

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA.

PROCESSOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO: O CASO ESPECÍFICO DA ARCELOR
BRASIL

Manoel Rabello Savastano
Nº 0210835

Orientador: José Henrique Tinoco

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Novembro/2006

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

ÍNDICE

1. Introdução	4
1.1. Motivação	4
1.2. Definições	5
1.3. Objetivos.....	6
2. Fusões e aquisições.....	6
2.1. Introdução	6
2.2. Conflito de interesse e expectativas.....	8
2.3. Planejamento	9
3.O Mercado de Fusões e Aquisições.....	22
3.1. Contextualização histórica.....	23
3.2. O mercado de fusões e aquisições no Brasil	24
4.O setor do aço	27
4.1.O setor e suas particularidades	27
4.2. Siderurgia na China	29
4.3. Siderurgia no mundo	30
5. O caso Arcelor	32
5.1. A fundação da Arcelor Brasil	32
5.2. A estrutura do grupo	34
5.3 .O primeiro foco de geração de valor, a bolsa de valores:.....	34
5.4. Sinergias	35
5.5. O impacto social	37
5.6. Avaliação do mercado acionário	37
6. Conclusão	38
7. Bibliografia	39

1. INTRODUÇÃO:

1.1. Motivação:

Em 1776 Adam Smith observou que as famílias e empresas, ao interagir nos mercados, agem guiadas por uma mão invisível e conduzidas de forma eficiente ao bem-estar econômico geral. Segundo Smith, *“cada pessoa não está buscando promover o interesse público, nem sabe o quanto o está promovendo (...) Busca apenas s eu próprio ganho...”*.

Neste contexto ainda atual, podemos entender o que hoje se chama de economia de mercado, interação cada vez maior entre empresas e famílias, na presença de um estado que age como regulador, equiparando as forças do jogo. Desde a queda da União Soviética e do comunismo de forma geral – onde se aplicava uma política econômica baseada na figura de um estado como planejador central – é desta forma que se organizam praticamente todas as economias do mundo, com exceção de China e Cuba.

Essa economia de mercado vem, entretanto, passando por uma profunda transformação no pós segunda guerra mundial, Segundo EICHENGREEN¹ (2000): *“O período entre guerras assistiu ao colapso deste sistema, a imposição generalizada de controle de capital e ao declínio no movimento internacional de capitais, o quarto de século seguinte à segunda guerra foi, então, marcado pelo progressivo relaxamento dos controles de capitais e pela recuperação gradual dos fluxos financeiros...”*.

A diminuição dos controles de capitais garante as empresas não apenas o acesso a novos mercados consumidores através de uma expansão para outros mercados. Entre esses novos mercados inclui-se o Brasil, que conseguiu superar percalços e, a partir da década de 90, se uniu a este movimento de abertura de capital, para integração com o resto do mundo. Segundo REIS e URANI² (2004): *“com idas e vindas, acertos e desacertos, o Brasil embarcou, a partir do plano Real, em um projeto de desenvolvimento econômico, que combina integração com o resto do mundo, crescimento econômico e inclusão social, em um contexto de restabelecimento de condições mínimas de funcionamento de uma economia de mercado e consolidação do regime democrático.”*.

¹ EICHENGREEN, B. Globalização do capital – uma história do sistema monetário Internacional, São Paulo: Editora 34, 2000

² REIS J. G, e URANI A. Uma visão abrangente das transformações recentes no Brasil - Reformas no Brasil: Balanço e Agenda. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004. p. 23.

O impacto dessa mudança econômica no cenário corporativo brasileiro foi profundo. O estabelecimento de uma condição macroeconômica estável tornou possível o planejamento de médio e longo prazo das empresas, viabilizando investimentos que, agora, exigiriam um período maior para o retorno do capital investido. A melhora no cenário somado uma maior desregulamentação para o fluxo de capitais no país, permitiu a entrada de novas empresas no mercado brasileiro, possibilitando um aumento da concorrência.

O choque causado fez com que empresas, instaladas ou não no Brasil, repensassem suas estratégias de investimento. O plano traçado pelos administradores para proporcionar a maximização do valor do acionista deveria ser repensado.

