declinam com a adição de novas unidades de operação até o volume máximo da capacidade instalada. De maneira inversa, o resultado líquido da empresa melhora, pois o custo marginal é mais baixo que o custo médio (MILGROM e ROBERTS, 1992). Para Porter (1986), a economia de escala proporciona uma vantagem de custo e, conseqüentemente, de desempenho econômico. O efeito do uso de terceiros para executar funções que aumentem o custo marginal num determinado nível de produção da empresa pode mascarar o efeito do tamanho da empresa e o seu desempenho final, em comparação com competidores que não usarem terceiros (RICKETTS, 2002).

Algumas deseconomias de escala são apontadas na literatura. Besanko *et al.* (2004) apontam algumas fontes principais de deseconomias de escala: custo de salários, efeitos da burocracia, divisão de recursos especializados, transferência de informação entre clientes e conflito de interesses entre *stakeholders*. Ricketts (2002) também aponta problemas de deseconomias de escala associados a erros de coordenação decorrentes da complexidade da firma maior. Zenger (1994), por exemplo, estudou as razões pelas quais pequenas firmas freqüentemente apresentavam vantagens em eficiência de pesquisa e desenvolvimento, e acabavam sendo melhor sucedidas do que grandes corporações. Os problemas de agência e as deseconomias de escala decorrentes eram mais comuns no caso de firmas menores. De outro lado, Henderson e Cockburn (1996) argumentam no sentido oposto, identificando economias de escala e escopo em pesquisa e desenvolvimento, e analisando o setor farmacêutico, concluindo que as empresas maiores têm vantagens em relação às empresas menores.

No campo teórico, o tamanho das corporações tem sido, desde os primórdios da estratégia, associado às vantagens de desempenho, com os conceitos freqüentes de economias

de escala e escopo, como amplamente difundido por autores como Chandler (1990). As evidências empíricas sobre esta relação entre tamanho e desempenho não são, contudo, tão conclusivas, e muitos estudos são contraditórios, conforme mostrado por Gooding e Wagner III (1985). No Quadro 2, é feita uma síntese dos principais estudos que tratam desta temática.

Quadro 2 - Trabalhos realizados sobre desempenho financeiro e tamanho da firma

Autor	**Ano**	**Objetivos**	**Conclusões**
Capon *et al.*	1990	Meta-análise dos estudos empíricos sobre os fatores que afetam o desempenho financeiro.	Não é possível afirmar que a relação entre desempenho financeiro e tamanho seja significativa.
Gooding e Wagner III	1985	Meta-análise dos estudos empíricos sobre tamanho e desempenho financeiro.	Não há evidências que pudessem indicar qualquer relação entre tamanho e desempenho quando tomado de forma relativa.
Gibrat	1931	Lei do efeito proporcional.	A taxa de crescimento das empresas não dependeria do tamanho das mesmas.
Hart e Prais	1956	Aplicação da lei de Gibrat em empresas britânicas entre 1885 e 1950.	Não encontraram relações consistentes entre tamanho e taxas de crescimento.
Hymer e Pashigian	1962	Analisaram as 1000 maiores empresas americanas aplicando a	

972 518.9001(5(m)12(presas am)12(o)-2udes)6(sem)PA6-0.0016 T

2.3 Desempenho

Para a elaboração desta etapa da pesquisa, foi utilizada a análise fundamentalista, que, segundo Hendriksen e Van Breda (1999), consiste no exame de índices financeiros baseados em demonstrações publicamente disponíveis, com o objetivo de identificar títulos subavaliados, prática que continua sendo bastante utilizada entre os investidores.

A avaliação do desempenho de uma empresa deve refletir as conseqüências financeiras e econômicas das decisões dos gestores em relação aos investimentos, operações e financiamentos ao longo do tempo. Nesse sentido, as medidas recaem sobre o uso dos ativos, a rentabilidade da empresa e as escolhas dos financiamentos, que são informações do passado divulgadas nas demonstrações financeiras das empresas.

De acordo com a Lei 6.404/76, art. 176, todas as empresas registradas como sociedades anônimas devem elaborar e publicar as seguintes demonstrações financeiras: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Esta, possivelmente, será substituída pela Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), que hoje tem sua apresentação opcional. Todos estes demonstrativos são acompanhados de um Relatório da Administração, Notas Explicativas e Parecer do Conselho Fiscal (interno) e de Auditores Independentes (externo).

Essas demonstrações são uma importante fonte de informações para a tomada de decisão em diferentes níveis no ambiente empresarial. Segundo Stickney e Weil (2001), as demonstrações financeiras permitem executar uma avaliação do desempenho passado e fornecem uma posição financeira atual da empresa. Além disso, permitem realizar a projeção de desempenho e posições financeiras futuras. Dados históricos são utilizados quando a administração de uma empresa avalia o desempenho de seus concorrentes, permitindo ao acionista avaliar o desempenho da administração, servindo também para uso do governo. Os

dados projetados são usados para verificar o efeito, sobre as demonstrações financeiras, de alterações nas estratégias e políticas da empresa.

Com base nas informações divulgadas pelas empresas, os usuários das demonstrações financeiras podem encontrar dificuldade em efetuar avaliações. Por isso, torna-se útil uma análise relativa, mediante a elaboração de índices. De acordo com Stickney e Weil (2001), os índices ajudam a análise das demonstrações financeiras, porque eles resumem os dados contidos nas demonstrações de forma conveniente para o entendimento e interpretação.

De acordo com Assaf Neto (2003), a análise de cada elemento individualmente pode ser pouco indicativa. Por isso, a análise de balanços consiste na técnica de calcular quocientes e avaliar seus significados, pois estes indicadores permitem ao analista extrair tendências, já que, por meio do retrato do passado, têm-se algumas bases para se fazer inferências sobre o futuro. Nesse contexto, a análise dos quocientes oferece a possibilidade de estabelecer comparações entre:

a) a série histórica da mesma empresa;
b) padrões previamente estabelecidos pela gerência da empresa;
c) os quocientes análogos de empresas pertencentes ao mesmo ramo de atividade, bem como com as médias, medianas e modas de quocientes do setor; e
d) certos parâmetros de interesse regional, nacional ou mesmo internacional.

Para Stickney e Weil (2001), o Balanço Patrimonial apresenta um flagrante dos financiamentos e investimentos de uma empresa, em determinado instante, enquanto a DRE apresenta o resultado das operações durante certo período, indicando o lucro líquido dessa empresa. A Demonstração de Fluxo de Caixa informa os fluxos de caixa associados às atividades operacionais, de investimento e de financiamento, também para determinado período.

Destaca-se ainda a importância das informações não financeiras, que também podem ser encontradas nas demonstrações financeiras, tais como: quadros analíticos suplementares, tabelas, informações entre parênteses, parecer dos auditores, relatório da administração e

notas explicativas. De acordo com Breton e Taffler (2001), as necessidades informacionais dos investidores presentes e potenciais se encontram, principalmente, nas demonstrações financeiras. No entanto, essas necessidades não são satisfeitas somente por informações financeiras, uma vez que as não-financeiras também são importantes para a tomada de decisão.

Segundo Assaf Neto (2003), a análise de uma empresa é fundamentalmente desenvolvida por meio de comparações, sejam elas efetuadas por índices passados ou mediante indicadores setoriais. No entanto, esse processo é eficazmente completado por comparações com outros valores afins ou relacionáveis, obtidos de uma mesma demonstração financeira, e também pela evolução dos diversos montantes patrimoniais e de resultados absolutos ao longo do tempo, o que permite que se identifiquem, até mesmo, determinadas tendências futuras. Dessa maneira, as comparações dos valores absolutos através do tempo, analisando suas evoluções e as comparações entre si, relacionáveis na mesma demonstração, são desenvolvidas, respectivamente, por análise horizontal e vertical.

Assaf Neto (2003) aponta alguns cuidados que se deve tomar quanto à análise de empresas por indicadores econômico-financeiros, visto que este é um processo essencialmente comparativo, sendo que pouco representa, em termos de acurácia de informações, a análise isolada de uma tendência temporal (referente à comparação entre períodos) ou inter-empresarial (relativa à comparação entre empresas concorrentes no mesmo ramo).

Weston e Brigham (2000) apresentam problemas e limitações que, segundo eles, necessitam de cuidados e discernimento. Assim, os analistas devem estar cientes destes problemas, como forma de realizar os ajustamentos necessários, já que uma análise mecânica e automática pode ser perigosa. Apesar disso, os autores concluem que a análise de índices é útil quando usada de forma inteligente, podendo proporcionar perspectivas importantes para as operações de uma empresa.

No estudo do desempenho de uma empresa, a técnica mais comumente empregada baseia-se na análise vertical, mediante a apuração de índices econômico-financeiros, e na análise horizontal, pela variação dos mesmos entre um ano e outro. Os índices econômico-financeiros são extraídos, basicamente, das demonstrações financeiras levantadas pelas empresas e divididos em grupos homogêneos de análise. Esses índices são classificados em quatro grupos, visando estabelecer melhor metodologia de avaliação dos diversos aspectos do desempenho da empresa: liquidez e atividade; endividamento e estrutura; rentabilidade e sinergias; e análise de ações.

2.3.1 Indicadores de liquidez

Os indicadores de liquidez visam medir a capacidade de pagamento (folga financeira) de uma empresa; ou seja, sua habilidade em cumprir corretamente as obrigações passivas assumidas. Na realidade, os indicadores tradicionais de liquidez exprimem uma posição financeira em dado momento de tempo, e os diversos valores considerados são continuamente alterados em função da dinamicidade natural dos negócios da empresa. No Quadro 4, estão listados os principais índices que medem a liquidez da empresa: de liquidez corrente, de liquidez seca, de liquidez imediata e de liquidez geral.

Quadro 4 - Indicadores de liquidez

Indicador	**Finalidade**	**Interpretação**
Liquidez corrente = Ativo circulante / Passivo circulante	Mede a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo.	Índice maior que 1 significa capital de giro (CDG) positivo; menor que 1 significa CDG negativo.
Liquidez seca = (Ativo circulante – estoques) / Passivo circulante	Indica o percentual de dívidas de curto prazo que pode ser resgatado pelos ativos de maior liquidez.	Índice maior ou igual a 1 indica liquidez suficiente para honrar as dívidas de curto prazo.
Liquidez imediata = Disponível / Passivo circulante	Reflete a porcentagem de dívidas do curto prazo que pode ser saldada pelas disponibilidades de caixa.	Quanto maior este índice, maiores serão os recursos disponíveis mantidos pela empresa.
Liquidez geral = (Ativo circulante + Realizável longo prazo) / (Passivo circulante + Passivo exigível longo prazo)	Retrata a saúde financeira a longo prazo da empresa.	Um índice maior ou igual a 1 indica folga financeira.

Fonte: Assaf Neto (2003); Ross *et al.* (2002)

2.3.2 Indicadores de atividade

Os indicadores de atividade, listados no Quadro 5, visam mensurar as diversas durações de um ciclo operacional, o qual envolve todas as fases operacionais típicas de uma empresa, que vão desde a aquisição de insumos básicos ou mercadorias até o recebimento das vendas realizadas. Para a redução desse período e, conseqüentemente, das necessidades de investimentos, as empresas utilizam-se, normalmente, de prazos para pagamentos de estoques adquiridos e de operações bancárias de desconto de duplicatas representativas das vendas a crédito. Para uma análise mais dinâmica, são determinadas: a liquidez dos estoques, os valores a receber de clientes, os valores devidos a fornecedores e as respectivas rotações (giros).

Quadro 5 - Indicadores de atividade

Indicador	**Finalidade**	**Interpretação**
Prazo médio de estocagem = = (estoque médio x 360) / Custo dos produtos vendidos	Indica o tempo médio necessário para a completa renovação dos estoques da empresa.	Quanto maior for esse índice, maior será o prazo que os produtos permanecerão estocados.
Prazo médio de pagamento = (contas a pagar a fornecedores média x 360) / Compras anuais a prazo	Revela o tempo médio que a empresa leva para pagar seus fornecedores.	Um índice mais elevado significa mais tempo para pagar fornecedores.
Prazo médio de recebimento = (contas a receber média x 360) / Vendas anuais a prazo	Revela o tempo médio que a empresa leva para receber suas vendas.	Quanto menor o índice, mais rápido a empresa recebe de seus clientes.
Ciclo operacional = Prazo médio de estocagem + Prazo médio de recebimento	Mosta o intervalo entre a compra de matéria-prima e o recebimento pela venda do produto.	Quanto maior, pior. Porém, deve ser comparado com o ciclo financeiro.
Ciclo financeiro = Ciclo operacional - Prazo médio de pagamento	Mosta o intervalo entre o pagamento dos fornecedores e os recebimentos dos clientes.	Quanto menor, melhor. De preferência, apresentando valores negativos.

Fonte: Assaf Neto (2003); Ross *et al.* (2002)

2.3.3 Indicadores de endividamento e estrutura de capital

Estes indicadores, apresentados no Quadro 6, são utilizados para analisar a composição (estrutura) das fontes passivas de recursos de uma empresa. Indicam a forma pela qual os recursos de terceiros são usados pela empresa e sua participação relativa em relação ao capital próprio. Fornecem elementos para avaliar o grau de comprometimento financeiro

de uma empresa perante seus credores, principalmente as instituições financeiras, e sua capacidade de cumprir os compromissos financeiros assumidos a longo prazo.

Quadro 6 - Indicadores de endividamento e estrutura

Indicador	Finalidade	Interpretação
Relação capital de terceiros / Patrimônio líquido = Exigível total / Patrimônio líquido	Revela o nível de endividamento em relação aos recursos próprios.	Um resultado maior que 1 indica maior dependência de recursos de terceiros.
Índice de endividamento geral = Exigível total / Passivo total	Mede a porcentagem de recursos totais da empresa financiada por terceiros.	Um aumento desse índice pode indicar redução na rentabilidade da empresa.
Composição do endividamento = Passivo circulante / (Passivo circulante + Exigível a longo prazo)	Mostra o quanto da dívida é de curto prazo.	Quanto maior, pior, pois a empresa precisará ter recursos no curto prazo.
Índice de cobertura de juros = EBIT / Despesas financeiras	Mostra o número de vezes que o resultado gerado pela operação é maior que as despesas financeiras.	Quanto maior, melhor.

Fonte: Assaf Neto (2003); Ross *et al.* (2002)

2.3.4 Indicadores de rentabilidade e sinergia

Estes indicadores visam avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelam suas dimensões. As principais bases de comparação adotadas para o estudo de resultados empresariais são: o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas de vendas. Os resultados normalmente utilizados, por sua vez, são: o lucro operacional e o lucro líquido. Ressalta-se que os analistas da empresa, em geral, dispensam grandes atenções aos indicadores de rentabilidade, os quais costumam exercer significativas influências sobre as decisões tomadas tanto no mercado de crédito como no mercado acionário que envolvem a empresa em análise. Esses indicadores, apresentados no Quadro 7, são: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), margem operacional e giro dos ativos. Para uma análise das sinergias, foram utilizados os indicadores *margem bruta*, *margem líquida* e *eficiência administrativa*.

Quadro 7 - Indicadores de rentabilidade e sinergia

Indicador	Finalidade	Interpretação
ROA = Lucro líquido / Ativo total médio	Revela o retorno dado pelo total das aplicações realizadas em ativos.	Pode ser interpretado como o custo financeiro máximo de captar fundos.
ROE = Lucro líquido / Patrimônio líquido médio	Mensura o retorno dos recursos aplicados pelos proprietários.	Indica quanto os proprietários auferem de lucro para cada unidade monetária (PL)

		investida.
Margem operacional = Lucro operacional / Vendas líquidas	Mede a eficiência da empresa em produzir lucro por meio de suas vendas.	Indica quanto a empresa ganhou em cada unidade monetária de venda realizada.
Giro do ativo = Receita líquida / Ativo total	Mede a de eficiência dos investimentos da empresa.	Quanto maior, melhor.
Margem bruta = Lucro bruto / Vendas líquidas	Apresenta uma medida do controle da estrutura de custos da empresa e mostra se com a combinação houve economias de escala (sinergias operacionais).	Quanto maior, melhor.
Margem líquida = Lucro líquido / Vendas líquidas	Mede a eficiência da empresa em produzir lucro (eficiência operacional, administrativa e financeira) sinergias operacionais.	Indica quanto a empresa ganhou após o imposto de renda em cada unidade monetária de venda realizada.
Eficiência administrativa = Despesas administrativas gerais / Vendas líquidas	Mede a geração de economias de escala após a combinação, pois pode haver a eliminação de quadros e departamentos - sinergias gerenciais.	Quanto maior, pior.

Fonte: Assaf Neto (2003); Ross *et al.* (2002)

2.3.5 Indicadores de análise de ações

Estes indicadores, listados no Quadro 8, objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa em suas ações. São de grande utilidade para os analistas de mercado e acionistas, como parâmetros de apoio a suas decisões de investimentos. De forma idêntica, as cotações de mercado são freqüentemente sensíveis aos resultados desses indicadores, podendo-se estabelecer, inclusive, tendências futuras sobre sua maximização. Os indicadores de lucro por ação (LPA) e de preço por lucro (P/L) se encontram nessa classificação.

Quadro 8 - Indicadores de análise de ações

Indicador	**Finalidade**	**Interpretação**
LPA = Lucro líquido / Número de ações emitidas	Ressalta o lucro que cada ação emitida pela empresa aufere.	Denota a parcela de lucro líquido obtida por ação. Quanto maior o índice, maior é a rentabilidade.
P/L = Preço de mercado da ação / Lucro por ação	Indica o número de anos que um investidor levaria para recuperar o capital aplicado na ação.	Quanto menor o índice, mais rápido o investidor terá recuperado o capital usado na compra da ação.
Payout = Dividendos / Lucro líquido	Mostra o percentual de distribuição de lucros.	A reação do mercado depende de cada situação.

Fonte: Elaboração própria

2.4 Performance e competividade

Nesta seção, aprofunda-se o conceito de competitividade e focaliza-se o modelo que será utilizado para análise dos dados. Muito se tem escrito sobre competitividade, o que torna difícil uma análise global de todos os autores. Segundo Barbosa (1999), a dificuldade em encontrar uma definição comum decorre dos diferentes entendimentos do conceito.

Em geral, o termo *competitividade* está associado ao desempenho das exportações industriais, o que tem por falha o fato de ser uma avaliação *ex post*, pois considera a competitividade em função de seus efeitos sobre o comércio internacional. Segundo Fajnzylber (1998), a competitividade consiste na capacidade de um país para manter e expandir sua participação nos mercados internacionais e elevar simultaneamente o nível de vida de sua população. Haguenauer (1989) diz que a competitividade deve ser analisada tanto na ótica empresarial, calculando índices para conjuntos específicos de produtos, como na ótica de um país, considerando o total das exportações industriais.

Documento da Confederação Nacional da Indústria (CNI) (1988) ratifica a necessidade de a indústria brasileira empenhar-se em uma constante busca pela competitividade, assumindo um caráter estratégico dentro da estrutura de negócios.