A questão se referia não só a melhor forma de crescer, para aqueles que encaravam de forma mais agressiva a mudança como também a melhor forma de se defender para os que previam um acirramento mais dramático da concorrência. Assim abre-se espaço no Brasil para a utilização de um expediente já amplamente difundido no mundo, mas ainda pouco utilizado no Brasil. Processos de fusão e aquisição (F&A) passaram a representar uma alternativa viável neste cenário em diferentes setores econômicos.

1.2. Definições:

De acordo com a lei das S/A fusão é uma operação onde duas ou mais empresas se unem, constituindo uma terceira que lhe sucederá em seus direitos e obrigações. Esta definição porém não alinha-se a parte da literatura sobre o tema onde processos de fusão são muitas vezes vistos como uma combinação de empresas, onde a identidade de uma delas é mantida.

Ainda na visão da lei das S/A uma aquisição, que também pode ser chamada de incorporação, ocorre quando uma empresa absorve uma segunda, mantendo sua identidade e incorporando ativos e passivos, neste caso a empresa adquirida seria tratada como um simples investimento no entendimento de FERRARI² (1996). Considerando que fusões e aquisições produzem resultados que são avaliados de uma mesma maneira e que, de uma forma geral são parecidos, este estudo não realizará distinções entre estas diferentes operações.

² FERRARI, L. F. Aquisições, fusões e incorporações: estudo de uma solução para o desenvolvimento empresarial na Era da Globalização. São Paulo, 1996. 89 p. Dissertação (Mestrado) - FEA/USP.

Além destas deve-se destacar operações de consolidação que corresponde a uma incorporação ou fusão por empresas de um mesmo dono, ou seja, as empresas envolvidas na negociação são ativos de um mesmo grupo.

1.3. Objetivos:

Antes de iniciar qualquer desenvolvimento teórico, faz-se mister definir os objetivos a serem atingidos pelo estudo.

A primeira meta é entender como processos de F&A funcionam na prática: como são estruturados, suas diversas etapas, motivações, possíveis armadilhas, forma de implementação, financiamento, estratégia de integração e mecanismos de defesa.

O Segundo objetivo é entender com que frequência essas reestruturações são utilizadas. Neste capítulo será desenvolvida uma retrospectiva histórica para entender como fusões e aquisições vêm sendo utilizado ao longo do tempo, a segunda parte busca entender como isto vem ocorrendo no Brasil especificamente.

Por último o estudo tem como interesse esclarecer o funcionamento do setor do aço para depois mergulhar em uma análise prática , baseada no estudo de caso da Arcelor Brasil e a consolidação de Belgo Mineira, Companhia Siderúrgica Tubarão e Veja do Sul ocorrida no ano de 2005.

2. FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1. Considerações iniciais:

Operações de Fusão e aquisição devem sempre ser planejadas e pensadas pelos gestores de uma empresa. Manter-se pronto para uma operação deste gênero é importante por duas razões principais:

Em primeiro lugar F&A constituem um *trade-off* na cabeça de qualquer administrador de uma empresa. Toda vez que uma empresa opta por expandir suas atividades, ou ainda se preparar para um piora no cenário econômico de suas operações, deve sempre ponderar

sobre a melhor forma de agir, levando em conta duas alternativas: Crescimento endógeno, crescimento através de F&A ou ainda uma consolidação do setor.

Em segundo lugar, além de processos ativos, onde a empresa busca a realização de fusões e aquisições, os executivos devem estar sempre preparados para a situação em que sejam alvo de uma oferta e por isso, devem saber como se portar, analisar a situação da melhor forma possível, mesmo que não estejam envolvidos na realização de alguma operação diretamente.

De acordo com MILLER³ (2004) F&A merecem uma cautela ainda maior que uma estratégia de crescimento endógeno já que, por meio desta, a empresa gera impactos significativos em sua lucratividade e saúde financeira. Além disso, esses processos possuem particularidades mais complexas que as de uma estratégia de crescimento endógeno em função tanto da dificuldade de quantificar de forma precisa os custos e benefícios envolvidos – seja pela dificuldade e falta de interesse da contraparte em disponibilizar acesso irrestrito as informações, seja pela complexidade de se estabelecer um preço adequado para a operação – quanto pela dificuldade no que diz respeito ao processo de integração cultural das empresas, que não existe no caso de um investimento convencional. O comentário de MILLER³ (2004) é corroborado por FERNANDEZ⁴ (2003) que afirma que 50% das operações diminuíram o valor da empresa adquirente e a apenas 17% dos *deals* criaram valor de forma significativa para as mesmas.

Independente do tipo de operação, se passivo ou ativo, o plano de aquisição deve sempre ser movido no sentido de garantir o alinhamento com os princípios, fundamentos e estratégia global da empresa. Somente assim é possível garantir que a aquisição seja realizada com o único intuito de seguir um plano racionalmente estabelecido. Este comentário se faz necessário já que muitas vezes, gestores acabam caindo em armadilhas.

Realizar operações deste gênero, que não esteja alinhada com o planejamento estratégico da empresa, embute um risco considerável de fracasso. Na verdade a empresa estaria agindo por motivo outro que não sua visão sobre o mercado em que atua e por isso, a empresa

³ MILLER, R G. I The acquisition Process: A program for success. Guia Ernst Young para fusões e aquisições 1994, New york City.

⁴ FERNANDEZ, L. M. Fusões Aquisições e venda: Inferno ou paraíso. Pesquisa Deloitte Touche Tohmatsu, 2003.

simplesmente incorreria em atividade de *trading*, que foge a natureza da maioria das empresas, sendo reservada principalmente a *Hedge funds* e Bancos de Investimento.

Isto é o que ocorre quando uma operação é realizada simplesmente porque o preço oferecido é considerado baixo. Além do preço, outra razão recorrente e que constantemente pode ser citada como um dos motivos para a realização de operações desalinhadas com a estratégia da empresa, é a geração de caixa excessiva, fator que muitas vezes leva os executivos a procurar alternativas para utilizar o dinheiro que pode fugir do objetivo da empresa.

A necessidade de envolver a operação no plano estratégico da empresa torna-se evidente quando observado que 77% dos empresários apontam o alinhamento estratégico como principal fator contribuinte para o sucesso da operação, de acordo com pesquisa realizada Deloitte Touche Tohmatsu realizada em 2003.

2.2. Conflito de interesse e expectativas:

Existem diversas teorias que explicam F&A a partir de diferentes perspectivas, por isso é importante descrever de forma breve cada um destes e em seguida determinar aquelas perspectivas a serem adotadas no estudo.

A primeira Perspectiva encontra sustentação na teoria da firma. Nesta, o objetivo de uma empresa deve ser o de maximizar seu valor de mercado, agindo de acordo com os interesses de seus acionistas. Assim, a produção deveria se expandir até que se alcançasse o nível ótimo, maximizando o retorno dos mesmos.

Processo de fusão e aquisição podem ser avaliados pela ótica da maximização de utilidade gerencial. De acordo com esta idéia, os administradores agem no sentido de maximizar a utilidade de sua gerência e não o valor da firma, o objetivo principal da empresa neste seria a maximização dos benefícios de seus executivos. Apesar de parecer uma distorção, não é difícil encontrar empresas com metodologias de remuneração que incentivam este tipo de comportamento, isto é o que ocorre quando a remuneração é estabelecida com base no lucro líquido apenas ou ainda no conceito de EBITDA.

Alinhar expectativas de administradores e acionistas, porém é possível, e já não constitui um obstáculo para as empresas que utilizam metodologia de remuneração de seus gestores

baseadas no conceito de valor econômico adicionado (EVA). Neste caso os gestores são remunerados pelo resultado obtido descontado o custo de capital da empresa, ou seja, Sua remuneração só aumentaria no caso de uma fusão ou aquisição se o retorno desta for maior que o custo de capital da empresa. Este método é mais eficiente para para a determinação de remuneração porque, de outra forma os administradores poderiam simplesmente melhorar o fluxo de caixa em qualquer determinado período, agindo em detrimento da criação de valor de longo prazo, para tanto seria necessário apenas adiar investimentos no curto prazo, segundo COPELAND⁵ (2002).

Um terceiro prisma concentra-se na avaliação dos impactos sobre a sociedade, para entender F&A através de uma perspectiva social. Operações deste gênero podem causar grandes reestruturações em diferentes mercados, alterando equilíbrio de forças entre as empresas e possibilitando o surgimento de poder monopolístico. Por isso, mesmo que as F&A maximizem o valor da empresa, podem ainda ser consideradas desastrosas socialmente.