> A competitividade – entendida como promoção de maior eficiência e produtividade – pode ser observada através de dois grupos de indicadores: medida de inserção no mercado mundial – crescimento das exportações, participação relativa no volume do comércio mundial, etc.; medida de eficiência na utilização de recursos – produtividade de mão-de-obra, retorno de capital, indicadores de crescimento e nível de atividade, investimento em tecnologia (CNI, 1988).

Machado-da-Silva e Fernandes (1998) consideram que, para se entender a ação adotada pela organização, é preciso compreender antes a sua natureza de atividade, pois as estratégias são concebidas de maneiras diferentes em função da importância relativa atribuída a determinados fatores em função de preferências do formulador desta política. Ferraz *et al.* (1997) sugerem que a competitividade não pode ser encarada somente do ponto de vista técnico. Machado-da-Silva e Barbosa (2002) dizem ser necessário conciliar padrões

concorrenciais e padrões institucionais, já que o ambiente exerce pressão para que as organizações sejam eficientes e não percam a sua legitimidade perante a sociedade. Os mesmos autores admitem ser necessário garantir uma posição privilegiada, porém sustentada pelo ambiente.

Em uma análise arquetípica sobre competitividade, Machado-da-Silva e Barbosa (2002) elaboraram uma relação dos valores subjacentes a este tema, conforme resumido no Quadro 9:

Quadro 9 - Valores subjacentes à competitividade

Eficiência	Fundamenta as estratégias organizacionais que visam reduzir custos, agilizar processos e elevar a produtividade dos fatores de produção. Está ligada aos meios pelos quais a organização procura atingir os seus objetivos, com o melhor aproveitamento possível dos recursos, no sentido de maximização dos resultados.
Modernidade	Fundamenta as estratégias organizacionais que procuram manter a organização em conformidade com os níveis tecnológicos atuais, com as expectativas dos clientes e com as técnicas mais avançadas de gestão e de produção.
Inovação	Fundamenta as estratégias organizacionais que visam desenvolver novos caminhos para agir, para solucionar problemas e para elevar o nível dos resultados.
Qualidade	Fundamenta as estratégias organizacionais que procuram atender às expectativas dos clientes com relação a produtos e serviços e às necessidades técnicas da organização: redução de erros e custos relacionados.
Flexibilidade	Fundamenta as estratégias organizacionais que visam desenvolver a capacidade rápida de resposta da organização às mudanças ambientais.
Responsabilidade Ecológica	Fundamenta as estratégias organizacionais que buscam o desenvolvimento de alternativas produtivas que preservem o meio ambiente e reduzam o impacto ecológico.
Cooperação	Fundamenta as estratégias organizacionais que procuram articular relacionamentos com empresas concorrentes, distribuidores e fornecedores de matéria prima e de material, visando distribuir riscos e a aumentar a capacidade de competição.
Inserção Internacional	Fundamenta as estratégias organizacionais que visam desenvolver a capacitação da organização para atuar em mercados externos.
Apoio Institucional	Fundamenta as estratégias organizacionais que procuram gerenciar a imagem institucional da empresa de maneira a angariar legitimidade no ambiente, bem como obter outros benefícios e vantagens.
Relacionamento com Clientes	Fundamenta as estratégias organizacionais que buscam conhecer e satisfazer as necessidades e expectativas dos clientes, bem como a fidelização do relacionamento com eles.
Preço Final Baixo	Fundamenta as estratégias da organização que visam proporcionar preços finais mais baixos, como estratégia de concorrência.

Fonte: Adaptado de Machado-da-Silva e Barbosa (2002)

Costenaro (2005) afirma que, apesar desta grande diferenciação com relação à competitividade, é possível encontrar alguns traços comuns. Segundo a autora, as empresas, de forma geral, procuram superar seus concorrentes locais e externos utilizando como principais variáveis o preço e a qualidade ao fornecerem ao mercado produtos e serviços.

Além da dificuldade na delimitação do conceito de competitividade, existe outro fator complicador, que são os múltiplos níveis de análise que podem ser derivados desta temática. Dessa forma, além da escolha do conceito, é preciso que haja uma definição do nível de análise.

Em um nível microeconômico, a competitividade das indústrias, ou firmas, depende de um ambiente social, político e economicamente estável, de instituições eficientes, de sistemas educacionais adequados e de políticas industriais que favoreçam, mediante a concessão de incentivos à Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e ao treinamento da mão-de-obra, o acesso a crédito, compras do governo, etc. e a busca constante de maior competitividade (HAGUENAUER, 1989).

Ferraz *et al.* (1997) estruturam os fatores determinantes da competitividade levando em consideração o ambiente concorrencial que exerce influência sobre a firma, tais como: características próprias e ações (interno), mercado de atuação (estrutural) e ambiente concorrencial (sistêmico).

Buckley, Pass e Prescott (1988) afirmam que a análise da competitividade no nível da empresa é fundamental. Justificam para tal que a combinação de três fatores - performance, potencial e *management* - determinam o sucesso na competitividade. No presente estudo, será utilizado o modelo desenvolvido por estes autores, adaptado por Barbosa (1999). Este último autor afirma que tais aspectos permitem às empresas transformar, renovar, inovar, aprender e desenvolver uma cultura ou clima que estimule a competitividade. Dessa forma, a análise da

competitividade da empresa não englobará aspectos macro, restringindo-se ao escopo da empresa.

Buckley, Pass e Prescott (1988) também sugerem que qualquer análise sobre competitividade não pode ser entendida por meio de medições parciais e isoladas. É preciso ter presente o nível em que se pretende avaliar os indicadores. De acordo com Barbosa (1999), a correta compreensão do conceito de competitividade deve ser feita considerando diferentes níveis de análise, pois cada nível possui seu conjunto de medidas específicas. Dessa maneira, para uma análise sobre a competitividade empresarial é preciso saber as influências do setor em que a empresa está inserida, as características socioculturais e o ambiente interno, entre outros fatores.

Uma das definições de competitividade apresentadas por Buckley, Pass e Prescott (1988) é que uma firma é competitiva se for capaz de produzir produtos e serviços com qualidade superior e baixos custos, em comparação com seus concorrentes domésticos ou internacionais. Competitividade é sinônimo de uma performance lucrativa no longo prazo e de sua habilidade de compensar seus empregados e promover um retorno superior aos seus acionistas.

Barbosa (1999) aprofunda o modelo de Buckley, Pass e Prescott (1988) para análise de uma empresa. Este novo modelo é uma versão adaptada para a firma daquele desenvolvido pelos outros autores e tem o foco na análise da performance e competitividade. Neste estudo, foi utilizado este modelo desenvolvido por Barbosa (1999) para análise de dados. A Figura 1 oferece uma visão geral do modelo.

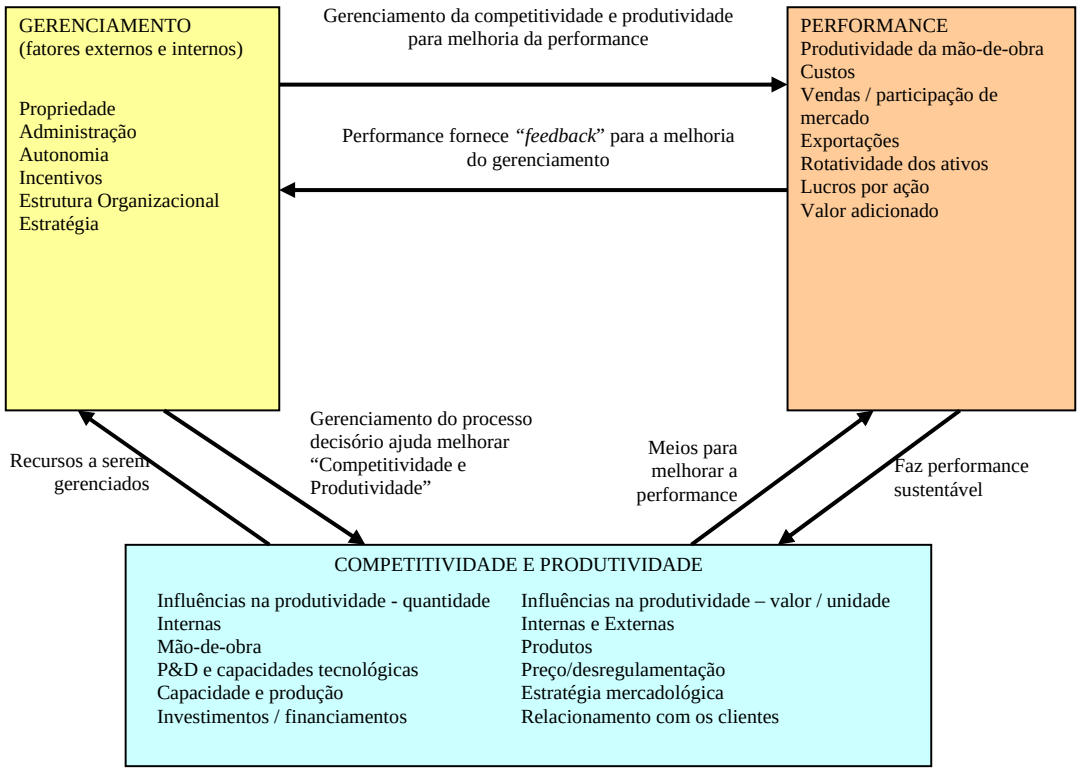

Figura 1 - Modelo de análise de uma empresa

Fonte: Adaptado de Barbosa (1999)

Relacionam-se com o gerenciamento os aspectos que dizem respeito à forma como a firma está organizada e ao modo como formula e implanta estratégias e políticas. Possui os seguintes componentes: propriedade, administração, autonomia, incentivos, estrutura organizacional e estratégia. Influi na performance, na medida em que a tomada de decisão impacta a produtividade para a melhoria da performance e implica a competitividade/produtividade, na medida em que o gerenciamento do processo decisório ajuda a melhorar a competitividade e a produtividade.

Competitividade e produtividade relacionam-se aos aspectos práticos que auxiliam o gerenciamento a alcançar a excelência na performance. Engloba os seguintes aspectos que influenciam a produtividade (internas): mão-de-obra, P&D e capacidades tecnológicas, capacidade de produção e investimentos/financiamentos. Já os aspectos que influenciam a

produtividade (externas e internas) são: produtos, preço/desregulamentação, estratégia mercadológica e relacionamento com os clientes.

Já a performance representa as informações que são oferecidas ao gerenciamento para a avaliação dos resultados. Tem os seguintes componentes: produtividade da mão-de-obra, custos, vendas/participação de mercado, exportações, rotatividade dos ativos, lucro por ação e valor adicionado. Estas medidas servem para avaliar o bom andamento das medidas gerenciais e para prover indicadores para que a competitividade seja sustentável no longo prazo.

O Quadro 10 apresenta uma exposição de forma mais clara de cada uma das variáveis envolvidas.

Quadro 10 - Resumo das principais características para o modelo de análise de uma empresa (continua)

Grupo	Medidas	Descrição
Gerenciamento	Propriedade	Representa o tipo de propriedade que a empresa possui.
	Administração	Representa a forma como é tomada a decisão. Relaciona-se também onde a tomada de decisão é feita.
	Autonomia	Junto com a Administração e a Estrutura Organizacional, representam a autonomia e a dependência para a tomada de decisão.
	Incentivos	Relacionam o sucesso da perfomance com os resultados.
	Estrutura organizacional	Representa a complexidade hierárquica da empresa. Pode haver mais, ou menos, níveis hierárquicos.
	Estratégia	Representa como a alta administração vê o futuro da empresa - se há, por exemplo, perspectivas para o estabelecimento de parcerias e alianças.
Competitividade/ Produtividade	Mão-de-obra	Representa o contingente envolvido nas tarefas produtivas da empresa. Relaciona-se também com a identidade que os funcionários têm com a empresa.
	P&D e capacidades tecnológicas	Relacionam-se com o investimento realizado na descoberta de novos produtos/soluções.
	Capacidade de produção	Representa se há ou não atualizações produtivas.
	Investimentos / financiamentos	Representam, basicamente, a capacidade de financiamento próprio e o endividamento.
	Produtos	Representam, além dos produtos em si, seu maior ou menor valor agregado.
	Preço/desregulamentação	Relaciona-se, na maior parte dos casos, com a tendência do mercado.
	Estratégia mercadológica	Representa o *mix* de produtos da empresa.
	Relacionamento com os clientes	Representa a proximidade com os clientes primários e secundários.
Performance	Produtividade da mão-de-obra	Representa o índice que, ao longo do tempo, dá o crescimento, ou não, da produção pela força de trabalho.

Grupo	Medidas	Descrição
	Custos	Indicam todos os custos da empresa, principalmente os custos operacionais e o de produtos e serviços.
	Vendas / participação de mercado	Indicam o reflexo da estratégia sobre as vendas da empresa.
	Exportações	Indicam aumento de produtividade, o que permite competição externa.
	Rotatividade dos ativos	Representa, basicamente, o giro do ativo.
	Lucro por ação	Mostra as melhorias operacionais, administrativas, financeiras e o relacionamento com os investidores.
	Valor adicionado	Mostra a relação da criação de valor em função dos investimentos realizados.

Fonte: Adaptado de Barbosa (1999)

3 METODOLOGIA

A metodologia utilizada para a realização deste trabalho foi delineada tendo como meta responder à pergunta de pesquisa formulada. Optou-se por um estudo de caso único, considerando uma análise qualitativa e quantitativa, pois assim esperava-se conhecer em maior profundidade a operação escolhida. Neste estudo de caso único, foi escolhido um grupo siderúrgico com características interessantes a serem pesquisadas, tais como: antigas empresas estatais, reestruturação gerencial e tecnológica pós-privatização e grupo empresarial proativo no processo de concentração do setor.

3.1 Delineamento da pesquisa

Para a realização deste trabalho, foi realizado um estudo de caso único, com uma pesquisa de natureza descritiva, qualitativa-quantitativa, com o objetivo de analisar as variações no desempenho, na performance e na competitividade do grupo siderúrgico que utilizou F&A como estratégia de crescimento. Para isso, foi considerado um período para seleção da amostra que abrange um momento anterior e um posterior à ocorrência de um processo de F&A, visando estabelecer uma correlação entre os indicadores pesquisados.

O tipo de pesquisa descritiva foi preferida, pois, segundo Best (1972) *apud* Marconi & Lakatos (1996), descreve um fenômeno ou situação, abordando quatro aspectos: descrição, registro, análise e interpretação de fenômenos atuais, objetivando o funcionamento no presente. De acordo com Quivy e Campenhoudt (1988), em ciências sociais a intenção dos pesquisadores não é só descrever, mas compreender os fenômenos, e para isso são necessários dados que mostrem o fenômeno de forma inteligível.

Para tanto, promoveu-se a coleta de dados secundários em fontes de levantamentos bibliográficos, acompanhada da análise documental e da realização de pesquisas efetuadas sobre o tema. Essa coleta aconteceu antes das entrevistas, buscando, dessa forma, esclarecer algumas informações contraditórias obtidas nas fontes secundárias. As investigações foram

feitas por meio da análise *ex-post-facto*, que opera com fatos passados, com o objetivo de esclarecer os fenômenos presentes, sobre os quais o pesquisador não exerce nenhum controle.

O período amostral escolhido compreende os anos entre 1996 e 2004, época em os efeitos inflacionários podem ser desconsiderados. Segundo Leal e Rêgo (2000), as altas taxas de inflação existentes antes do Plano Real provocavam distorções nos preços dos ativos negociados no mercado brasileiro de capitais.

3.2 Unidade de análise

Foi escolhido como unidade de análise para a realização desta pesquisa o Sistema Usiminas, que participou de um processo de aquisição de controle em 1999-2001 da Cosipa. A escolha desta empresa como objeto de estudo deve-se ao fato de permitir uma análise da realidade nacional e de oferecer facilidade na obtenção dos dados, além de empresas empresas atuantes no mesmo segmento de mercado, o que caracteriza uma aquisição horizontal. O período considerado para a escolha da amostra (1996-2004) considera a conclusão de estudos empíricos, como os realizados por Camargos e Barbosa (2004), que demonstram que o resultado das operações de F&A reflete-se no valor das empresas compradoras somente depois de três anos passados a realização do negócio.

3.3 Amostra utilizada

Yin (1989) caracteriza o estudo de caso como a capacidade de lidar com uma completa variedade de evidências, tais como: documentos, artefatos, entrevistas e observações. Foi utilizado um estudo de caso único de um grupo siderúrgico que participou de uma operação de F&A no Brasil, pois esta metodologia permite uma análise profunda do caso e possibilita entender as melhorias geradas por este processo também em função de aspectos internos.

Gonçalves e Meirelles (2004) destacam que, embora os estudos de caso sejam, em essência, pesquisa de caráter qualitativo, é possível fazer uso de dados quantitativos para

melhorar o entendimento de algum aspecto da questão investigada. Porém, é importante ressaltar que, quando há análise quantitativa, geralmente, o tratamento estatístico não é sofisticado.

Para a composição da amostra, algumas características merecem destaque:

- empresa brasileira do setor siderúrgico adquirente de empresa brasileira do setor siderúrgico;
- negociações realizadas entre os anos de 1998 e 2002;
- empresas abertas negociadas em Bolsa de Valores;

As empresas estudadas encontram-se no Quadro 11:

Quadro 11 - Empresas estudadas

Empresa 1 Capital	**Empresa 2 Capital**	**Empresa Resultante Capital**	**Tipo de Operação**	**Ano da Operação**
USIMINAS Brasil	COSIPA Brasil	SISTEMA USIMINAS Brasil	Aquisição	1999 – 2001

Fonte: Elaboração própria

3.4 Estratégia de coleta de dados

Esta pesquisa fez uso das duas maneiras possíveis de realizar o levantamento de dados, segundo Marconi e Lakatos (1996): pesquisa documental; e pesquisa bibliográfica. Neste escopo, encontra-se a análise de documentos oficiais da empresa, o que foi feito com o cuidado e o discernimento necessários, por se tratar de boletins e informativos em que estão registradas a imagem da empresa, a imprensa escrita e *on-line*, de uma maneira geral, e as publicações.

Os dados quantitativos são compostos de indicadores contábeis, econômico-financeiros, de sinergia e de mercado divulgados nos demonstrativos das empresas, relatórios e notas explicativas, Para isso, são utilizadas fontes de dados secundários amplamente conhecidas por universidades, instituições financeiras e consultorias. As principais fontes de dados secundários utilizados para este trabalho compreendem:

- Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);

- Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE);
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC);
- Banco de dados Investnews do jornal *Gazeta Mercantil*;
- Banco de dados do jornal *Valor Econômico*;
- Banco de dados AESETORIAL;
- Base de dados Economática;
- Base de dados SABE;
- Base de dados Market Guide;
- Base de dados Hoovers;
- Base de dados Thomson Financial;
- Base de dados Dun & Bradstreet.

Os dados primários são qualitativos, obtidos por meio de entrevistas semi-estrutudas, nos quais o entrevistador elabora um roteiro previamente estabelecido, porém com flexibilidade para realizar alterações durante o processo de entrevista. Nesta pesquisa, foram realizadas 13 entrevistas com funcionários de diferentes departamentos da empresa (Assessoria da Presidência, Relação com Investidores, Marketing, Recursos Humanos, Comercial e Pesquisa e Desenvolvimento) que, de alguma forma, estiveram envolvidos na aquisição e integração da Cosipa. Estas entrevistas tiveram por objetivo principal explicar as informações obtidas na análise quantitativa e colher dessas pessoas aspectos que favoreçam o aprofundamento da análise. Segundo Yin (1989), as entrevistas são, de forma geral, uma fonte essencial de evidências para o estudo de caso. Segundo Selltiz (1965) *apud* Marconi e Lakatos (1996), a entrevista apresenta, com relação ao conteúdo, seis tipos de objetivos:

a) Averiguação de “fatos”. Descobrir se as pessoas que estão de posse de certas informações são capazes de compreendê-las;

b) Determinação das opiniões sobre os “fatos”. Conhecer o que as pessoas pensam ou acreditam que os fatos sejam;
c) Determinação de sentimentos. Compreender a conduta de alguém por meio de seus sentimentos e anseios;
d) Descobertas de planos de ação. Descobrir, por meio das definições individuais dadas, qual é a conduta adequada em determinadas situações, a fim de prever qual seria a sua.
e) Conduta atual ou do passado. Inferir que conduta a pessoa terá no futuro, conhecendo a maneira pela qual ela se comportou no passado ou se comporta no presente, em determinadas situações.
f) Motivos conscientes para opiniões, sentimentos, sistemas ou condutas. Descobrir quais fatores podem influenciar as opiniões, sentimentos e condutas e por quê.

A amostra foi intencional e o critério de escolha foi baseado na viabilidade de obtenção dos dados financeiros e contábeis auditados e dos relatórios da administração de cada empresa, além da viabilidade da marcação de entrevistas para a coleta de dados primários. Em razão disso, optou-se por incluir no estudo somente empresas de capital aberto.

3.5 Tratamento e análise dos dados

O termo *análise* é visto de várias formas, por isso alguns conceitos são apresentados para permitir um melhor entendimento da palavra ou expressão. Ferreira (1996) define a palavra *análise* como “exame de cada parte de um todo, tendo em vista conhecer sua natureza, suas proporções, suas funções, suas relações, etc.”. Também explica *análise de balanços* como o “estudo das demonstrações contábeis de uma empresa com o propósito de avaliar sua situação econômico-financeira”. Para Best (1972), “representa a aplicação lógica dedutiva e indutiva do processo de investigação”. A análise é a tentativa de evidenciar as relações existentes entre o fenômeno estudado e outros fatores.

De acordo com Marconi e Lakatos (1996), a elaboração da análise é realizada em três níveis:

1. Interpretação - verificação das relações entre as variáveis independentes e dependentes, e da variável interveniente (anterior à dependente e posterior à independente), a fim de ampliar os conhecimentos sobre o fenômeno (variável dependente).

2. Explicação - esclarecimento sobre a origem da variável dependente e necessidade de encontrar a variável antecedente (anterior às variáveis independentes e dependentes).
3. Especificação - explicação sobre até que ponto as relações entre as variáveis independente e dependente são válidas (como, onde e quando).

Com base nas informações divulgadas pelas empresas, os usuários das demonstrações financeiras podem encontrar dificuldade em efetuar avaliações. Por isso, torna-se útil uma análise relativa por meio da elaboração de índices. De acordo com Stickney e Weil (2001), os índices ajudam a análise das demonstrações financeiras, porque eles resumem os dados contidos nas demonstrações de forma conveniente para o entendimento e interpretação.

De acordo com Tártari e Olinquevitch (2005), os usuários da análise de balanços conseguem, por meio desta ferramenta, obter informações do passado e avaliar a situação presente e as tendências quanto ao futuro da empresa analisada. Dessa forma, com vista a atender o objetivo do trabalho, os seguintes procedimentos de pesquisa serão necessários:

- Perspectiva externa - análise quantitativa, em que foram feitas comparações dos indicadores contábeis e econômico-financeiros do grupo controlador da empresa envolvida no processo de F&A;
- Perspectiva interna - análise qualitativa, em que foram realizadas entrevistas com pessoas envolvidas nesta operação de F&A e as informações coletadas foram analisadas na tentativa de obter maior compreensão dos dados obtidos na análise quantitativa, contribuindo para o entendimento das estratégias adotadas pela empresa, bem como os motivos subjacentes a F&A.

A análise de performance e competitividade teve como base um modelo originalmente desenvolvido por Buckely, Pass e Pascott (1988), adaptado por Barbosa (1999). Este modelo contempla as variáveis básicas de análise de uma empresa que foi submetida a algum processo capaz de alterar sua estrutura original. A Figura 2 descreve a estrutura da pesquisa.

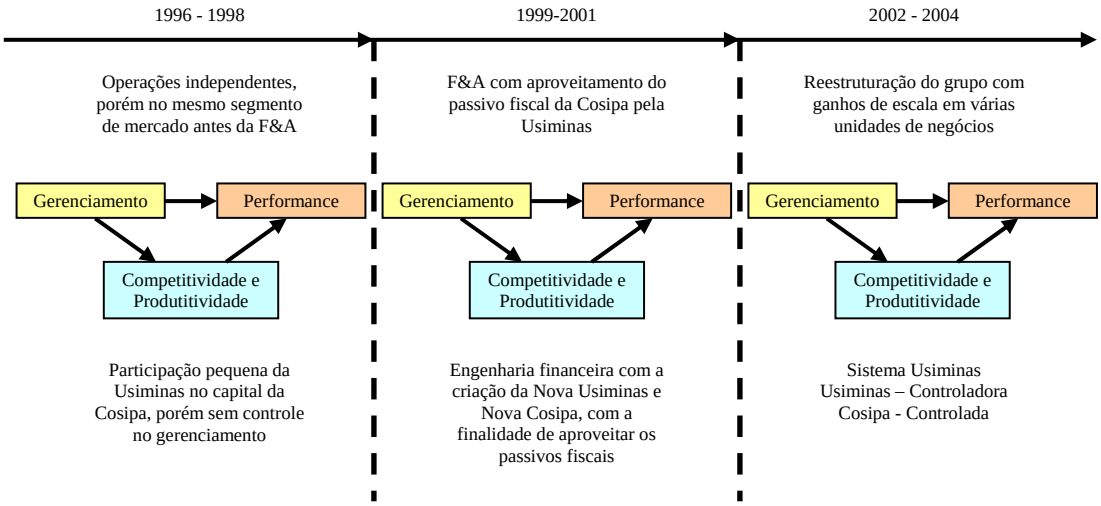

Figura 2 - Estrutura da pesquisa
Fonte: Adaptado de Barbosa (1999)

A aquisição da Cosipa ocorreu entre os anos de 1999 e 2001, já que inicialmente houve um empréstimo do Sistema Usiminas à Cosipa em troca de debêntures conversíveis em ações, que foi efetivada em 2001, fato que concedeu ao Sistema Usiminas o controle acionário da Cosipa. Para a análise dos efeitos, optou-se por coletar dados dos três anos anteriores e posteriores a este evento.

Essa linha de tempo relativa de médio prazo foi escolhida devido ao fato de os impactos de um processo de F&A não poderem ser avaliados no curto prazo, mais especificamente no ano da combinação, pois a reestruturação operacional, administrativa e estratégica nesse ano podem levar a resultados econômico-financeiros imprevisíveis, devido ao seu elevado grau de dificuldade e incerteza. O sucesso nesses processos de reestruturação corporativa deve surgir a partir do segundo ano, quando se espera que a integração já esteja completa. Conforme assinala Key (1995), quanto mais rápida for essa integração mais rapidamente aparecerão as sinergias.

4 RESULTADOS E ANÁLISE EMPÍRICA

4.1 Sistema Usiminas

A Usina Siderúrgica de Minas Gerais S/A (Usiminas), constituída em 25 de abril de 1956, começou a produzir em 26 de outubro de 1962. O empreendimento foi viabilizado a partir de um acordo de cooperação técnica e financeira entre o governo brasileiro e acionistas japoneses. Hoje, na condição de uma das maiores indústrias siderúrgicas do País, a Usiminas lidera um *pool* de 16 empresas, que compõem um dos 25 maiores grupos do mundo na área de siderurgia e o maior complexo produtivo de aços planos da América Latina, alcançando receita operacional bruta de R$ 17 bilhões em 2005.

O Sistema Usiminas detém 53% do *market share* no mercado interno de laminados planos, atendendo a vários segmentos industriais (automotivo, máquinas agrícolas e rodoviárias, equipamento eletrônicos e tubos de grande diâmetro e construção civil, entre outros), além do setor de distribuição (varejo). Com investimentos superiores a US$ 3 bilhões na última década, as duas usinas do Sistema Usiminas possuem, juntas, capacidade instalada para a produção de 9,5 milhões de toneladas de aço bruto por ano (5 milhões de toneladas na Usina de Ipatinga – Usiminas e 4,5 milhões de toneladas na Usina de Cubatão – Cosipa). No Quadro 12 é apresentado a composição acionária do Sistema Usiminas em 2005.

Quadro 12: Composição acionária do Sistema Usiminas

Nippon Usiminas	18,4%
Caixa Empregados da Usiminas	13,2%
Camargo Correa	7,2%
Votorantim	7,2%
Bradesco	2,6%
CVRD	23%
Previ	14,9%
Outros	13,5%

Fonte: Relatório Anual Usiminas (2005)

As unidades de negócios do Sistema Usiminas estão divididas em: Siderurgia, Bens de Capital e Estamparia, Logística, e Distribuição e Serviços, conforme detalhamento das atividades no Quadro 13.

Quadro 13 - Perfil geral das empresas do Sistema Usiminas (continua)

Siderurgia	
Usiminas Empresa líder do Sistema, É hoje, uma das maiores siderúrgicas do País. Produz e comercializa aços laminados planos a frio e a quente, chapas, placas e revestidos, com foco contínuo na excelência de produção e comercialização, conquistando índices de desempenho e práticas de padrão mundial.	Números de 2005 – Controladora Empregados: 7.962 Vendas: 3,8 milhões de toneladas Receita líquida: R$ 7,0 bilhões Lucro líquido: R$ 3,9 bilhões Ebitda: R$ 3,1 bilhões
Cosipa Produz aço bruto para fabricação e comercialização de placas, chapas grossas, laminados a quente e a frio e *blanks*, direcionados aos setores automotivo, naval, agrícola, eletroeletrônico, de máquinas e equipamentos, tubos de pequeno e grande diâmetro e distribuição.	Números de 2005 Empregados: 5.487 Vendas: 3,5 milhões de toneladas Receita líquida: R$ 5,3 bilhões Lucro líquido: R$ 854,8 milhões Ebitda: R$ 2,1 bilhões Participação acionária: Usiminas (100%)
Ternium Líder do mercado latino-americano de aços planos. Integra as siderúrgicas Hylsamex (México), Siderar (Argentina) e Sidor (Venezuela). Com uma capacidade anual de produção de 11,6 milhões de toneladas, é a quinta maior produtora de aço do continente, com processos integrados de fabricação em suas unidades produtivas, nos três países em que atua.	Números de 2005 Empregados: 18.000 Vendas: 6,6 milhões de toneladas Receita líquida: US$ 4,4 bilhões Lucro líquido: US$ 1,1 bilhão Ebitda: US$ 1,8 bilhão Participação acionária: Usiminas (14,25%)
Unigal Instalada em Ipatinga, *joint-venture* entre a Usiminas e a Nippon Steel, processa bobinas a frio, por meio da galvanização por imersão a quente.	Números de 2005 Empregados: 170 Vendas: 405,4 mil toneladas Receita líquida: R$ 191,5 milhões Lucro líquido: R$ 77,9 milhões Ebitda: 168,7 milhões Participação acionária: Usiminas (79%) e Nippon Steel (21%)
Bens de Capital e Estamparia	
Usiminas Mecânica Fundada em 1970, produz equipamentos e estruturas metálicas de grande porte. Está capacitada a fornecer estruturas metálicas, do projeto à instalação, para plantas industriais pesadas ou leves, prédios comerciais, pontes e viadutos rodo-ferroviários.	Números de 2005 Empregados: 2.820 Vendas: R$ 537,005 milhões Receita líquida: R$ 20,174 milhões Lucro líquido: R$ 5,3 milhões Participação acionária: Usiminas (99,97%)
Usiparts É a única empresa do setor de autopeças que produz cabines e conjuntos completos pintados na cor final, seja em tintas sólidas ou metálicas.	Números de 2005 Empregados: 1.059 Vendas: R$ 249 milhões Receita líquida: R$ 197 milhões Lucro líquido: R$ 28,4 milhões Ebitda: R$ 29,6 milhões Participação acionária: Usiminas (96,53%)

Quadro 15 - Perfil geral das empresas do Sistema Usiminas (continua)

Logística	
USIFAST Criada em 1995, a partir da associação de duas grandes empresas: Fasal S/A Comércio e Indústria de Produtos Siderúrgicos e Tora Transportes Industriais Ltda. Atua como um sistema integrado de logística, com características de operador multimodal, no âmbito nacional, e voltado para a indústria.	Números de 2005 Empregados: 611 Vendas: R$ 162,5 milhões Receita líquida: R$ 146,3 milhões Lucro líquido: R$ 9,3 milhões Ebitda: R$ 16,7 milhões Participação acionária: Fasal (50%) e Tora (50%)
MRS Concessionária que controla, opera e monitora a Malha Sudeste da Rede Ferroviária Federal, atua no mercado de transporte ferroviário desde 1996, quando foi constituída, interligando os estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais e São Paulo. No total, possui 1.674 quilômetros de malha férrea, facilitando o transporte e distribuição de cargas em uma região que concentra, aproximadamente, 65% do PIB nacional. O principal foco da MRS é o transporte de cargas gerais, como minérios e produtos siderúrgicos acabados, além de oferecer serviços de logística integrada.	Números de 2005 Empregados: 3.013 Volume Transportado: 108,3 milhões de t. Receita líquida: R$ 1,7 bilhão Lucro líquido: R$ 410,3 milhões Participação acionária: Usiminas (20%)
Rios Unidos Criada para garantir o controle do abastecimento e escoamento da produção da Rio Negro, é uma empresa especializada no transporte rodoviário de aços planos. Com uma frota de mais de 300 veículos, entre bi-trens, carretas, *trucks*, tocos e caminhões leves, adequados ao transporte, manuseio e armazenagem de produtos siderúrgicos, dispõe ainda do Terminal Siderúrgico Ferroviário (Tesmaf), dimensionado para o manuseio e a estocagem, em grande escala, de produtos planos.	Números de 2005 Empregados: 214 Vendas: R$ 40,5 milhões Receita líquida: R$ 35,9 milhões Lucro líquido: R$ 2,02 milhões Participação acionária: Rio Negro (99,98%)
Terminal Privativo de Praia Mole (TPPM) Localizado no município de Serra, na Grande Vitória – ES, é um condomínio que pertence às empresas Usiminas, CST e Açominas. Permite a movimentação de 7 milhões de toneladas de produtos por ano. Além de utilizar o terminal para o embarque de seus produtos de exportação (cerca de 750 mil toneladas anuais), a Usiminas tem procurado consolidá-lo como uma unidade de negócios.	Números de 2005 Empregados: 97 próprios e 210 contratados Participação acionária da Usiminas no condomínio: 33,3%

Terminal Marítimo Privativo de Cubatão (T]TJ0 Tc -0.0045 Tw 082 8BTd 11Negd 11Ne2014 Tm[) TT0 1 Tf-.ID 41 45T

Quadro 15 - Perfil geral das empresas do Sistema Usiminas (conclusão)

Distribuição e Serviços	
Fasal No mercado desde 1965, atua no beneficiamento e distribuição de produtos siderúrgicos destinados aos mercado interno e externo. Conta, atualmente, com mais de 2.096 clientes ativos. Os maiores clientes são dos setores de construção civil, máquinas agrícolas, máquinas e implementos agrícolas e indústria naval. A Companhia dedica-se à distribuição de produtos siderúrgicos no varejo, atuando também como centro de serviços. Parte de sua estratégia está em fornecer ao mercado produtos diferenciados e de maior valor agregado.	Números de 2005 Empregados: 273 Vendas: R$ 383,5 milhões Receita líquida: R$ 289,1 milhões Lucro líquido: R$ 35,9 milhões Ebitda: R$ 36,9 Participação acionária: Usiminas (50%)
Rio Negro Criada em 1968, processa e comercializa bobinas a quente, a frio e galvanizadas. Atualmente, detém 8% do mercado nacional de distribuição.	Números de 2005 Empregados: 767 Vendas: R$ 781,9 milhões Receita líquida: R$ 641,1 milhões Lucro líquido: R$ 47,4 milhões Ebitda: R$ 76,4 milhões Participação acionária: Usiminas (64%)
Dufer Fundada em 1957, atua na transformação de bobinas em chapas, rolos, tiras e na distribuição de produtos. Desde dezembro de 1995, tem o seu capital distribuído entre a Cosipa (51%) e o grupo alemão ThyssenKrupp (49%). Tem uma capacidade de processamento de aproximadamente 200 mil toneladas por ano.	Números de 2005 Empregados: 297 Receita líquida: R$ 183,7 milhões Lucro líquido: R$ 12,5 milhões Ebitda: R$ 19,2 milhões Participação: Cosipa (51%) e Thyssen Krupp Services (49%)
Usial Fabrica e comercializa produtos e artefatos beneficiados de aço. Situa-se no Terminal Industrial Multimodal de Serra, no município de Serra - ES (TIMS). Tem capacidade de produzir 700 mil peças/mês.	Números de 2005 Empregados: 27 Participação acionária: Usiminas (98%) e Usiminas Mecânica (2%)
Usiroll *Joint-venture* que reúne a Usiminas e a canadense Court Holdings. Atua com prestação de serviços e tecnologia de retificação, incluindo texturização e cromagem de cilindros de laminação a frio e rolos em geral.	Números de 2005 Empregados: 21 Participação acionária: Usiminas (50%)

Fonte: Relatório Anual Usiminas (2005)

Algumas unidades são remanescentes da época em que a empresa ainda era estatal. Porém, foi após a privatização que houve um intenso movimento de abertura de novos negócios e compra de participação acionária em empresas complementares à cadeia produtiva do Sistema Usiminas. Nas seções que se seguem, analisa-se mais detidamente a operação específica, de incorporação da Cosipa, aumentando a capacidade produtiva do Sistema em 90%.

4.1.1 Companhia Siderúrgica Paulista

A Companhia Siderúrgica Paulista (Cosipa) produz aço bruto para fabricação e comercialização de placas, chapas grossas, laminados a quente e a frio, e *blanks* direcionados aos setores automotivo, naval, agrícola, eletroeletrônico, de máquinas e equipamentos, tubos de pequeno e grande diâmetro e distribuição. A Usina José Bonifácio de Andrada e Silva, localizada em Cubatão - SP, abrange uma área de 12,5 quilômetros quadrados. Além de um porto privativo alfandegado, com capacidade para movimentar 12 milhões de toneladas/ano de produtos siderúrgicos, a Cosipa conta ainda com um complexo ferroviário capaz de transportar até 4 milhões de toneladas/ano. Privatizada em 1993, no âmbito do PND, a Cosipa passou por um profundo processo de modernização na última década.