O estudo aqui desenvolvido é movido sempre no sentido de analisar o *deal* da perspectiva do acionista buscando a maximização do valor da firma e a geração de valor para a economia como um todo. Possíveis danos causados a sociedade por uma reorganização dos cenários competitivos devem ser analisados de forma diferente da metodologia desenvolvida aqui, por isso mereceriam um estudo a parte.

2.3. Planejamento:

Uma vez definida a importância que tem entender processos de fusão e aquisição e ainda a ótica pela qual estes processos serão lidos, é importante entender como esses processos funcionam, ou seja, as etapas em que este processo se divide. Esta parte do estudo se baseia na estruturação desenvolvida pelo Guia Ernst Young⁶ (1994) para processos de fusão e aquisição.

A) Definição do responsável:

⁵ COPELAND, T.; KOLLER, T. e MURRIN, J. Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

⁶ Guia Ernst Young para fusões e aquisições, New York City, 1994.

O primeiro ponto inerente ao planejamento é determinar o responsável por análises de projeto. Devido a flutuações econômicas ou ainda a resultados inesperados da própria empresa ou de algum possível alvo, as oportunidades de fusão e aquisição surgem muitas vezes de forma súbita, por isso é importante estabelecer previamente o responsável pela análise de tais projetos. Outra razão para a adoção prévia é o fato de que processos deste gênero costumam ocorrer de forma sigilosa, por isso o responsável tem que estar pronto a resguardar a operação para protegê-la de potenciais ruídos.

Selecionar pessoas que trabalham na empresa para cuidar destes assuntos acarreta uma série de conflitos de interesse. Em primeiro lugar, as pessoas selecionadas podem ter algum tipo de viés no momento de analisar a proposta. Em segundo lugar deslocar o quadro necessário para se dedicar ao estudo de um projeto com tamanha importância pode tomar muito tempo, prejudicando as rotinas da empresa.

Por isso a solução encontrada pela maioria dos administradores é contratar empresas especializadas em assessorar este tipo de operação, já que assim garante a dedicação integral e ainda a isenção e racionalidade no momento de análise da operação. Estes agentes em geral são bancos de investimento e consultorias financeiras especializadas, que apresentam melhores condições técnicas para avaliar a operação, conhecem a fundo a estruturação e as etapas do processo.

B) Alinhamento Estratégico:

Uma vez determinado o responsável pelas operações deve-se procurar definir em que direção às operações devem ser estudadas. É necessário estabelecer se a estratégia da empresa prevê o estudo de empresas em um mesmo setor, empresas fornecedoras, ou cliente para garantir o domínio de uma parte maior da cadeia produtiva, ou ainda se o foco é migrar para outros setores, em um sentido de diversificar o risco. Desta forma as estratégias podem ser divididas em três grandes conjuntos:

▪ **Crescimento horizontal:** A estratégia de crescimento horizontal tem por base o movimento estratégico dentro de um mesmo setor. Ao mover-se neste sentido, a adquirente atua no sentido de controlar uma concorrente, o que representa uma série de facilidades com relação às outras estratégias de crescimento através de fusões e aquisições tanto no sentido de reestruturar o processo operacional quanto no sentido de reestruturação dos custos. Por

outro lado a integração cultural das empresas, referente à estrutura de organização e alinhamento dos interesses entre as firmas, tende a ser mais difícil.

Uma primeira razão para isso é que a empresa adquirida atua no mesmo setor, o que lhe garante *expertise* o aproveitamento de sua *expertise*, tanto no processo produtivo, como também no comportamento do mercado, como curva de demanda, e logística de distribuição, entre outras coisas.

Além disso, a empresa adquirente alcançará agora uma parcela mais representativa do mercado em que compete, e quanto maior s eu *market-share*, maior s eu poder de mercado no que se refere a formação de preços.

Por fim é possível observar também um aumento do poder de barganha que existe junto a fornecedores, que agora terão que se deparar com uma empresa mais representativa no setor e otimização dos custos adotando aquelas tecnologias que representam maiores economias.

▪ **Crescimento Vertical:** A estratégia de crescimento vertical baseia-se em um processo de expansão dentro da cadeia produtiva de um mesmo bem. Desta forma, essas operações são baseadas na compra de empresas em geral fornecedoras ou clientes da adquirente.