4.1.2 Processo de aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas

A Usiminas detém participação acionária na Cosipa desde 1993, sendo que em 2005 houve o fechamento do capital, quando 100% das ações foram adquiridas. Para efeito de análise do processo de F&A, este estudo considera que o ponto de ruptura foi a compra do controle acionário da siderúrgica, operação que consistiu em um empréstimo, em 1999, de R$800 milhões à Cosipa em troca de debêntures conversíveis em ações, que foi efetivada em 2001 (92% de participação). Foi a partir deste momento que as decisões gerenciais da Usiminas começaram a ser efetivamente implementadas, já que até o momento o relacionamento era mais voltado para a cooperação técnica.

Essa aquisição tem especial interesse para o estudo, pois ambas as empresas eram controladas pelo Estado e apresentavam resultados opostos, embora atuassem em um mesmo segmento de mercado. A Usiminas privilegiou durante sua história a gestão técnica, com forte influência da cultura japonesa, já que os mesmos fazem parte da estrutura acionária desde seus primórdios. Na Cosipa, prevaleceram administrações tipicamente voltadas para a interferência política. Além dessas diferenças organizacionais, a influência regional é bastante

presente na formação histórica das empresas e foram percebidas durante o processo de integração, conforme constatado nas entrevistas.

> Nós, funcionários da Usiminas temos uma identificação muito grande com a empresa, com o estilo de direção, com a possibilidade de fazer uma carreira. Enfim, consideramos esta empresa uma grande família. Isso não foi percebido na Cosipa, e eu acredito que seja em função dos maus resultados gerados pela empresa nos últimos anos (Entrevista 4).

Pouco antes da aquisição do controle da Cosipa pelo Sistema Usiminas, o setor siderúrgico brasileiro acompanhou a entrada da francesa Usinor na composição acionária da Companhia Siderúrgica de Tubarão, processo que teve a participação da Usiminas como concorrente. Diante dessa nova configuração e do interesse que o parque siderúrgico nacional podia despertar em grupos estrangeiros, o aumento de participação na Cosipa tornava-se necessário. Porém, havia dois problemas cruciais que precisavam ser resolvidos: a) elevado custo de produção do aço; e b) problemas financeiros, que impediam a geração de recursos em volume suficiente para investir na modernização de seu parque industrial.

Na época, vislumbrava-se que, estrategicamente, era preciso consolidar o Sistema Usiminas, pois seria fundamental no médio prazo para fazer frente aos desafios impostos pela siderurgia mundial. A linha de ação desenhada para reversão da situação da Cosipa pressupunha a reestruturação societária, financeira, patrimonial e operacional.

Além das sinergias operacionais esperadas de uma operação de F&A, vale ressaltar o caráter estratégico, do ponto de vista fiscal, deste caso específico, pois o procedimento adotado, conhecido como “incorporação reversa”, deriva do fato de a Cosipa, a companhia controlada, ter incorporado a Usiminas, sua controladora. Este fator motivador corrobora a teoria de que algumas combinações de negócios ocorrem, pois existe a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais, provenientes da compensação de prejuízos gerados pelas empresas.

> Esta incorporação reversa gerou mal entendido e ansiedade no mercado, apesar de ser uma prática usual [...] pode-se dizer que o fator fiscal foi importante para a aquisição, porém o maior motivador foram as sinergias que ambas empresas

> podiam aproveitar com uma estratégia operacional e mercadológica alinhada (Entrevista 2).

Um dos argumentos utilizados para justificar a incorporação da Cosipa foi a possibilidade de utilizar parte do crédito fiscal da ordem de R$ 3,1 bilhões, segundo a Cosipa (1998), que poderia ser utilizado para abatimento de imposto de renda futuro. A Tabela 2 mostra a evolução dos prejuízos acumulados pela Cosipa.

Tabela 2 - Evolução dos prejuízos acumulados da Cosipa

Ano	Valor (R$ bilhões)
1995	2,4
1996	2,7
1997	2,8
1998	3,1

Fonte: Panorama Setorial do Jornal Gazeta Mercantil (1999)

Porém, esses prejuízos acumulados somente poderiam ser utilizados pela própria Cosipa caso a mesma gerasse lucros. No entanto, esta hipótese era difícil de tornar-se realidade no curto prazo. Tendo em vista este cenário, a solução encontrada foi a incorporação reversa, de forma que esse benefício fiscal pudesse ser utilizado pelo Sistema Usiminas. Não foram objeto de estudo neste trabalho os pormenores contábeis desta operação.

Com um plano de integração financeira e operacional aparentemente bem elaborado, procurou-se ao longo desta pesquisa identificar, por meio de indicadores diversos, o impacto no desempenho, performance e competitividade do Sistema Usiminas derivado da aquisição da Cosipa.

4.1.3 Análise do desempenho – Indicadores econômico-financeiros e de sinergia

Para a análise do desempenho, foram utilizados indicadores que tiveram por objetivo principal identificar os benefícios gerados pela incorporação da Cosipa ao Sistema Usiminas. Porém, outros fatores que não este evento específico contribuíram positivamente para o desempenho do grupo.

- Indicadores de liquidez

Com relação aos índices de liquidez, o Sistema Usiminas teve uma redução de sua capacidade de saldar compromissos em dia no período anterior a 1999 (Tabela 3). Após 2001, a empresa conseguiu melhorar seus índices de liquidez de um modo geral, especialmente o índice de liquidez corrente, que passou de 0,90 em 2001 para 1,60 em 2004, revelando capital de giro acima do suficiente para pagar as dívidas de curto prazo. A incorporação da Cosipa pode ter contribuído para o aumentar os indicadores de liquidez, já que as aquisições estratégicas são realizadas também visando a um aumento de produtividade, e isso tem impacto positivo no fluxo de caixa da empresa controladora.

Tabela 3 - Indicadores de liquidez - Sistema Usiminas

Liquidez (X)	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Liquidez Geral	0,60	0,50	0,40	0,50	0,50	0,40	0,50	0,50	0,70
Liquidez Corrente	1,00	0,80	0,70	0,80	1,30	0,90	0,70	1,00	1,60
Liquidez Seca	0,70	0,50	0,40	0,60	0,80	0,50	0,50	0,70	1,10

Fonte: Economática (2005)

- Indicadores de atividade

De acordo com os indicadores apresentados (Tabela 4), o ciclo de atividades do Sistema Usiminas piorou no período entre 1996 e 1999, pois a empresa permaneceu mais tempo com os estoques, levou mais tempo para receber de seus clientes e teve seu prazo de pagamento de fornecedores reduzido. Conseqüentemente, o seu ciclo financeiro também piorou, uma vez que ele reflete os demais indicadores de atividade. De 2001 a 2003, a empresa experimentou uma pequena melhora do seu ciclo financeiro, mas em 2004 esse ciclo voltou a aumentar. Neste caso, não foi possível fazer nenhuma inferência sobre os resultados apresentados com a aquisição da Cosipa.

Tabela 4 - Indicadores de atividade - Sistema Usiminas

- Indicadores de endividamento e estrutura de capital

Antes de 1999, o Sistema Usiminas apresentava-se bastante endividado (Tabela 5). A proporção entre dívida líquida e patrim

patrimônio líquido também teve uma redução antes de 1999, porém de apenas 10%, apresentando uma sensível melhora em 2002, chegando em 2004 com uma rentabilidade sobre o patrimônio líquido de 2,1 vezes o capital investido, reflexo do trabalho realizado no Sistema Usiminas e do bom momento do setor siderúrgico.

Tabela 6 - Indicadores de rentabilidade e sinergia - Sistema Usiminas

Rentabilidade (X)	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Giro do Ativo	0,40	0,40	0,30	0,30	0,30	0,40	0,40	0,60	0,70
Giro do Pat Liquido	1,10	1,10	1,00	0,90	1,10	1,50	2,20	2,20	2,10
Alavancagem Financeira	1,80	1,50	1,30	0,80	0,80	0,70	(0,70)	2,40	2,30
Alavancagem Operacional	1,80	1,50	1,50	1,40	1,30	1,20	1,20	1,10	1,10
Rentabilidade (%)									
Margem Bruta	20,70	23,40	23,90	30,20	33,40	30,50	35,50	35,80	45,60
Margem EBIT	11,40	15,90	15,80	21,90	26,60	24,40	30,10	31,20	41,60
Margem Operacional	5,10	4,20	(2,20)	(10,50)	7,30	(0,20)	(9,90)	21,10	36,90
Margem Liquida	7,90	10,40	10,10	9,50	5,40	5,00	(4,90)	15,10	24,70

consolidada excedam os fluxos de caixa não-alavancados combinados das empresas individuais. Por definição, uma empresa-alvo que fornece tais sinergias vale mais para um comprador em potencial do que vale uma empresa que funciona de forma independente. Nesse sentido, a incorporação da Cosipa pelo Sistema Usiminas teve um impacto negativo no período da aquisição e no ano subseqüente à transação, melhorando significativamente a partir do segundo ano.

A margem líquida do Sistema Usiminas estava positiva no período anterior a 1999. E, ao contrário da margem operacional, nesse ano a margem líquida estava em 9,5%, o que pode estar relacionado a cotação do dólar (Tabela 7), que se manteve abaixo de R$1,80 até esse ano. Porém, com a alta do dólar, que chegou a R$3,53 em 2002, esse indicador teve forte redução, apresentando uma margem negativa de menos 4,9% nesse ano. A partir de 2003, houve uma sensível melhora desse indicador, que, em 2004, era de 24,7%. Nesse período, a cotação do dólar teve uma progressiva queda, o que pode ter influenciado positivamente as despesas financeiras. Ou seja, no caso de dívida em moeda estrangeira, houve redução no pagamento de juros, o que melhora a margem líquida.

Tabela 7 - Variação cambial

1995	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
0,97	1,04	1,12	1,21	1,79	1,96	2,32	3,53	2,89	2,65

Fonte: Banco Central (2006)

Um último indicador que merece destaque é a relação entre as despesas administrativas e a receita líquida, conhecido como “eficiência administrativa”, que reflete alguns ganhos de sinergia oriunda da combinação das empresas (Gráfico 2). Neste caso, a melhoria observada é reflexo de um aumento marginal decrescente nas despesas administrativas, além do expressivo incremento na receita líquida.

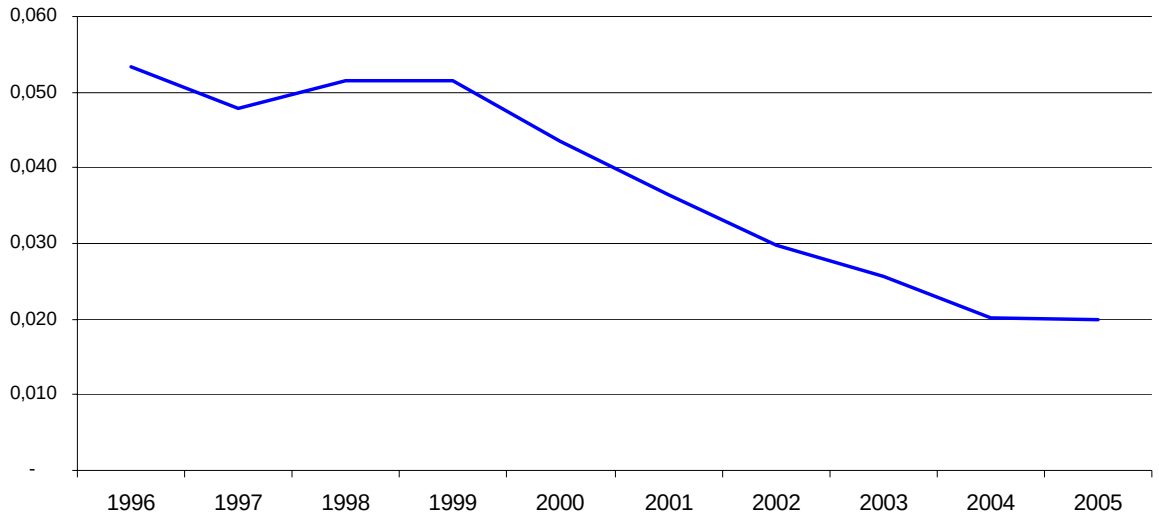

Gráfico 2 - Eficiência administrativa – Sistema Usiminas
Fonte: Economática (2005)

- Indicadores de análise de ações

Pode-se notar pela Tabela 8 que antes da aquisição o Sistema Usiminas apresentava bons índices por ação, porém com um comportamento constante. Nos anos que se seguiram à combinação das empresas, o desempenho destes indicadores obteve bons resultados, com exceção de 2002, quando o lucro por ação teve performance negativa. A explicação sugerida pelo *Relatório Anual* da empresa atribui à acentuada desvalorização do real frente ao dólar e ao endividamento em moeda estrangeira como justificativa para o fato.

O EBITDA[4] por ação revela o sucesso da integração a partir da melhoria do desempenho operacional das empresas. Nessa mesma linha de análise, é interessante notar que o lucro por ação não teve grandes alterações até 2002, pois o Sistema Usiminas ainda era herdeiro de substancial dívida advinda da Cosipa.

Tabela 8 - Indicadores de análise de ações – Sistema USIMINAS

Índices por Ação (R$)	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Vendas p/ Ação	13,52	15,26	14,80	14,46	18,23	22,70	30,84	39,47	55,75
EBITDA p/ Ação	2,55	3,44	2,23	4,49	6,39	6,52	11,19	13,98	25,08
Lucro p/ Ação	1,06	1,59	1,49	1,37	0,98	1,14	(1,51)	5,95	13,76

Fonte: Economática (2005)

[4] Ebitda – Earning Before Interest Tax Depreciation and Amortization (Lucro Antes do Juros Impostos Depreciação e Amortização) – Geração operacional de caixa

- Indicadores de Mercado

O índice de preço por lucro do Sistema Usiminas teve uma forte redução antes de 1999 (Tabela 9). Em 2002, seu valor foi negativo, o que reflete o prejuízo da empresa nesse ano, reflexo da desvalorização cambial e dos seus compromissos de dívida assumidos com a incorporação da Cosipa. A partir de 2003, esse indicador volta a ser positivo, atingindo 3,6x em 2004, o que significa que o tempo de recuperação do investimento diminuiu. O valor de mercado também cai antes de 1999, talvez como reflexo especulativo da desconfiança do mercado a uma possível compra de controle da Cosipa pelo Sistema Usiminas, mantendo-se praticamente estável durante o período da operação (1999-2001), com um aumento substancial a partir de 2003, apresentando um valor de R$ 10.967 milhões em 2004.

Tabela 9 - Indicadores de mercado - Sistema Usiminas

Indicadores de Mercado	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Preço / Lucro (x)	9,90	5,60	2,70	4,40	5,80	4,60	(4,20)	4,10	3,60
Preço / Valor Patrim (x)	0,80	0,70	0,30	0,40	0,40	0,30	0,50	1,30	1,80
Preço / EBITDA (x)	4,10	2,60	1,80	1,30	0,90	0,80	0,60	1,80	2,00
EV / EBITDA (x)	7,80	6,50	9,50	6,40	5,30	5,70	4,00	3,80	2,60
EV / EBIT (x)	12,80	9,20	9,10	9,00	6,90	6,70	4,90	4,30	2,80
Valor Mercado - R$ MM	2.343	1.988	854	1.291	1.226	1.118	1.366	5.375	10.967

Fonte: Economática (2005)

Vários fatores podem ser utilizados para explicar este rápido aumento no valor da empresa: a) sistêmico, pois houve uma sensível melhoria no desempenho de todo o setor, impulsionado pelo aumento da demanda chinesa; e b) resultado dos investimentos de atualização tecnológica realizados na década passada, bem como o sucesso na integração da Cosipa.

Por último, a análise das cotações dos títulos do Sistema Usiminas e da Cosipa foi realizada considerando as conclusões de Grinblatt e Titman (2005), segundo as quais as reações no preço das ações a ofertas de compra de controle acionário foram descritas da seguinte forma:

- O preço das ações das empresas-alvo quase sempre reage favoravelmente a ofertas de fusões e de compra de ações.
- Os valores combinados de mercado das ações da empresa-alvo e da empresa compradora sobem, em média, à época das ofertas anunciadas.
- O preço das ações das empresas compradoras reage mais favoravelmente, em média, quando estas fazem uma oferta de dinheiro, em vez de uma oferta de troca de ações. Isso pode refletir as informações relativamente negativas a respeito dos negócios existentes das empresas compradoras sinalizadas pela oferta de troca de ações.

Com relação ao Sistema Usiminas, o valor das suas ações apresentou uma redução antes da compra da Cosipa. No ano de 1999, a queda foi de 16%. De acordo com o que foi citado anteriormente, o preço das ações varia de acordo com as circunstâncias em que foi realizado o negócio. Um dos fatores mais relevantes que influencia o preço das ações nessas circunstâncias, conforme Grinblatt e Titman (2005), diz respeito ao prêmio de compra do controle acionário, que constitui a diferença entre o preço de mercado das ações da empresa-alvo e o montante oferecido pela empresa compradora. Os prêmios de tomada de controle acionário geralmente variam de 50% a 100% do preço das ações da empresa-alvo antes da aquisição.

No caso do Sistema Usiminas, o prêmio pago pela empresa se deve ao fato de a administração do Sistema Usiminas acreditar que a Cosipa valia mais do que seu real valor de mercado. Por outro lado, o prêmio oferecido também pode ser interpretado pelo mercado como erros da administração do Sistema Usiminas em avaliar a Cosipa ou incentivos que não maximizam valor. A última hipótese está mais relacionada à queda no valor do preço das ações do Sistema Usiminas, mostrando uma postura conservadora ou menos arriscada do mercado.

Entretanto, em todos os anos subseqüentes à aquisição da Cosipa o preço das ações do Sistema Usiminas aumentou, principalmente a partir de 2002, quando os aumentos foram muito significativos, da ordem de 196% em 2003 e 137% em 2004 (Gráfico 3). Essa considerável melhora pode ser resultado das sinergias operacionais da combinação das duas empresas. Ou seja, após o período de reestruturação que normalmente acontece nos anos imediatamente posteriores às F&A, os ganhos de produtividade e redução de custos se tornam mais evidentes, como foi constatado na análise dos indicadores de rentabilidade, os quais têm relação direta com o preço das ações.

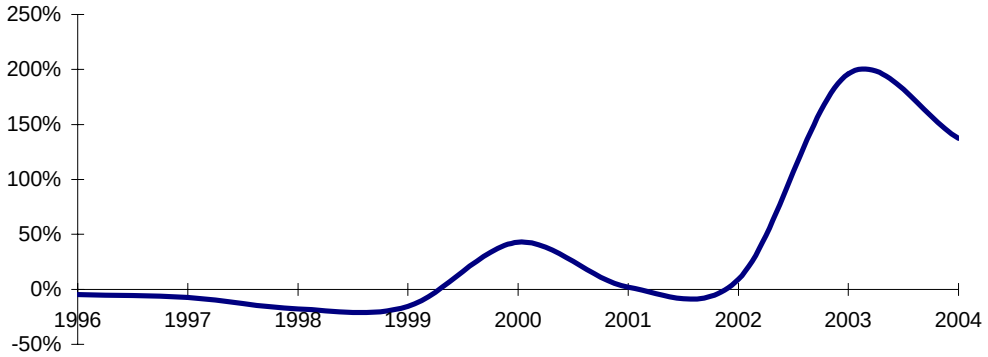

Gráfico 3 - Evolução no preço das ações – Sistema Usiminas
Fonte: Economática (2005)

A Cosipa, por sua vez, não teve cotações disponibilizadas no período anterior a 1999. Esse fato impõe algumas restrições à análise feita neste trabalho, como a impossibilidade de levantar o montante do prêmio pago pela sua aquisição e verificar a proposição de Grinblatt e Titman (2005), para quem o preço das ações das empresas-alvo quase sempre reage favoravelmente a ofertas de fusões e de compra de ações.

Todavia, a Cosipa, uma vez pertencente ao grupo de controladas do Sistema Usiminas, passou a publicar suas cotações a partir do ano 2000, o que possibilitou uma análise das variações de suas ações após a mudança de controle acionário. Nesse período, as variações das ações da empresa foram as seguintes: 49% em 2001, menos 23% em 2002, 46% em 2003 e 68% em 2004 (Gráfico 4). De modo geral, pode-se afirmar que a Cosipa teve um aumento

significativo no preço de suas ações, o que permite inferir que a aquisição do Sistema Usiminas conseguiu agregar valor à Cosipa do ponto de vista da análise quantitativa.

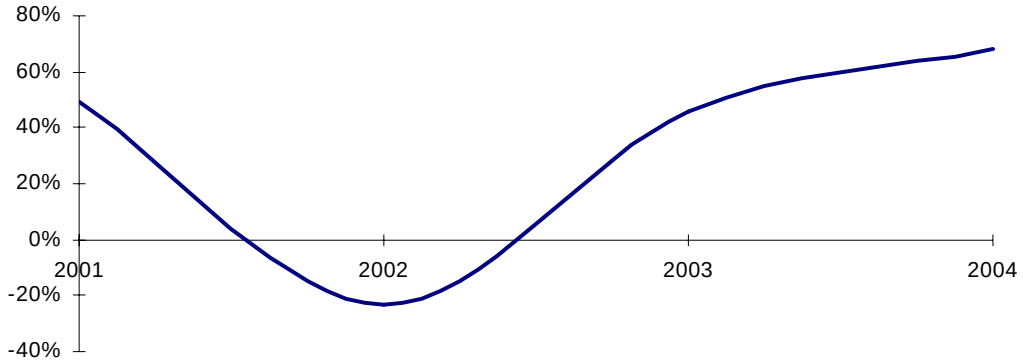

Gráfico 4 - Evolução no preço das ações – Cosipa
Fonte: Economática (2005)

4.1.4 Análise da Competitividade

A análise que se segue é proveniente da consulta a materiais fornecidos pela empresa e das entrevistas realizadas com os funcionários do Sistema Usiminas que participaram, direta ou indiretamente, do processo de aquisição da Cosipa, bem como da transição e reestruturação administrativa, operacional e financeira da empresa. Além disso, foram realizadas entrevistas informais com membros das comunidades diretamente afetadas pela atividade da empresa, com seus impactos ambientais e também por suas práticas de responsabilidade social. Neste ponto, pode-se estabelecer uma relação entre as duas situações, de certa forma conflituosa, já que, ao mesmo tempo em que a empresa é vista como fonte de desenvolvimento para as cidades onde atua, a crescente formação dos cidadãos também leva a um maior conhecimento dos impactos negativos na vida cotidiana e ações de mobilização e luta por seus direitos.

Segundo análise do presidente do Sistema Usiminas, Rinaldo Campos Soares, a aquisição de participação acionária na Cosipa, em 1993, foi seu maior desafio pessoal pós-privatização. Segundo análise do próprio presidente, a Cosipa enfrentava um momento muito difícil, com problemas operacionais e financeiros graves, com parque industrial obsoleto e deteriorado, com elevados passivos trabalhistas e ambientais, além de vultoso endividamento.

Depois de recuperar a empresa nos aspectos financeiros e operacionais, iniciou-se a

onde são dispostas mesas redondas, que levam ao convívio não só com os colegas de trabalho, mas também com funcionários de outras áreas e estreitamento do relacionamento entre eles.

> Quando íamos a Cubatão, procurávamos conversar e compatilhar idéias com os colegas da Cosipa também no refeitório da empresa. Essa informalidade ajudava a estabelecer laços de cumplicidade [...] De certa forma, tentávamos replicar na Cosipa nosso ambiente de trabalho na Usiminas (Entrevista 8).

Além disso, chamou a atenção da equipe da Cosipa o uso do uniforme da Cosipa pelo presidente e demais funcionários que participaram da integração durante suas visitas a planta da Cosipa. Essa atitude despertou nos funcionários da Cosipa respeito e admiração, o que também foi observado dentro da Usiminas, pois durante todas as conversas foram demonstradas grande consideração ao presidente, além da existência de um ambiente familiar, onde é comum, inclusive, o emprego dos familiares dos funcionários. Com apoio nesta cultura organizacional, é grande a proximidade entre os funcionários, podendo-se fazer uma analogia da empresa com uma "grande família", na qual a figura do presidente é materializada ao exemplo de líder e também de cidadão.

> Nosso presidente é uma pessoa extraordinária, muito capaz e com ampla visão do funcionamento da empresa e do setor siderúrgico, o que nos transmite muita segurança [...] Possui um lado humano aguçado, chegando a ligar para alguns funcionários em caso de problemas de saúde [...] Tenho muito orgulho em fazer parte da família Usiminas (Entrevista 7).

O processo de integração com a Cosipa foi lento, porém fazia parte da estratégia do Sistema Usiminas. Assim, os conflitos poderiam ser trabalhados corretamente, evitando que o fator humano pudesse ser um empecilho à aquisição, conforme ressaltou Tetenbaum (1999), sugerindo que muitos fracassos ocorreram por negligência dos aspectos humanos.

Assim, uma potencial oportunidade de ganhos e sinergia entre as empresas pode se transformar, ao contrário, em desgaste e destruição de valor, caso o fator humano não seja considerado como estratégico neste processo. Processos bem-sucedidos de F&A devem buscar a efetiva integralização organizacional entre as empresas envolvidas, procurando estabelecer uma relação complementar, que identifique e analise os diversos aspectos envolvidos. Segundo Wood Jr. *et al.* (2003), maus resultados em processos de F&A podem

refletir, na verdade, a adoção de uma abordagem reducionista, que não reconhece a complexidade e todas as dimensões envolvidas na realidade organizacional. Neste ponto, destacam a importância em evitar medidas impositivas, em preocupar-se com estratégias de comunicação e em desenvolver uma atitude de dignidade e respeito perante os funcionários.

No caso da Usiminas e da Cosipa, mesmo se tratando de empresas com atividades semelhantes e complementares, houve uma grande preocupação não só com a combinação estratégica de negócios, mas também com o processo de integração, por se considerar o fator humano como decisivo neste momento. Com essa premissa, buscou-se gerenciar a natural resistência de empregados, bem como as preocupações relativas ao realinhamento e à reestruturação organizacionais, praticamente inevitáveis nestes processos. Quando se comparam as mudanças ocorridas no número de funcionários entre os anos de 1999 e 2004, percebe-se uma redução insignificante na Cosipa, o que corrobora os argumentos utilizados pelo Sistema Usiminas durante a negociação de compra de evitar demissões. Nessa linha, pode-se inferir que houve uma melhora no nível de remuneração, pois a participação nos lucros dos funcionários passou a seguir o padrão do Sistema Usiminas, beneficiando a deficitária Cosipa.

> Uma das coisas que percebíamos desde a privatização da Cosipa era que os funcionários estavam com a auto-estima afetada [...] A integração gradual foi saudável neste sentido, pois assim podíamos “transferir” o orgulho de trabalhar na Usiminas [...] Acho que hoje existe este orgulho nos cosipanos de fazer parte do maior complexo siderúrgico da América Latina (Enrevista 9).

A compra da Cosipa gerou certa ansiedade inicial no corpo executivo da Usiminas, especialmente em função do seu histórico de empresa estatal e das práticas que marcavam a empresa neste período. A aquisição se fazia estratégica nos seguintes sentidos: a) o mercado paulista é o maior da indústria siderúrgica; b) a planta da Cosipa tem grande potencial exportador, dada sua localização; e c) a operação impossibilitaria a compra da empresa por seu principal concorrente, a CSN.

Em entrevista ao jornal *Valor Econômico* (28/02/2005), o presidente do Sistema Usiminas fez um balanço da aquisição e reestruturação da Cosipa e de seu impacto no endividamento do grupo, que foi motivo de preocupação desde 1999, quando houve o empréstimo em troca de debêntures conversíveis em ações. Agora, convivia-se com níveis mais baixos, com uma relação dívida líquida sobre a geração de caixa em torno de 0,6%, sendo que o da Usiminas era de 0,1% e o da Cosipa 1,6%, índice que chegou a 9,4% em 2002. Essa reestruturação financeira foi bem sucedida, inclusive com redução nos custos e melhoria nos preços do produto vendido, com conseqüente aumento da lucratividade, principalmente depois de 2002, o que pode também ser atribuído ao bom momento vivido pelo setor siderúrgico.

Os investimentos realizados ao longo da série histórica analisada tiveram como objetivo principal a modernização do parque siderúrgico herdado da administração estatal, conforme pode ser acompanhado na Tabela 10:

Tabela 10 - Investimentos realizados no Sistema Usiminas (US$ milhões)

	1997	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Usiminas	525	578	469	136	94	32	83	65
Cosipa	212	162	31	156	452	79	36	52

Fonte: Empresa (2006)

Estes investimentos destinaram-se a atender aos seguintes objetivos:

- Modernização tecnológica - recuperação, substituição e instalação de equipamentos nas unidades produtivas e de apoio, mediante a implantação de novas técnicas e processos, melhorando a qualidade e a produtividade, consequentemente reduzindo custos;
- Meio ambiente - instalação de equipamentos e implementação de processos, minimizando o impacto da atividade industrial no meio-ambiente;
- Pesquisa e desenvolvimento - enobrecimento das linhas de produtos para o adequado atendimento às exigências dos setores consumidores;

- Recursos humanos - programas de treinamento e especialização das atividades profissionais, acompanhados do estreitamento das relações entre trabalhadores e empresa, incentivos e participação nos resultados.

Na Tabela 11, encontram-se alguns dados referentes à produção das empresas. A queda na produção da Usiminas em 1999 deve-se à parada para manutenção de um alto forno. No caso da Cosipa, a deteriorização do parque produtivo ao longo dos anos anteriores contribuiu para três anos sucessivos de baixa produção (1999 – 2001), o que foi recuperado ao longo dos anos posteriores, inclusive com um significativo investimento do Sistema Usiminas em 2001 para a construção de uma nova aciaria.

Tabela 11 - Produção (mil toneladas)

	1996	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Usiminas	4.039	3.930	4.023	2.980	4.438	4.620	4.575	4.524	4.738
Cosipa	3.604	3.791	3.519	2.593	2.746	2.460	3.873	4.097	4.213

Fonte: Empresa (2006)

Com relação à produtividade, observou-se um aumento significativo nos últimos nove anos. Apontam-se como fatores explicativos a modernização tecnológica e a redução no efetivo de funcionários, especialmente na Cosipa, que ainda passava por um lento processo de reestruturação pós-privatização (Tabela 12 e 13). Além disso, verificaram-se significativos aumentos nos gastos com treinamento e aprimoramento dos programas de “Qualidade Total”, prática influenciada pela cultura japonesa.

Tabela 12 - Produtividade (HH/t)

	1996	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Sistema Usiminas	4,3	4,01	4,25	4,42	3,73	3,42	3,33	3,44	3,26

Fonte: Empresa (2006)

Tabela 13 - Quantidade de funcionários (base - dezembro)

	1996	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Usiminas	9.210	8.359	8.338	8.040	8.448	8.132	7.916	7.961	7.967
Cosipa	8.172	8.237	6.983	5.618	5.769	5.566	5.433	5.492	5.544
Total	17.382	16.596	15.321	13.658	14.217	13.698	13.349	13.453	13.511

Fonte: Empresa (2006)

Com vistas ao aumento de produtividade e à inovação no mix de produtos ofertados, é constante a parceria da empresa com centros de pesquisas. Atualmente, o Sistema Usiminas

mantém convênios com instituições de ensino superior para incrementar a pesquisa acadêmica nesta área. Entre as universidades parceiras estão a Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), a Fundação Mineira de Educação e Cultura (FUMEC) e a Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), ressaltando, de certa forma, um caráter de integração com a sociedade.

Esse ponto despertou atenção, pois nas respostas dos funcionários do Sistema Usiminas a preocupação com as áreas sociais eram constantemente lembradas. A preocupação com a integridade ética da empresa pode ser percebida claramente no comentário realizado pelo presidente da empresa ao jornal *Gazeta Mercantil* (28/03/2001):

> O lucro não é apenas o parâmetro-síntese da estratégia bem sucedida da gestão eficaz, mas também o pilar maior de sustentação do mundo corporativo e de todos quantos sejam alcançados por sua existência e por seus resultados. Nesse sentido, o lucro não atende apenas aos acionistas. Atende também a outros segmentos, que dependem da sobrevivência saudável da empresa. E ainda serve aos interesses sociais e coletivos, que são atendidos pela tributação diretamente incidente sobre o resultado bruto apurado pela empresa. A este primeiro requisito ético, soma-se a obrigatoriedade de realizá-lo em conformidade com a lei, iniciando-se então a construção de uma cadeia de elos integrados, que conduz a realização e a integridade ética da empresa (GAZETA MERCANTIL, 2001).

De acordo com a estratégia do Sistema Usiminas, o crescimento e a perpetuação das empresas não podem pactuar com a existência de iniqüidades sociais e com o crescimento da exclusão socioeconômica. Dessa forma, na filosofia do grupo perpetuarão as empresas que formularem estratégias que possam contribuir pela via da responsabilidade corporativa. Essa preocupação da empresa pode ser considerada estratégica, já que por meio de altos investimentos em programas de preservação ambiental e de incentivo à cultura é possível revertê-los em uma imagem favorável para a empresa, principalmente nas cidades onde estão instaladas as usinas e onde o impacto ambiental é muito grande. Este fato pode ser comprovado na fala de um morador da cidade de Ipatinga, onde está situada a usina Intendente Câmara.

> Apesar de o impacto ambiental ser grande, como a poluição do ar, os investimentos e crescimento da Usiminas foram essenciais para o desenvolvimento da cidade, já que através da empresa são desenvolvidos inúmeros projetos e programas que não teriam chegado à população se dependesse do governo (Entrevista 11).

O entrevistado citou, ainda, uma ação que foi desenvolvida inicialmente pela Usiminas e, posteriormente, adotada pela prefeitura, ampliando aos demais moradores da região:

> Há uma preocupação não só com o funcionário, mas também com sua família. Um exemplo é o programa de controle de cáries, para filhos de funcionários ainda na fase infantil, através da marcação de consultas periódicas ao dentista. Esta ação foi bem sucedida e depois "copiada" pela Prefeitura, estendendo o programa de prevenção ao restante da população que não recebia esta assistência (Entrevista 11).

Em uma visita à cidade de Ipatinga, pôde-se perceber a presença contínua da empresa na vida cotidiana da sociedade, seja através da utilização de uniformes por todos os empregados, pelos *outdoors* espalhados pela cidade ou pela presença da enorme usina, localizada dentro da cidade. Após às 17h30 (horário de término do expediente), é comum a circulação de funcionários uniformizados pela cidade. Na região central, um comerciante entrevistado relatou que a imagem da grande empresa favorece um tratamento diferenciado e melhor concessão de crédito aos funcionários da empresa. Segundo ele, "o compromiso da empresa é levado aos funcionários, havendo poucos problemas com estes clientes, que são também muito exigentes".

Nessas conversas, pôde-se confirmar a imagem favorável da empresa perante a população no que se refere não só aos investimentos realizados, mas também ao "status" da empresa perante a indústria siderúrgica nacional, levando ao desejo de grande parte da população de trabalhar na organização.

Este trabalho usou os indicadores econômico-financeiros para corroborar o sucesso da aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas. A análise da performance e da competitividade utilizou critérios subjetivos com base no modelo de Buckely, Pass e Pascott (1988), adaptado por Barbosa (1999). O Quadro 14 resume as principais conclusões resultantes desta pesquisa.