Atuar automaticamente em um setor onde não detinha *expertise*, pode levar os administradores a caírem em incontáveis armadilhas, seja pela atuação em um setor com graus de intensidade na utilização de capital diferente, seja por serem exigidos dos produtores diferentes padrões de qualidade. Além disso, a empresa passará necessariamente a contar com uma única fonte fornecedora ou compradora, já que não faria sentido estimular a competição consigo mesma.

Em geral a estratégia de expansão vertical pode ser bem sucedida quando de alguma forma ela lhe garante o acesso a uma fonte de recurso estratégica para o desenvolvimento da sua indústria ou ainda quando lhe garante um canal de distribuição para um determinado mercado.

▪ **Diversificação:** A estratégia de diversificação consiste em uma expansão focada na mudança de segmento de atuação da empresa. Portanto, ao definir uma estratégia de

diversificação uma empresa busca diluir o risco de mercado através da atuação em outros setores da economia.

Esta estratégia tem naquilo que pode ser visto como vantagem, seu problema. Se por um lado a diversificação provoca, por exemplo, a diminuição do risco de sazonalidade, o risco de se deparar com problemas cíclicos ou ainda uma alternativa para empresas em ambientes altamente competitivos, por outro, os riscos inerentes à atuação em um setor totalmente diferente daquele em que atua originalmente faz com que os administradores se deparem com consumidores, riscos inerentes ao mercado, ou ainda padrões de qualidade diferentes, por isso esta estratégia pode representar uma na verdade uma grande ameaça.

Hoje cada vez mais empresas buscam retornar de estratégias de diversificação e da transformação de suas atividades em verdadeiros conglomerados.

C) Particularidades:

Após definir em que direção seguir, deve-se determinar os critérios específicos dos potenciais candidatos, ou seja, as características pertinentes a cada potencial alvo no sentido iniciar uma seleção daqueles mais interessantes. Entre esses fatores podemos encontrar critérios principalmente mercadológicos, referentes às características do mercado alvo, critérios tecnológicos, referente a processos produtivos ou logísticos da empresa, ou ainda administrativos, referentes a forma como a empresa é administrada e organizada. Alguns dos critérios mais utilizados de acordo com MARTELANC, PASIN, e CAVALCANTE⁷ (2005) são:

- Ganhos de economia de escala.
- Viabilização de um projeto em prazo mais curto.
- Redução dos riscos inerentes ao desenvolvimento interno.
- Obtenção de patente ou licença.
- Aumento de poder de mercado frente a clientes ou fornecedores.

⁷ MARTELANC, R., PASIN R., CAVALCANTE F. Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

- Remoção de concorrente.
- Remoção de barreiras a entrada em novos mercados.
- Acesso a novos canais de distribuição.
- Entradas em novos mercados.
- Substituição de administradores ineficientes.
- Obtenção de vantagens fiscais.

Utilizar os critérios elencados pode não ser suficiente para determinar um candidato ideal, mas ajuda tanto para a determinação de um *benchmark* sobre os quais avaliar um candidato, como também para reduzir de forma significativa o universo a ser acompanhado pela empresa. Novamente neste caso um assessor seria importante para a ponderação dos critérios escolhidos e ainda para identificação dos candidatos.

D) Determinando o valor da empresa alvo:

Uma vez definidos os aspectos a serem observados, é importante iniciar o processo de quantificação do projeto de fusão e aquisição. O primeiro passo para tanto é saber quanto vale o potencial candidato a ser analisado. Atualmente existem diversos métodos de calcular o valor de uma empresa. A variedade é tanta que mereceria um estudo mais específico e profundo sobre cada metodologia, por isto, neste estudo, apenas serão citados aqueles mais amplamente utilizados para calcular o valor de uma empresa, realizando um breve descritivo.

O primeiro método, o mais utilizado para calcular valor de empresas e ativos em geral no mercado financeiro, é o de fluxo de caixa descontado. Neste modelo o princípio básico é estabelecer premissas micro e macroeconômicas para o futuro de uma determinada empresa e a partir daí projetar o fluxo de caixa dela no tempo, trazendo-o a valor presente descontado por uma taxa de desconto que reflita o custo de oportunidade dos provedores de capital da companhia (capital próprio e capital de terceiros).

Usualmente, a taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa deve refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por seu peso relativo para o capital total da empresa (WACC⁸).