Quadro 14 - Resumo das mudanças ocorridas no Sistema Usiminas em conseqüência da aquisição da Cosipa e suas implicações para a performance e competitividade (continua)

Grupo	Medidas	Mudanças	Implicações	Efeito
Management	Propriedade	Controle de nova planta siderúrgica, com grande capacidade produtiva.	Modelo de negócios vitorioso desde a privatização em 1991.	Positivo
	Administração	Decisões passam a ser tomadas na sede do Sistema Usiminas em Minas Gerais.	Embora seja de grande importância estratégica, a planta de Cubatão assume o papel de uma unidade de negócios do Sistema Usiminas.	Positivo
	Autonomia	Perda de autonomia da Cosipa, em conseqüência da nova dinâmica administrativa.	Diminuição da influência política.	Positivo
	Incentivos	Uniformidade na participação dos resultados, como já era praticado no Sistema Usiminas.	Aumento na satisfação dos funcionários.	Positivo
	Estrutura organizacional	Menor número de níveis hierárquicos, com o aproveitamento das pessoas do Sistema Usiminas.		Positivo
	Estratégia	Utilizar os benefícios fiscais dos sucessivos prejuízos da Cosipa, reestruturação operacional e aproveitamento de sinergias.	Consolidação do Sistema Usiminas como o maior grupo siderúrgico da América Latina.	Positivo
Competitividade/ Produtividade	Mão-de-obra	Pouca redução do quadro, porém maior preocupação com o gerenciamento de recursos humanos.	Motivação e aumento da identidade dos funcionários da Cosipa com a organização.	Positivo
	P&D e capacidades tecnológicas	Investimento na aciaria da Cosipa.	Melhoria no oferta do *mix* de produtos.	Positivo
	Capacidade de produção	Atualização tecnológica dos processos produtivos.	Aumento da capacidade produtiva.	Positivo
	Investimentos / financiamentos	Reestruturação financeira da Cosipa.	Redução do endividamento e investimentos em tecnologia.	Positivo
	Produtos	Oferta de produtos com maior valor agregado.		Positivo
	Preço / desregulamentação	Aumento dos preços, seguindo a tendência do mercado internacional.	Impacto direto no aumento da lucratividade da empresa.	Positivo
	Estratégia mercadológica	Melhoria do *mix* de produtos e foco maior na exportação, tendo em vista a localização privilegiada da planta da Cosipa.	Acesso a novos mercados.	Positivo
	Relacionamento com os clientes	Maior proximidade e oferta de serviços complementares.		Positivo
	Produtividade da mão-de-obra	Aumento	O aumento da produtividade deve-se à melhoria nos processos, tecnologia e treinamento.	Positivo

Quadro 14 - Resumo das mudanças ocorridas no Sistema Usiminas em conseqüência da aquisição da Cosipa e suas implicações para a performance e competitividade (conclusão)

Grupo	Medidas	Mudanças	Implicações	Efeito
Performance	Custos	Redução	A redução da relação CPV/receita operacional deve-se à reestruturação operacional e, principalmente, ao incremento nas receitas.	Positivo
	Vendas / participação de mercado	As vendas e a participação no mercado aumentaram como conseqüência da operação de aquisição.		Positivo
	Exportações	Aumento da exportação.	A planta da Cosipa favoreceu esta estratégia. Crescimento da demanda chinesa.	Positivo
	Rotatividade dos ativos	A lucratividade e o giro do ativo melhoram consideravelmente desde 1999.		Positivo
	Lucro por ação	Inicialmente houve uma redução, porém após 2002 os lucros atingiram níveis três vezes maiores.	Aumento na confiança do investidor no Sistema Usiminas.	Positivo
	Valor adicionado	Aumento	Criação de valor em quase 10 vezes no período posterior a concretização da operação.	Positivo

Fonte: Adaptado de Barbosa (1999) – Elaboração própria

Para concluir, é importante resumir o seguinte panorama, segundo informações da empresa: a aquisição da Cosipa, analisada à luz da atual realidade do setor siderúrgico internacional, foi muito importante para a consolidação do Sistema Usiminas como empresa mais competitiva e líder do segmento de aços planos no país. sição da Cosipa, 13ia Cbosa

Outro aspecto positivo refere-se às sinergias obtidas nas áreas de Compras, Informática e Engenharia, entre outras, com substanciais economias. A escala de produção da nova empresa surgida desta aquisição é outro ponto importante a ser destacado, principalmente em um cenário em que as grandes empresas do setor possuem escala de produção equivalentes a de muitos países.

A aquisição da Cosipa foi um movimento que inaugurou no País o processo de consolidação da siderurgia e que tem no âmbito internacional o exemplo emblemático da compra da Arcelor pela Mittal. Dessa forma, é válido afirmar que a aquisição da Cosipa pela Usiminas é parte de um processo que ainda se estenderá na siderurgia ao longo dos próximos anos.

4.2 Limitações da pesquisa e sugestões

A análise das F&A apresenta dificuldades das mais diversas ordens, a maior parte

pesquisa. Os dados qualitativos obtidos na empresa se utilizaram da interpretação do autor para a compreensão das questões desejadas, o que se torna, também, uma limitação da análise, além da impossibilidade de entrevistar pessoas fundamentais da empresa que participaram diretamente dessa transação, como o presidente do Sistema Usiminas e o diretor industrial do Sistema Usiminas, que foi presidente da Cosipa no início do processo de integração.

Outra limitação do trabalho decorre do pequeno histórico e, principalmente, da escassa documentação sobre F&A no Brasil, especialmente com abordagens voltadas para a estratégia competitiva, considerando suas vantagens e/ou desvantagens. A realização de entrevistas com os profissionais do setor também apresenta dificuldades, tendo em vista que algumas das informações tratadas são altamente sigilosas. No caso em questão, não foi possível contatar os responsáveis por esta transação no banco Itaú.

Quando se deseja ampliar o escopo de análise em um estudo sobre F&A, a dificuldade na montagem da base de dados constitui-se um problema relevante, pois somente as empresas abertas e negociadas em bolsa de valores precisam ter suas informações divulgadas ao público externo.

Como sugestões derivadas do trabalho, seria interessante abordar dentro dessa temática de fusões e aquisições de empresas, duas linhas de pesquisa, uma quantitativa e outra qualitativa. No primeiro caso, o estudo pode auferir com o maior número possível de situações, os impactos desta estratégia de crescimento da firma no desempenho econômico-financeiro das empresas, extrapolando para diferentes setores e se possível uma comparação entre países. A segunda linha de pesquisa pode ser uma avaliação dos impactos das F&A na empresa comprada e compradora, através da percepção das pessoas envolvidas.

5 CONCLUSÃO

A busca por melhores margens ocasionou um grande movimento de consolidação no setor siderúrgico mundial, iniciado na última década. Porém, o setor ainda se encontra bastante fragmentado. O maior grupo siderúrgico do mundo, formado pela recente fusão entre Arcelor e Mittal, é responsável pela produção de 10% do total mundial (110 milhões de toneladas ano). Essa nova configuração permitirá maior poder de negociação, tanto com os fornecedores (principalmente as grandes mineradoras), como com os setores consumidores (destaque para indústria automotiva). Além disso, uma outra questão relevante está relacionada com a redistribuição geográfica da produção, pois existe uma tendência de deslocamento da "parte quente" da produção para países mais competitivos em termos de custo, como o Brasil, Índia e Rússia. Esses movimentos tenderão a transformar esses países em exportadores de semi-acabados e, no futuro, de produtos acabados, uma vez eliminadas as principais barreiras comerciais impostas aos produtos de maior valor agregado. Essa tendência é decorrência de três fatores fundamentais:

a) baixa eficiência das plantas européias e norte-americanas;
b) questão ambiental, pois a "parte quente" da produção siderúrgica é forte emissora de carbono, item controlado pelo *Protocolo de Kyoto* nos países signatários; e
c) intensificação da competição no mercado global de aço.

Para o Brasil, constituem efeitos dessa movimentação a ampliação de investimentos em unidades destinadas à exportação de placas e a possibilidade de internacionalização das unidades produtivas, por intermédio de F&A no exterior ou *joint venture*. Setores mais nacionalistas debatem a idéia de uma grande fusão no setor nacional. Com uma segmentação de produtos convergentes, o Sistema Usiminas, a CSN e a Açominas (empresa do grupo Gerdau), juntas, seriam uma força na siderurgia mundial, posicionando-se entre as 10 maiores, segundo o *ranking* da IBS (2005).

No decorrer deste trabalho, realizou-se uma análise sobre o tema F&A. O caso estudado tinha a intenção de verificar os efeitos da aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas. Para isso, foram utilizados indicadores de desempenho, performance e competitividade, seguindo o modelo de Buckley, Pass e Prescott (1988), adaptado por Barbosa (1999).

No Quadro 15 apresenta-se um resumo deste processo, buscando apontar os principais fatores motivacionais para ocorrência do mesmo.

Quadro 15 - Análise do processo de aquisição da Cosipa pelo Sistema Usiminas

Tipo de União	Aquisição reversa
Classificação	Horizontal, doméstica, estratégica
Sinergias	Transferências de competências, cooperação técnica, melhoria dos processos operacionais e passivos fiscais
Problemas	Relação conturbada com os acionistas minoritários da Cosipa; ações junto ao CADE tentando impedir a operação
Dificuldades	Choques culturais; longo período de administração pública.
Objetivos	Aumento da participação no maior mercado consumidor nacional; aumento da produção sem a necessidade de construção de uma nova planta; ter uma plataforma de exportação; aproveitar os potenciais oferecidos pelo longo período sem investimentos

Fonte: Elaboração própria

A consolidação do processo de reestruturação da Cosipa teve como marco o fechamento do capital da empresa, em 2005, fato considerado muito significativo, tanto em relação aos aspectos organizacionais internos como no contexto de concentração do setor.

A Usiminas, primeira empresa do antigo Sistema Siderbrás a ser privatizada, em 1991 (fato ocorrido em função da sua sólida saúde administrativa e financeira), aumentou gradativamente sua participação no controle da Cosipa, desde que, em 1993, adquiriu parte das ações. Uma das razões apontadas para o sucesso dessa integração está na estruturação lenta e gradual da combinação das empresas.

Durante todo este processo, o Sistema Usiminas buscou o saneamento e a recuperação da Cosipa, com o envolvimento de todos na Cosipa nas iniciativas para aumentar e melhorar a produção, de modo a obter custos mais competitivos. Para isso, o Sistema Usiminas aplicou, ao longo de todo esse período, em torno de US$ 1 bilhão na modernização da empresa.

Atualmente, o Sistema Usiminas tem a mesma diretoria para atender à planta da Usiminas e à da Cosipa, com uma capacidade produtiva de 9,5 milhões de toneladas. Essa competitividade é dada também pela complementariedade de produtos, serviços e estrutura logística das duas siderúrgicas e das demais empresas que fazem parte do Sistema Usiminas.

É possível inferir na conclusão deste trabalho que os efeitos para o Sistema Usiminas da aquisição da Cosipa foram extremamente positivos, principalmente quando se considera o porte atingido por este grupo siderúrgico, diante de quatro tendências vislumbradas:

a) Consolidação do setor, para equilibrar melhor o mercado e competir em igualdade de condições. O Sistema Usiminas trabalha hoje com a visão de um consolidador, ou seja, de um líder deste processo, fato corroborado pela compra da Cosipa e pela participação nos leilões da Acesita e da Açominas;

b) Desconstrução. Há muitas siderúrgicas obsoletas em todo o mundo e, em algumas regiões, como Estados Unidos e Europa, não se tem mais tendência de se deixar construir altos-fornos e coquerias. Isso cria oportunidades para países como o Brasil, que têm a possibilidade de trabalhar com matéria-prima mais baratas;

c) Verticalização, em busca da matéria-prima. Os custos com minério de ferro e carvão estão aumentando e, aos poucos, o valor adicionado do aço está sendo transferido para a matéria-prima;

d) Efeito China. Com esse volume de produção e esses níveis de crescimento, a China gera ameaças e oportunidades. A ameaça poderá ser a manutenção do atual ritmo de produção industrial e a falta de novos mercados para estes produtos. A oportunidade está em aproveitar esse crescimento e se instalar na China em associação com investidores locais. Neste caso específico, o Sistema Usiminas chegou à conclusão de que esta não faz parte de sua estratégia de negócio.

As motivações para participar de uma operação de F&A, revisadas pela literatura de economia industrial, contribui para o entendimento do processo de consolidação na siderurgia mundial. A aquisição da Cosipa foi estratégica em diversos aspectos para o Sistema Usiminas, e, passados cinco anos da aquisição do controle, é possível afirmar que foi bem sucedida, com efeitos na expansão do parque produtivo, sem a necessidade de investimento *greenfield* e aumento do *market-share,* com diversificação no mix de produtos oferecidos.

Dessa maneira, o Sistema Usiminas se prepara para os desafios de competitividade impostos à siderurgia mundial e, em particular, à indústria brasileira, que urge a necessidade de trabalhar com custos baixos, produtos de qualidade internacional e nichos de maior valor agregado. Nesse contexto, exitem possibilidades promissoras, pois há no País indústrias agressivas, logística adequada, usinas localizadas perto das minas e dos portos e matéria-prima de qualidade, além de pessoal capacitado. Assim, o Sistema Usiminas tem buscado um papel de protagonista nessa consolidação.

6 REFERÊNCIAS

ACKOFF, R. L. Beyond Prediction and Preparation. *Journal of Management Studies*, Vol. 4. Nº.2, January, 1983.

ANDRADE, M.; CUNHA, L.; GANDRA, G. *Reestruturação na siderurgia brasileira*. BNDES, 2002.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL. Investimentos Diretos Estrangeiros, 2006. Disponível via <http://www.bacen.gov.br> Arquivo consultado em 10 de maio de 2006.

BARBOSA, F. V. Competitividade: conceitos gerais. In: RODRIGUES, S. B. (Org.). *Competitividade, alianças estratégicas e gerência internacional*. São Paulo: Atlas, 1999.

BESANKO, D. et al. *Economics of strategy.* 3rd edition. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc. 2004.

BENNETT, H. Lean *and Mean: The Changing Landscape of Corporate Power in the Age of Flexibility*, New York: Basic Books. 1994.

BNDES. Impactos da Privatização no Setor Siderúrgico. *Boletim da Gerência Setorial de Mineração e Metalurgia*. Janeiro, 2002.

BNDES. Privatizações, 2003. Disponível via <http://www.bndes.gov.br> Arquivo consultado em 10 de maio de 2006.

BRASIL. Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 1976.

BRASIL. Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n° 6.404 e na Lei n° 6.385. Brasília: Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 2001.

BREALEY, R.; MYERS, S. *Princípios de finanças empresariais*. São Paulo: Makron Books, 1995.

BRETON, G.; TAFFLER, R. *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach.* Accounting and Business Research. Vol. 31. Nº.2., 2001.

BUCKLEY, P. J.; PASS, C. L.; PRESCOTT, K. Measures of international competitiveness: a critical survey. *Journal of Marketing Management*, v. 4, n. 2, p. 175- 200, 1988.

BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, incorporações e cisões de Sociedades*. São Paulo: Atlas, 1998.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. *Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergia em empresas combinadas: Um estudo dos processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro*. XXVIII ENANPAD, Curitiba, setembro 2004.

CAMARGOS, M. Da fusão Antárctica/Brahma à fusão coma a Interbrew: Uma análise da trajetória econômico-financeira e estratégica da Ambev. XXVIII ENANPAD, Curitiba, Setembro 2004.

CHANDLER, A. D. *Strategy and Structure*. Cambridge, Massachuset: MIT Press, 1962.

CHANDLER, A. D. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism.* Cambridge, MA: The Bellknap Press of Harvard University Press, 1990.

CHATTERJEE, S. Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7: 1986.

COASE, R. H.. *The nature of the firm*. Economica, v.4, n.16, 1937.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas: valuation*. São Paulo: Makron Books, 3. ed., 2002.

CORREA, C.; CAETANO, J. R. Os brasileiros que chegaram ao topo. *Revista Exame*, São Paulo, nº 5, Ano 38 Edição 813, 17 mar. 2004, pp. 20-27.

COSIPA, *Relatório Anual*. São Paulo, 1999.

COSTENARO, Alessandra. *Indústria de pedras preciosas: Um estudo dos fatores competitivos em empresas de Soledade – RS*. Dissertação de mestrado. Universidade de Santa Maria, Santa Maria, 2005.

COUTINHO, L; PAULA, G. Estudo da competitividade da indústria brasileira: siderurgia. Versão Final, v. 33. Unicamp; UFRJ; IEI. Campinas: Unicamp, 1993.

CNI, competitividade Industrial – Uma Estratégia para o Brasil, *Confederação Nacional da Industria*, 1988.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). *Instrução CVM nº 358/02*, 2002.

DAIMLERCHRYSLER, *Annual Report*, 2005. Disponível via <http://www.daimlerchrysler.com> Arquivo consultado em 15 de novembro de 2006.

DANTAS, A. *et al.* Empresa, indústria e mercados In KUPFER, D.. HASENCLEVER, L. *Economia Industrial: Fundamentos teóricos e práticas no Brasil*; Rio de Janeiro: Editora Campus, 2002.

DRUCKER, P. F. *The practice of management*. New York: Harper & Brothers, 1954.

FAJNZYLBER, F. Competitividade Internacional: evolución y lecciones, *Revista de la CEPAL* n. 36, Santiago, 1988.

FERRAZ, J. C.; KUPFER, D.; HAGUENAUER, L. *Made in Brazil: desafios competitivos para a indústria.* Rio de Janeiro: Campus, 1997.

FERREIRA, M. M. *et al* (Org). *Usos e abusos da história oral*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas. 1996.

FLECK, D. L.; MARTINS, N. *Crescimento Corporativo e Autoperpetuação da Empresa: Uma investigação dos traços organizacionais da Casas Sendas*. XXVII ENANPAD, Atibaia, 2003.

GAZETA MERCANTIL, *Panorama Setorial*. São Paulo. Diversas edições

GAUGHAN, P. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings.* 3.ed. New York : John Wiley & Sons, 2002.

GIL, A. C. *Técnicas de Pesquisa em Economia.* São Paulo: Atlas, 1995.

GOES, F. Redução no endividamento da Usiminas. *Valor Econômico*, São Paulo, 21 fev. 2005, Empresas & Teconologia.

GONÇALVES, C. A., MEIRELLES A. M. *Projetos e relatórios de pesquisa em Administração.* São Paulo, Atlas, 2004.

GOODING, R. Z.; WAGNER III, J. A. A meta analytic review of the relationship between size and performance: the productivity and efficiency of organizations and their subunits. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 30, No. 4, pp. 462 – 481, 1985.

GORT, M. An economic disturbance theory of mergers. *The Quaterly Journal of Economics*, Vol. 83, n. 4, pp. 624-642, Nov. 1969.

GRANT, R. M, *Contemporary strategy analysis*. 2nd ed. Cambridge: Blackwell Business, 1991.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. Mercados Financeiros e Estratégia Corporativas. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAGUENAUER, L. *Competitividade: Conceitos e Medidas: Uma Resenha da Bibliografia Recente com Ênfase no Caso Brasileiro.* Texto para Discussão n. 211, IE/UFRJ, 1989.

HENDERSON, R.; COCKBURN, I. Scale, scope and spillovers: the determinants of research productivity in drug discovery. *RAND Journal of Economics*, Vol. 27, n. 1, pp. 32 – 59, 1996.

HENDRIKSEN, Eldon S., VAN BREDA, Michael F. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Administração estratégica.* São Paulo: Thomson, 2002.

HORNGREN, C. T. *Introdução à contabilidade gerencial.* 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1985.

HUGHES, A. *et al*. Hypothesis About Mergers. D. Mueller (Ed.). *The Determinants and Effects of Mergers*. Cambridge, Oelgeschlager, Gunn & Hain, Publishers. 1980.

IBS (Instituto Brasileiro de Siderurgia). *Relatórios de atividades sobre o setor siderúrgico no Brasil*, 1991.

IBS (Instituto Brasileiro de Siderurgia). *Relatórios de atividades sobre o setor siderúrgico no Brasil*, 2005. Disponível via <http://www.ibs.org.br> Arquivo consultado em 13 de outubro de 2006.

IISI (International Iron and Steel Institute). Steel Statistical Yearbook, 2000. Disponível via <http://www.iisi.org> Arquivo consultado em 13 de outubro de 2006.

IISI (International Iron and Steel Institute). Steel Statistical Yearbook, 2004. Disponível via <http://www.iisi.org> Arquivo consultado em 13 de outubro de 2006.

JENSEN, M. Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. *American Economic Review*, Vol. 76, n. 2, pp. 323-329, May 1986.

KEY, S.L. *Guia Ernest & Young para administração de fusões e aquisições*. São Paulo: Record, 1995.

KPMG. *Pesquisa Anual de Fusões e Aquisições*, 2001. Disponível via <http://www.kpmg.com.br> Arquivo consultado em 20 de outubro de 2005.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, São Paulo, Vol. 29, n. 1, pp. 42-58, jan. / mar. 1994.