O outro método bastante utilizado é o de múltiplos de mercado, ou seja, múltiplos de receita, EBITDA, dentre outros. Este método é utilizado principalmente para apreçar empresas, de maneira rápida, através do seu valor no Mercado de Capitais. As desvantagens deste método é que este se utilizam parâmetros médios de empresas para o processos de valorização dos negócios, e isto pode minimizar a quantificação de algumas vantagens competitivas da empresa, além de ignorar dados informações importantes como o *market-share* da empresa.

Além de avaliar o candidato por um ou mais dos métodos supramencionados, é sempre importante procurar F&A realizadas por empresas semelhantes. Os preços destas operações acabam fornecendo uma aproximação interessante para o sentimento de mercado com relação a determinado setor ou firma. O múltiplo agora não se refere aos indicadores das empresas, mas ao valor de operações similares, que podem ser estabelecidas como relação de EBITDA sobre Valor pago, valor contábil sobre valor pago e outros.

De acordo com FORT⁹ (1994) o ponto fraco deste método é que ele pode distorcer critérios não financeiros que deveriam ser avaliados. Como por exemplo, o *market-share* que uma determinada empresa detém ou ainda os principais a qualidade dos administradores de uma empresa. Na verdade, a questão é que a empresa envolvida na operação comparada, não necessariamente detém as mesmas características da empresa a ser avaliada.

Calcular o valor da empresa é apenas o primeiro passo para a determinação do valor da transação. Mais importante do que saber o quanto à empresa de fato vale, é saber o quanto à empresa vale para a firma que deseja comprá-la. Segundo COPELAND, KOLLER e MURRIN¹⁰ (2002) esta distinção torna-se fundamental por dois motivos principais: O primeiro são os ganhos de sinergia, e o segundo são as possíveis perdas de negócios causados por perturbações geradas no processo.

⁸WACC = Weighted Average Cost of Capital

⁹ FORT, D. C. Evaluating the acquisition candidate. Guia Ernst Young para fusões e aquisições 1994, New York City.

¹⁰ COPELAND, T.; KOLLER, T. e MURRIN, J. Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

▪ **Sinergias:** A sinergia, de acordo com DAMODARAN¹¹ (2005), é o valor adicional gerado pela combinação de duas firmas que não estaria disponível a elas caso operassem de forma independente. São economias que fazem com que as duas empresas valham mais juntas do que separadas. Os maiores valores em sinergias são gerados habitualmente em processos horizontais, isto ocorre devido à similaridade das tarefas e normas. As sinergias em geral podem advir de um aumento das receitas, diminuição dos custos, redução do custo de capital e benefícios fiscais de acordo com MARTELANC, PASIN, e CAVALCANTE¹² (2005).

As sinergias de aumento de receita podem ser alcançadas em função de um maior poder de mercado, uma maior complementaridade do *mix* de produtos, aperfeiçoamento de redes de distribuição, melhoria na linha de produtos, melhor posicionamento dos produtos, aperfeiçoamento de propaganda ou benefícios estratégicos.

No que se refere aos ganhos por redução nos custos, as sinergias podem ser alcançadas através de aumento da eficiência operacional. As principais fontes de sinergia neste caso são economias de escala, em geral provenientes da diluição de custos fixos, incorporação de novas tecnologias de produção promovendo aumento de produtividade, compartilhamento de serviços centralizados, principalmente referentes à administração da firma, e economias de integração vertical onde as integrações operacionais de diferentes etapas da produção garantem a diminuição dos custos de transação.

As sinergias decorrentes do custo de capital se baseiam na idéia de que ambas as empresas juntas podem conseguir melhores condições de financiamento e endividamento. Estas sinergias em geral apresentam um prazo mais longo para o aproveitamento uma vez que as condições de empréstimo, em geral, já estão firmadas no momento da operação.

Por último existem ainda as sinergias obtidas com ganho fiscal, onde as empresas combinadas conseguem de fato diminuir a incidência tributária entre elas. Em geral estes ganhos provem de perdas e prejuízos fiscais e de uma possível melhora no planejamento fiscal.