LEAL, R. C.; RÊGO, R. B. Impacto do anexo IV no mercado de capitais brasileiro. In: COSTA JR, Newton C.A. *et al*. *Mercado de Capitais*: análise empírica no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000.

LEVY, H.; SARNAT, M. Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers. *Jornal of Finance*, Sep. 1970.

LINTNER, J. Expectations, Mergers and Equilibriem in Purely Competitive Securities Markets. *The American Economic Review*. May, 1971.

LOOTTY, M. *et al.* Economia de escala e escopo. In KUPFER, D.. HASENCLEVER, L. *Economia Industrial: Fundamentos teóricos e práticas no Brasil;* Rio de Janeiro: Editora Campus, 2002.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FERNANDES, B. H. R. Mudança ambiental e reorientação estratégica: estudo de caso em instituição bancária. *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 38, n. 4, pp. 46-56, 1998.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; BARBOSA, S. L. Estratégia, Fatores de Competitividade e Contexto de Referência das Organizações: uma Análise Arquetípica. *Revista de Administração Contemporânea*, Vol. 6, n. 3, pp. 7-32, 2002.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, Vol. 73, n. 2, pp. 110-120, Apr. 1965.

MARCONI, M.A.; LAKATOS, E.M. *Técnicas de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1996.

MARSHALL, Alfred. *Princípios de Economia.* Coleção Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MITCHELL, Mark L.; MULHERIN, J. Harold. "The impact of industry shocks on takeover and Restructuring Activity." Jornal of Financial Economics, 41(2), 1996.

MINTZBERG, H. *Power and organization life cycles*. Academy of Management Review, Vol. 9, pp. 207-224, 1984.

MILGROM, P.; ROBERTS,J. *Economics, organization & management.* New Jersey: Prentice Hall, 1992.

MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 83, n. 4, pp. 643-660, Nov. 1969.

NAKAMURA, P. A gestão ética: muito mais que o cumprimento da Lei. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 mar. 2001, Finanças & Serviços, p. A-12.

NELSON, R. e WINTER, S. *An evolutionary theory of economics change.* Cambridge: Havard U.P. 1982.

PADOVEZE, Clóvis Luís. *Contabilidade Gerencial. Um enfoque em sistema de informação contábil.* São Paulo, Atlas, 1997.

PATROCÍNIO, M.; KAYO, R.; KIMURA, H. Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: Uma análise dos retornos anormais do período de 1994 a 2004, XX ENANPAD – Brasília, 2005.

PAULA, Germano Mendes de. *Estudo de competitividade: cadeia produtiva de siderurgia.* Uberlândia, IE/Universidade Federal de Uberlândia, 2002.

PAULA, Germano Mendes de. Avaliação do Processo de Privatização da Siderurgia Brasileira. *Revista de Economia Política*, Vol. 17, nº 2, pp. 92-109, Abril-Junho de 1997.

PENROSE, E. T. *The theory of the growth of the firm.* Oxford: Basil Blackwell, 1959.

PIETRO, Maria S. *Parcerias na Administração Pública*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PINTO JÚNIOR, H.; LOOTTY, M. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. *Revista de Economia Política.* Vol. 25 N.4 São Paulo out./dez. 2005.

PORTER, M. *Estratégia competitiva.* Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, G. The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, Vol. 68, n. 3, pp. 79-91, 1990.

QUIVY, R. e CAMPENHOUDT, L.; *Manual de investigação em ciências sociais*. Lisboa: Gradiva, 1988.

RICKETTS, M. *The economics of business entreprise.* 3rd ed. United Kigdom: Edward Elgar, 2002.

ROCHA, F. IOOTTY, M. e FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. *Revista de Economia Contemporânea.* Vol. 5, Número Especial, 2001.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. *Administração financeira: corporate finance.* São Paulo: Atlas, 2002.

ROSMUSSEN, U. W. *Aquisições, fusões e incorporações empresariais*. São Paulo: Aduaneiras, 1989.

SAMUELS, J. M.; WILKES, F. M.. *Management of company finance*. 6 ed. London: International Thomson Business, 1996.

SCHERER, F. M; ROSS, D. *Industrial market structure and economic performance.* 3th ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.

SEC (Security Exchange Commission). *Filings & Forms, 1999.* Disponível via <http://www.sec.gov> Arquivo consultado em 13 de abril de 2006.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C. Corporate acquisitions strategies and economic performance. *Strategic Management Journal,* Vol.8, n.4, pp. 377-386, 1987

SLOAN, A. *My years with General Motors*. New York: Doubleday, 1963.

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações: investigação sobre sua natureza e suas causas*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

SOUSA, A. C.; MARQUES, J. A. *A combinação de empresas Usiminas-Cosipa: Uma investigação de seus reflexos societários, fiscais e contábeis*. XXIV ENANPAD – Florianópolis, 2000.

STICKNEY, C.P.; WEIL, R.L. *Contabilidade Financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos.* São Paulo: Atlas, 2001.

TÁRTARI, J. OLINQUEVITCH, J. *Uso dos Elementos da Análise das Demonstrações Contábeis na Gestão de Negócios,* XX ENANPAD – Brasília, 2005.

TETENBAUM, T. Beating the odds of merger e acquisition failure: seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies. *Organizational Dynamics,* Autumn. pp. 22-36. 1999.

TOMA, R. *The corporate merger phenomenon: Determinants and changes in merger policies evidence for acquiring firms 1986 – 1998.* University of Kentucky, 2002.

UNCTAD. *UNCTAD Handbook of Statistics On-line*. 2000. Disponível via <http://www.unctad.org> Arquivo consultado em 11 de agosto de 2006.

USIMINAS, *Relatório Anual*. Belo Horizonte, 2006.

WAACK, R. S. Fusões e aquisições na indústria farmacêutica-veterinária. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, Vol. 7, n. 3, jul./set. 2000.

WALRAS, L., *Elements Of Pure Economics or The Theory Of Social Wealth*, Editora: Porcupine Press. 1ª Edição. 1984.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira.* 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WESTON, J.; SIU, J.; JOHNSON, B. *Takeovers, restructuring, & corporate governance.* 3.ed. New Jersey : Prentice-Hall, 2001.

WOOD JR, T.; CALDAS, M.P.; VASCONCELOS, F. C.; Fusões e aquisições no Brasil. *Rae Executivo*, São Paulo, v. 2, n. 4, 2003

YIN, Robert K. *Case Study Research - Design and Methods.* Sage Publications Inc., USA, 1989.

ZENGER, T. R. Explaining organizational diseconomies of scale in R&D: agency problems and the allocation of engineering talent, ideas, and effort by firm size. *Management Science*, Vol. 40, No. 6, pp. 708 – 729, 1994.

7 APÊNDICE

7.1 Histórico do setor siderúrgico

A atividade siderúrgica é intensiva em capital e recursos naturais, como minério de ferro e carvão. Tal característica determina que o volume de investimentos necessários para operação seja elevado, com longo prazo para maturação e necessidade de economias de escala. Além disso, um fator determinante na competitividade e que constitui importante barreira à entrada de novos produtores é a disponibilidade de matéria-prima a custos baixos.

O setor siderúrgico apresenta-se fragmentado, apesar do alto custo de instalação de uma siderúrgica, ao contrário de sua cadeia produtiva, que é bastante consolidada, como as mineradoras e a indústria automobilística. Essas características fizeram com que esta indústria tivesse seu desenvolvimento com características nacionais, o que é considerado estratégico para o desenvolvimento de um país.

Enquanto na cadeia produtiva seus principais fornecedores e consumidores já passaram por processos de consolidação que geraram indústrias mais concentradas, os processos de F&A que vêm ocorrendo no setor siderúrgico são recentes e tendem a alterar, no médio prazo, a estrutura da indústria.

O caráter cíclico da indústria siderúrgica é outro fator determinante de sua estrutura, pois não é possível coordenar os investimentos em capacidade produtiva em nível mundial. Além disso, a tecnologia de produção é pouco flexível, não permitindo, por exemplo, que o alto-forno seja desligado, o que impossibilita o ajuste entre oferta e demanda.

Uma situação de grande estagnação marcou a indústria siderúrgica na década de 1980, levando a um processo de reestruturação, que passou pelo encerramento de operações e privatizações, ocorrido em vários países. No período compreendido entre 1984 e 1997, 37 empresas siderúrgicas foram desestatizadas em 22 países, além de outros instrumentos de

políticas públicas que induziram ao fechamento de plantas, em particular na Europa (IISI, 2000). A partir da década de 1990, a indústria siderúrgica adquiriu nova dinâmica, experimentando nos últimos anos uma alteração completa de seu cenário internacional.

No Brasil, as privatizações no setor, iniciadas em 1988, marcaram o início desta etapa de reestruturação. Por meio de racionalização de investimentos, redução de custos, modernização da produção e aproveitamento de sinergias na cadeia produtiva, foram agregados valiosos incrementos no trinômio *qualidade-competitividade-produtividade*. Aliadas a elas, e também de modo bastante relevante, as inovações tecnológicas para processos e produtos contribuíram para mudar conceitos e decisões fundamentais ao desenvolvimento das empresas.

7.1.1 Pós-guerra

O pós-guerra marcou um período de intenso crescimento na indústria siderúrgica mundial. De acordo com dados do IISI (2000), entre 1945 e 1979 a taxa média anual de crescimento da produção mundial de aço bruto foi de 5%, fato incentivado pela reconstrução de países atingidos pela guerra, o que alavancou a atividade industrial e favoreceu o desenvolvimento de alguns países. O Gráfico 5 mostra a evolução da produção mundial de aço bruto entre 1945 e 1997.

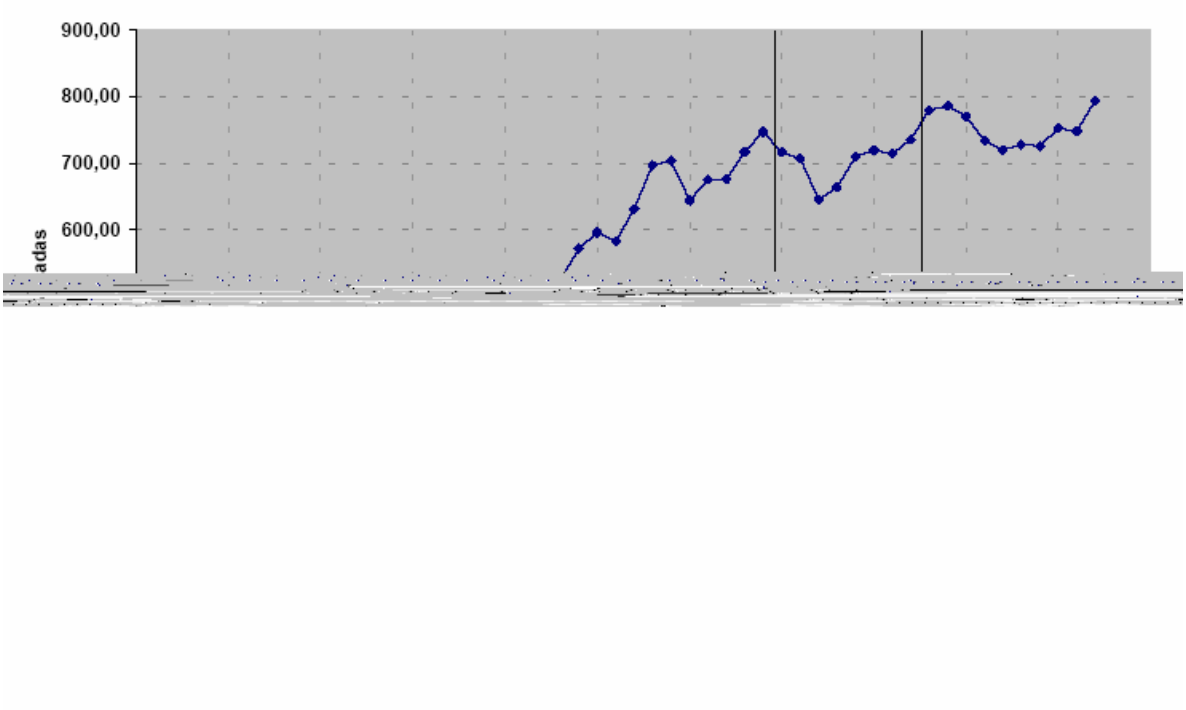

Gráfico 5 - Evolução da produção mundial de aço bruto – 1945 / 1997
Fonte: International Iron and Steel Institute (2000)

Ao redor do mundo, a indústria siderúrgica apresenta particularidades próprias, de acordo com a estrutura de seus mercados e sua orientação econômica. Os Estados Unidos têm como característica principal a participação exclusivamente privada na produção, fator este garantido pela dinâmica empresarial norte-americana, com um mercado de capitais consolidado. Além disso, destaca-se a importância dos sindicatos nas decisões das empresas, como se observou em 2006 na tentativa frustrada da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) de adquirir a norte americana Wheeling-Pittsburgh.

O Japão alterou sua estrutura de controle das siderúrgicas privatizando o setor e fortalecendo financeiramente por meio da participação dos bancos na nova composição acionária. Após o fim da Segunda Guerra Mundial, a Japan Iron & Steel (controladora estatal) foi dissolvida, dando origem à Iwata Iron & Steel e à Fuji Iron & Steel. Esta última, depois de F&As nos anos de 1960, originou a Nippon Steel (hoje, acionista do Sistema Usiminas).

A estratégia dos países da Europa Ocidental foi a presença do Estado na propriedade das empresas, na tentativa de aumentar a eficiência de suas indústrias, que se encontravam

fragmentadas e não obtinham a escala mínima necessária ao negócio. Esse comportamento estatizante fundiu estruturas já existentes, objetivando eliminar o risco de falências e ajustar posteriormente a escala ótima ao mercado. Hoje, as empresas destes países são os principais agentes neste processo de concentração por que passa o setor. Nos países do Leste Europeu, a decisão de estatização foi primordialmente política, em função de sua orientação socialista.

As economias em desenvolvimento de regiões como América Latina, Ásia, África e Oriente Médio, entendendo a necessidade de possuir um parque siderúrgico para a sustentação do desenvolvimento, investiram, por intermédio do Estado na sua construção, porém de modo diferente daquele que ocorreu na Europa, onde a presença do governo ocorreu como estratégia de reestruturação, ao passo que nestes países a intervenção envolvia questões políticas. Além disso, esta era necessária para promover a industrialização em países onde o setor privado apresentava fragilidades.

Um fator marcante do pós-guerra foi a presença dos Estados na composição acionária das empresas, conforme mostrado no Quadro 16, contribuindo para a inserção de países de industrialização retardatária e impedindo que países desenvolvidos ampliassem seu crescimento através das exportações.

Quadro 16 - Criação de siderúrgicas estatais

Décadas	**Países**
20 e 30	Itália, África do Sul
40 e 50	México, Brasil, Argentina, Áustria, Espanha, Egito
60	Finlândia, Venezuela, Coréia do Sul
70	Taiwan, Indonésia, Irã, Arábia Saudita
80	Malásia

Fonte: Paula (1997)

O modelo de desenvolvimento brasileiro, com base na substituição de importações, que tinha por objetivo diminuir a dependência de manufaturados provenientes de países desenvolvidos, norteou a constituição de empresas com forte presença do Estado. O Quadro 17 faz um resumo da marcante atuação do Estado na implantação do parque siderúrgico brasileiro.

Quadro 17 - Empresas siderúrgicas constituídas pelo Estado brasileiro

Criação/ Fundação	Início de Operação	Empresa
1939	1959	Cia. Siderúrgica do Nordeste (Cosinor)
1941	1946	Cia. Siderúrgica Nacional (CSN)
1942	1942	Cia. Ferro e Aço de Vitória (Cofavi)
n.d.	1944	Cia. Siderúrgica de Mogi das Cruzes (Cosim)
1944	1949	Aços Especiais Itabira (Acesita)
1953	1963	Cia. Siderúrgica Paulista (Cosipa)
1956	1962	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (Usiminas)
1961	1973	Aços Finos Piratini
1963	1973	Usina Siderúrgica da Bahia (Usiba)
1963/75	1985	Aço Minas Gerais (Açominas)
1976	1983	Cia. Siderúrgica de Tubarão (CST)

Fonte: Instituto Brasileiro de Siderurgia (1991)

Em meio ao crescimento do parque industrial brasileiro, a demanda e a produção aumentaram rapidamente, fazendo com que diminuíssem consideravelmente as importações. Segundo essa estratégia de controle do Estado, criou-se, em 1973, a Siderbrás, *holding* estatal encarregada de controlar e coordenar a produção siderúrgica nacional.

A produção estatal foi fundamental para o desenvolvimento do segmento de aços planos, pois este exigia maior escala de produção, ao contrário do segmento de aços longos, com forte presença privada, justamente por demandar menores escala para a operação inicial.

7.1.2 Década de 80

Em meados dos anos de 1980, a produção mundial de aço encontrava-se estabilizada, o que indicava a fase de maturidade da indústria siderúrgica. Essa estabilização deveu-se principalmente à desaceleração do crescimento das economias desenvolvidas e à ameaça de materiais substitutos ao aço, como plástico, alumínio e cerâmicos. Até este momento, havia uma forte presença governamental no setor, por meio das empresas estatais.

De forma geral, a indústria siderúrgica sempre foi reconhecida, globalmente, pela sua importância no desenvolvimento econômico dos países, por fornecer insumos para infra-estrutura, suprindo indústrias de construção, de bens de produção e de bens de consumo,

especialmente automobilística. O setor também caracteriza-se por responder por boa parcela do Produto Interno Bruto (PIB) e pela geração de empregos.

No Brasil, ao longo dos anos de 1980, a crise da dívida externa provocou o declínio na demanda interna de aço e o excesso de capacidade decorrente forçou as siderúrgicas a exportarem os produtos com menor retorno, de forma a garantir a colocação no mercado internacional e a manutenção da produção. Os lucros e investimentos sofreram uma queda significativa, devido aos baixos preços, tanto externos como internos, e à menor disponibilidade de crédito.

Dessa forma, a crise do Estado brasileiro impediu que fossem realizados investimentos na modernização do parque industrial, distanciando-o cada vez mais dos padrões internacionais de qualidade, produtividade e competitividade. O setor siderúrgico nacional possuía uma produção muito pulverizada, mas que atuava segundo o princípio de auto-suficiência em todos os produtos siderúrgicos, a qualquer custo, e desse modo apresentava certa vulnerabilidade, considerando que se iniciava o processo de abertura da economia, assim como a globalização dos mercados. Na Tabela 14, são observados alguns indicadores do setor siderúrgico na década de 1980.