¹¹ DAMODARAN, A. The Value of synergy – Stern, School of Business, 2005

¹² MARTELANC, R., PASIN R., CAVALCANTE F. Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

Além de classificar e buscar as sinergias é necessário identificar aquelas que podem ou não ser incorporadas pela adquirente e por outros potenciais compradores, isto se faz necessário já que o que pode representar geração de valor para um pode não representar para outro. Esta observação torna-se particularmente interessante quando a empresa está envolvida em situações de leilão como diversos outros potenciais compradores, de acordo com PURSCHE¹³ (1998), as sinergias podem ser agrupadas em três tipos, quando classificadas quanto a capacidade das empresas em absorvê-las:

Sinergias universais são aquelas disponíveis a qualquer adquirente, um exemplo desta é a eliminação de altos executivos em cargos redundantes, sinergias endêmicas onde se encontram a maioria das sinergias, são em aquelas disponíveis para empresas de um mesmo setor que em geral refere-se ao aumento da cobertura geográfica e diminuição da equipe de vendas. Por fim, as sinergias específicas, que se ferem àquelas que podem ser aproveitadas por um único comprador.

No mais, além dos ganhos provocados por sinergia, a realização de fusões e aquisições podem também gerar perdas. Esta possibilidade torna-se evidente em operações de integração vertical ou em operações onde são realizadas compra de uma parte da empresa alvo (uma divisão ou uma subsidiária), onde muitas vezes seus clientes ou fornecedores passam necessariamente a considerá-lo como um concorrente. Por isso é tão importante ponderar possíveis ganhos oriundos da operação, como também qualquer perda que possa ser ocorrer.

Determinar o valor da sinergia torna-se fundamental para definir o preço do lance de aquisição ou o valor da fusão. De acordo com COPELAND, KOLLER e MURRIN¹⁴ (2002) o valor a ser pago pelo comprador, e o valor a ser pedido pelo vendedor, dependem do tipo de sinergia e ainda de quem a controla. As sinergias universais devido a seu fácil acesso por todos os potenciais interessados cabem aos vendedores, isto ocorre porque no caso de uma concorrência pela compra, todos poderiam identificá-las e certamente o preço neste caso seria estabelecido de forma mais competitiva. Já o comprador que detiver alguma sinergia exclusiva poderá se apropriar de forma mais efetiva, uma vez que esta não existirá para

¹³ PURSCHE, W. Building better bids: Synergies and acquisition Prices, chief financial officer USA (1998), p. 63-64.

¹⁴ COPELAND, T.; KOLLER, T. e MURRIN, J. Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

outros potenciais compradores. A apropriação sobre as sinergias endêmicas é mais incerta, de forma que em geral o valor criado é compartilhado entre as empresas dependendo principalmente da habilidade de negociação de cada empresário.

Uma vez determinado o valor da empresa, das sinergias que pode ser capturadas pelo comprador e das sinergias que podem ser capturadas pelo vendedor, pode-se determinar não só o valor da empresa como também o valor que deve ser oferecido. A diferença entre o preço da oferta e o valor de mercado é chamada de *ágil* da operação e refere-se a parcela da sinergia esperada que é apropriada pelo vendedor.

E) Due Diligence:

Esta etapa constitui um momento importante da operação onde, pela primeira vez, são feitos levantamentos e análises sobre a empresa a ser adquirida, de acordo com BARROS¹⁵ (2003). A análise é física, com acesso a documentos da própria empresa, e deve se estender pelas áreas financeiras, fiscal e legal além de verificar a compatibilidade cultural das empresas.

Nesta fase, é importante tentar descobrir qualquer tipo de informação que tenha sido omitida pela empresa ou que não tenha sido observada. Este momento é aproveitado para a realização de qualquer calibragem no preço em função de uma possível surpresa encontrada. Estas surpresas podem ser oriundas de alguma diferença de referente a lançamentos existentes no balanço contábil da empresa, como por exemplo, superestimativa ou subestimativa de ativos, estoques, valor de propriedades e plantas de produção entre outros pontos.

Além disso, deve-se também observar algumas obrigações que podem não estar corretamente representadas no balanço, como por exemplo, fundos de pensão descapitalizados, dívidas em discussão judicial com funcionários e com o fisco, garantias prestadas a terceiros, obrigações contratuais como por exemplo contratos de compra e de venda entre outras coisas.