Tabela 14 - Indicadores da siderurgia brasileira – Anos de 1980

	1980	**1982**	**1984**	**1986**	**1988**	**1990**
Produção (Milhões de t)	15,34	13,00	18,39	21,23	24,66	20,57
% Produção na América Latina	53,2	48,7	55,3	56,7	58,2	53,8
Vendas Internas (Milhões de t)	10,71	8,84	9,33	12,52	11,08	8,61
Exportações (Milhões de t)	1,50	2,39	6,46	6,14	10,92	9,00
Faturamento (US$ Milhões)	nd	Nd	6.081	7.069	9.905	10.627
Investimentos (US$ Milhões)	2.713	2.224	509	548	496	494
Produtividade (Base 1980)	100	75	118	118	131	122
Número de Empregados (Mil)	135,0	127,5	137,9	151,3	151,8	132,7

Fonte: Instituto Brasileiro de Siderurgia (1991)

Nos países onde a participação estatal foi fundamental para o desenvolvimento da indústria siderúrgica em seus primórdios, encontravam-se entraves para a contínua capacitação dessa indústria, pois novos aportes de recursos eram influenciados por decisões políticas, o que reduz a velocidade da resposta e a liberdade das empresas em relação às exigências do mercado e às mudanças do ambiente. De maneira geral, os investimentos em pesquisa de novas tecnologias de produtos e processos feitos pelas empresas eram insuficientes. Elas tornaram-se lentas, desatualizadas e obsoletas tecnologicamente, pouco racionalizadas e pouco eficientes em custo, pois, muitas vezes, eram protegidas por mercados fechados.

Tornavam-se imperativas a abertura dos mercados e a agilização da siderurgia, que parecia entrar em processo de estagnação. Havia, portanto, um conjunto de forças que impulsionava a siderurgia mundial à reestruturação, destacando-se entre elas as seguintes:

- a estagnação da demanda nas economias desenvolvidas;
- o crescimento da aplicação de materiais substitutos;
- a necessidade de privatizações;
- o acirramento da concorrência com a globalização; e
- a conseqüente queda de preços e rentabilidades pelo excesso de capacidade.

Em função da baixa demanda interna e dos excedentes de produção de aço, foi necessário ampliar as exportações. Nesse sentido, a estratégia adotada pelo Brasil para aumentar a presença externa foi competir nos preços baixos, e não na melhor qualidade, ao contrário de países que, como o Japão, embora não possuíssem recursos naturais abundantes, estabeleceram liderança na tecnologia de produção. Coutinho (1993) define a competição por preços quando as vantagens competitivas são decorrentes dos baixos custos de mão-de-obra e de matéria-prima, além do uso de equipamentos relativamente atualizados para a produção de aços *commodities.* A competição por qualidade, conforme define o mesmo autor, ocorre

quando as vantagens competitivas são baseadas na intensidade de pesquisa e desenvolvimento, na alta capacidade de inovação tecnológica e na fabricação de aços nobres.

O ciclo de investimentos na indústria siderúrgica brasileira, ocorrido entre 1974 e 1983, encerrou em um momento em que o País enfrentava uma grande crise de estagnação econômica, não permitindo ao Estado realizar investimentos de atualização tecnológica no setor. Em face a esta situação, a globalização, iniciada na década de 1990, evidenciou as fragilidades da indústria nacional, distanciando-a dos padrões internacionais de qualidade, produtividade e competitividade. Para o Brasil aumentar sua competitividade, era necessário investir na modernização do parque industrial e dos produtos ofertados, o que só poderia ser viabilizado com investimentos privados.

7.1.3 Reestruturação do setor siderúrgico

A privatização e a globalização dos mercados foram determinantes para a reestruturação do setor e para a internacionalização da indústria, fazendo com que seus agentes buscassem produtividade, tecnologia e escala para adquirir vantagens competitivas em sua atuação. As siderúrgicas privatizadas ganharam agilidade, tornaram-se mais orientadas para o cliente, investiram mais em pesquisa e desenvolvimento, buscaram ganhos de produtividade, direcionaram-se

A predominância de estatais gerava certa imobilidade no mercado, além de proporcionar baixos investimentos em pesquisa tecnológica e menor velocidade na reformulação de processos produtivos e na conseqüente obtenção de ganhos de produtividade. Em tal contexto, as empresas, muitas vezes, atuavam segundo interesses políticos, discordantes do foco comercial. Desse modo, o mercado apresentava sérios entraves ao desenvolvimento.

Esse movimento de privatizações, que pode ser considerado o início da reestruturação, ocorreu ao longo de toda a década de 1990, de forma constante e bastante intensa e com maior relevância na Europa Ocidental e na América Latina.

No Brasil, o processo de privatização da siderurgia ocorreu em duas etapas. A primeira teve início em 1988, com o Plano de Saneamento do Sistema Siderbrás, que promoveu privatizações de menor porte, como as da Cosim (setembro de 1988), Cimetal (novembro de 1989), Cofavi (julho de 1989) e Usiba (outubro de 1989), que, em geral, tratava-se de produtoras de aços longos e foram absorvidas pelos Grupos Gerdau e Villares. A segunda se acentuou no período 1991/93 com o PND, quando todas as indústrias siderúrgicas restantes foram privatizadas, conforme detalhado na Tabela 15.

Tabela 15 - Privatizações do Programa Nacional de Desestatização

Empresa	**Data do Leilão**	**Preço Mínimo (US$ Milhões)**	**Preço Final (US$ Milhões)**	**Ágio (%)**	**Principais Compradores**
Usiminas	24/10/91	974,1	1.112,4	14,2	Bozano
Cosinor	14/11/91	12,0	13,6	13,8	Gerdau
Piratini	14/02/92	42,0	106,3	153,0	Gerdau
CST	16/07/92	331,7	332,3	0,2	Bozano, CVRD e Unibanco
Acesita	23/10/92	347,6	450,2	29,5	Previ, Sistel e Safra
CSN	02/04/93	1.056,6	1.056,6	-	Bamerindus, Vicunha, Docenave, Bradesco e Itaú
Cosipa	20/08/93	166,3	330,6	98,8	Anquila e Brastubo
Açominas	10/09/93	296,4	554,2	87,0	Cia. Min. Part. Industrial

Fonte: Panorama Setorial do Jornal Gazeta Mercantil (1999)

Segundo dados do BNDES (2002), no total, o valor das vendas à iniciativa privada atingiu cerca de US$ 4 bilhões, chegando a US$ 5 bilhões se considerados os valores apurados nas vendas das sobras dos leilões. A produção siderúrgica privatizada foi de 19 milhões de toneladas, representando na época 65% da capacidade total de produção de aço brasileira.

O processo de privatização permitiu o fortalecimento da siderurgia nacional, com importantes benefícios para as empresas, as quais se libertaram de interferências políticas e de restrições comerciais, administrativas e financeiras. Podem ser citados os expressivos ganhos em termos de rentabilidade, com a redução de custos e o aumento da produtividade, e outras vantagens, como possibilidade de realizar novos investimentos, visando reduzir a defasagem tecnológica existente, conforme observado na Tabela 16.

Tabela 16 - Indicadores das empresas siderúrgicas brasileiras privatizadas

Empresa	**Ano**	**Produção de Aço Bruto (Mil t)**	**Receita Total (US$ Milhões)**	**Lucro Líquido (US$ Milhões)**	**Patrimônio Líquido (US$ Milhões)**	**Retorno s/ Pat. Líq. (US$ Milhões)**	**Número de Empregados**	**Produtividade (t / homem-ano)**
Acesita	1992	700	397	(100)	428	-	7.462	94
	1993	768	463	31	499	6,2	5.584	138
	1995	612	678	32	1.064	3,0	4.996	123
	1997	632	523	3	1.051	0,3	4.247	149
Açominas	1992	2.127	394	38	2.567	1,5	6.479	328
	1993	2.375	430	55	2.852	1,9	6.261	379
	1995	2.435	678	35	2.244	1,6	5.060	481
	1997	2.376	571	(37)	1.718	-	3.906	608
Cosipa	1992	2.960	863	(297)	793	-	16.757	177
	1993	2.952	799	(579)	1.351	-	13.544	218
	1995	3.598	1.222	74	2.059	3,6	9.182	391
	1997	3.791	1.178	(109)	1.456	-	7.681	494
CSN	1992	4.363	1.516	125	4.136	3,0	18.162	240
	1993	4.337	1.604	22	3.937	0,6	17.904	242
	1995	4.340	2.206	110	5.905	1,9	13.900	312
	1997	4.796	2.290	403	3.942	10,2	9.400	510
CST	1992	3.179	546	(149)	1.972	-	4.892	650
	1993	3.571	617	33	1.923	1,7	5.085	702
	1995	3.739	931	190	3.129	6,1	4.350	859
	1997	3.714	876	113	2.778	4,1	3.622	1.025
Usiminas	1992	4.033	1.256	123	1.395			

Quanto ao aspecto financeiro, cabe ressaltar que o plano de saneamento foi importante para a recuperação dessas empresas, as quais sofreram alterações em suas estruturas de endividamento antes de serem transferidas ao setor privado. Destaca-se, assim, o esforço do Estado na reestruturação financeira das siderúrgicas. Estas empresas passaram a destinar ao mercado interno a maior parcela da produção, a preços melhores que os praticados nas exportações. Outro resultado relevante foi a profissionalização das administrações pelos novos controladores e a reorientação das gestões para a obtenção de resultados com uma visão mais ampla do negócio, refletindo, segundo Andrade *et al.* (2002), em:

- novas estratégias de atuação;
- fortalecimento das empresas como grupos empresariais compatíveis com a abertura econômica;
- participações em novos investimentos, inclusive no exterior; e
- aproveitamento de sinergias operacionais.

As estratégias comerciais também se tornaram mais agressivas, com a prestação de serviços em parceria com os clientes, aquisição de empresas distribuidoras de aço, campanhas promocionais na mídia e criação de canais de distribuição no exterior.

Paralelamente à privatização, iniciou-se o processo de liberalização do setor, com a redução do controle de preços do governo, como também o início da abertura da economia. Reduziram-se as alíquotas de importação de produtos siderúrgicos e de tecnologia, assim como as barreiras não-tarifárias. Além disso, a partir de 1994, teve início o “Programa de Modernização da Siderurgia Brasileira”, cujo plano de investimentos previa um total de R$ 10,4 bilhões no período 1994/2000 (ANDRADE *et al.*, 2002). Estes fatores também influenciaram positivamente na evolução do setor.

7.1.5 Concentração

A complexa conjuntura que se instalou no início do processo de reestruturação (excesso de capacidade instalada e de produtos ofertados, elevados custos de saída, margens de lucro achatadas pela queda de preços e elevação da competitividade) transformou em fatores fundamentais para a sobrevivência das empresas a busca por reduções de custo e a otimização na obtenção e na utilização de recursos produtivos e financeiros. Isso favoreceu significativamente a obtenção de escala empresarial.

O tamanho da empresa agrega ganhos de competitividade à medida que otimiza os seguintes fatores:

- utilização de ativos financeiros;
- coordenação de investimentos;
- transferência de melhores práticas operacionais;
- otimização no uso de canais de distribuição;
- investimentos em pesquisa e desenvolvimento; e
- relacionamento com clientes multinacionais.

Além disso, somente grandes empresas poderão possuir um volume suficiente de capital para suportar altos investimentos, fazendo face às competidoras. Portanto, no processo de reestruturação vem se observando cada vez mais a realização de associações, fusões, aquisições e *joint-ventures*, aumentando a concentração da produção em grandes grupos multinacionais. Esse movimento ocorre paralelamente à internacionalização, de forma diretamente relacionada.

No âmbito global e, também, em cada bloco econômico, observa-se a atuação de corporações cada vez maiores, formados pela junção de empresas atuantes no setor. A busca pelo crescimento força as empresas a obterem grande volume de capital, capaz de financiar investimentos de grande porte e de competir globalmente.

Algumas características inerentes à siderurgia ajudam na obtenção de efeitos de escala mais significativos e, conseqüentemente, favorecem à concentração: sua exposição a constantes mudanças tecnológicas e o fato de ser uma indústria de capital intensivo, caracterizada por elevadas barreiras à entrada (grande volume de capital e necessidade de apropriação de economias de escala) e à saída (ativos especializados, que implicam altos *sunk-costs*, custos irrecuperáveis).

A importância de escala no movimento de concentração diz respeito a grupos empresariais cada vez maiores, embora suas unidades produtivas possam ter escalas decrescentes ou reduzidas. A percepção desse descolamento de conceitos entre empresa e usina faz parte de uma nova visão estratégica, adquirida pelas empresas durante o período de reestruturação.

A siderurgia brasileira, após reestruturações e privatizações, reduziu de 30 para 11 o número das principais empresas atuantes no setor, segundo dados do IBS (2005), mas ainda aparece bastante desconcentrada. O setor ainda não possui escala empresarial equivalente à dos grandes grupos internacionais.

Pressionadas pela necessidade de racionalizar investimentos, reduzir custos industriais e adquirir/manter mercados consumidores, as empresas têm buscado, de forma crescente, ao longo do período de reestruturação, especializar sua produção, o que implica voltar-se para uma linha de atuação específica e bem definida em sua atividade-fim. Desse modo, são traçadas estratégias, definidos objetivos e direcionados investimentos, sempre com base na atuação em um nicho específico.

É possível perceber essa tendência com base nas características de algumas F&A ocorridas, diferentemente de outros períodos, quando grupos empresariais diversificavam suas carteiras de investimentos com negócios em várias atividades (formação de conglomerados). Nos recentes movimentos, os grupos envolvidos em operações de compra e venda geralmente

já participam da atividade siderúrgica. Com isso, segundo Paula (2002), observa-se que a especialização da produção por parte das empresas vem ocorrendo de forma bastante correlacionada a todos os outros movimentos da reestruturação, principalmente ao aumento de escala empresarial (concentração) e à internacionalização, conforme sistematizado no Quadro 18 sobre as estratégias utilizadas pelas empresas do setor siderúrgico para globalização.

Quadro 18 - Estratégias de globalização de empresas siderúrgicas

Foco de Especialização	**Descrição**	**Exemplo**
Produto	A empresa busca um produto para se tornar um fornecedor global líder, com plantas industriais localizadas em várias partes do mundo.	Grupo Vallourec & Mannesmann Tubes, de origem franco-alemã, que possui plantas de tubos em diferentes países
Processo	A empresa busca focar-se na construção de uma rede internacional de operações que utilize o mesmo processo industrial	A indiana Mittal possui ou administra usinas integradas a redução direta na Índia, Canadá, México, Trinidad e Alemanha, entre outros
Mercado Global	A empresa busca atender a um grupo seleto de consumidores globais onde eles estiverem instalados	Investimentos das siderúrgicas japonesas em aços planos nos Estados Unidos
Mercados Locais	A empresa busca atender a inúmeros mercados consumidores locais (fragmentados)	A australiana BHP Steel e a brasileira Gerdau realizam investimentos em várias laminações para atender a mercados locais de construção civil
Generalista Regional	A empresa busca tornar-se um grande fornecedor de múltiplos produtos em vários segmentos de mercado, dentro de uma área geográfica específica	Sul-corena Posco com investimentos na Austrália, China e Vietnã

Fonte: Adaptado de Paula (2002)

a tendência à especialização se intensificou em suas estratégias. Nas produtoras de aço especial, que se caracterizavam pela fabricação de uma enorme gama de produtos, muitas vezes sem competitividade, mas protegidas pelo mercado local, este movimento foi mais visível. Elas tiveram de se adaptar às novas condições do mercado, a partir de um amplo processo de reestruturação, com enfoque na especialização. Atualmente, as reestruturações em curso dos produtores nacionais de aço demonstram a intenção de se fortalecerem para concorrer tanto no mercado interno, mais aberto, quanto no externo, com produtos de maior qualidade e preços competitivos.

7.1.6 Características atuais do setor siderúrgico no Brasil

Em virtude de uma esperada reestruturação patrimonial, as empresas nacionais podem sofrer mudanças estratégicas que venham a alterar sua posição atual. Segundo dados do IBS (2005), o parque siderúrgico brasileiro era composto em 2004 de 24 usinas, 11 integradas e 13 semi-integradas, administradas por 11 empresas, com capacidade produtiva total de 34 milhões de toneladas/ano de aço bruto e produção efetiva de 32,9 milhões de toneladas de aço bruto, ou 96,5% da capacidade total. Este volume corresponde a 3,1% da produção mundial de 1.056,6 milhões de toneladas de aço bruto e coloca o Brasil como oitavo produtor mundial e o quarto exportador líquido no mundo, com aproximadamente 3,6% das exportações mundiais de produtos siderúrgicos.

A amplitude de produtos ofertados pela indústria nacional é capaz de atender a quase toda a demanda interna dos setores automobilístico, bens de capital e construção civil, entre outros. Dentre os fatores determinantes para a elevada competitividade da indústria nacional, encontram-se:

- o baixo custo e a qualidade do minério de ferro nacional (minério de ferro de alto teor e reduzido índice de impurezas);

- eficiência da logística e infra-estrutura para a produção e comercialização de aço (esquema mina-ferrovia-porto);
- disponibilidade de energia elétrica;
- disponibilidade de recursos humanos qualificados;
- processo produtivo no estado-da-arte em termos tecnológicos em razão de investimentos pós-privatização;
- escala de produção decorrente do tamanho do mercado interno e da possibilidade de acessar outros mercados por meio da estrutura portuária; e
- existência de frete de retorno, por causa da necessidade de importação de carvão mineral.

Como desvantagens, estão a dependência de importação de carvão mineral, a saturação da estrutura logística, o sistema tributário e as escalas empresariais inadequadas.

A conjunção desses fatores resulta em uma indústria que está entre as mais competitivas do mundo em termos de custos operacionais, garantindo margens extremamente favoráveis. Isso tem possibilitado às empresas brasileiras competir com outras de maior porte no mercado internacional e ainda manter o mercado interno protegido contra um volume mais significativo de importações.

Livros Grátis

(http://www.livrosgratis.com.br)

Milhares de Livros para Download:

Baixar livros de Administração
Baixar livros de Agronomia
Baixar livros de Arquitetura
Baixar livros de Artes
Baixar livros de Astronomia
Baixar livros de Biologia Geral
Baixar livros de Ciência da Computação
Baixar livros de Ciência da Informação
Baixar livros de Ciência Política
Baixar livros de Ciências da Saúde
Baixar livros de Comunicação
Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE
Baixar livros de Defesa civil
Baixar livros de Direito
Baixar livros de Direitos humanos
Baixar livros de Economia
Baixar livros de Economia Doméstica
Baixar livros de Educação
Baixar livros de Educação - Trânsito
Baixar livros de Educação Física
Baixar livros de Engenharia Aeroespacial
Baixar livros de Farmácia
Baixar livros de Filosofia
Baixar livros de Física
Baixar livros de Geociências
Baixar livros de Geografia
Baixar livros de História
Baixar livros de Línguas

Baixar livros de Literatura
Baixar livros de Literatura de Cordel
Baixar livros de Literatura Infantil
Baixar livros de Matemática
Baixar livros de Medicina
Baixar livros de Medicina Veterinária
Baixar livros de Meio Ambiente
Baixar livros de Meteorologia
Baixar Monografias e TCC
Baixar livros Multidisciplinar
Baixar livros de Música
Baixar livros de Psicologia
Baixar livros de Química
Baixar livros de Saúde Coletiva
Baixar livros de Serviço Social
Baixar livros de Sociologia
Baixar livros de Teologia
Baixar livros de Trabalho
Baixar livros de Turismo