¹⁵ BARROS, TANURE, B. Fusões e aquisições no Brasil - Entendendo as Razões dos Sucessos e Fracassos. São Paulo: Atlas, 2003

Esta avaliação é sensivelmente mais delicada quando a operação envolve uma subsidiária ou uma divisão de uma empresa, neste caso é necessário diferenciar o custo de capital da empresa e da controladora, perceber o que se refere à estimativa de custos reais e o que representava benefício proveniente da integração com a controladora. Este ponto, entretanto já deve ser considerado no momento de avaliação da empresa, cabendo agora apenas um aprofundamento e corroboração das informações levantadas.

F)Estruturação Financeira:

De acordo com WUJTOWICZ¹⁶ (1994), muitos fracassos em F&A ocorrem frente uma capitalização inapropriada. No intuito de determinar a melhor forma de financiar a operação, o adquirente deve analisar tanto sua estrutura de capital quanto a de seu alvo.

▪ **Detalhamento das estruturas de capital:** O primeiro passo é rever as próprias posições das empresas, esta avaliação requer um estudo sobre sua estrutura de capital, seus ativos líquidos, sua capacidade de financiamento e seu fluxo de caixa projetado. Comparando a estrutura de capital no momento à estrutura considerada ótima, o administrador pode obter um bom retrato do tamanho dos esforços que podem ser realizados para se envolver em uma fusão ou aquisição. Se os critérios de avaliação levarem a empresa a buscar operações maiores do que sua capacidade de financiamento é necessário que a empresa reconfigure sua estrutura de capital antes de envolver-se em uma operação.

Neste sentido, uma pesquisa de mercado que deve ser conduzida com empresas semelhantes. O objetivo neste caso é entender de que forma os competidores estruturam seu capital, fornecendo uma aproximação para aquilo que o mercado considera ideal.

O segundo passo é analisar as finanças da empresas a ser comprada, tomando como base aquele análise desenvolvida ainda na etapa de apreçamento refinada pelas considerações realizadas na *due diligencie*. Deve-se deter atenção redobrada com fluxos cíclicos, produtos com preços vinculados a commodities, e ainda operações em fase de desenvolvimento. Em empresas com algumas dessas características, a relação débito sobre ações tende a ser menor

¹⁶ WUJTOWICZ, R. P. Structuring acquisition financing - Guia Ernst Young para fusões e aquisições, New York City, 1994.

do que empresas com fluxo de caixa constante e lucros estáveis que costumam deter relações de débito sobre ações mais altas.

▪ **Formas de financiamento:** Em seguida, deve-se observar as diferentes formas de financiamento. Existem infinitas formas de alavancagem, que podem ser agrupados em quatro grupos principais. Ações ordinárias, ações preferenciais, dívida subordinada e dívida sênior. As alternativas elencadas conforme o Guia para Fusões e Aquisições Ernst Young¹⁷ (1994) estão em ordem crescente de risco financeiro e decrescente de custo.

Apesar da emissão de ação parecer pouco onerosas para o emissor, ela implica em divisão dos lucros e a diluição de controle, investidores do mercado acionário em geral realizam compras com expectativas de retorno muito maior que a taxa cobrada em operações de empréstimo realizadas por agentes financeiros.

O financiamento através de crédito por sua vez envolve um maior risco financeiro quando comparado a emissão de ações, já que exige prestação de garantias, e uma série de restrições (*covenants*). Essas operações todavia, representam uma alternativa muito mais rápida quando comparadas a emissão de ações, que exige a elaboração de prospecto, autorização por órgão regulador e outros processos que a tornam mais lenta. Um exemplo claro de como a velocidade para a obtenção de empréstimo representa uma característica importante, é a operação envolvendo Inco e Vale do Rio Doce, nesta operação a Vale utilizou o linhas de crédito oferecida por grandes bancos e vem aos poucos reestruturando sua dívida através de emissão de debêntures e outros instrumento financeiros.

Uma terceira forma de financiamento possível para financiar a aquisição é a troca de ações. Este modelo, utilizado pelo Itaú na compra das operações do Bank Boston no Brasil, é muitas vezes preferida pelo vendedor que não sofreria desembolso no momento da operação. Esta forma de pagamento porém geralmente exige o pagamento de um ágil maior já que para o vendedor seria preferível o pagamento em dinheiro.

A escolha da melhor forma de endividamento deve levar em conta dois pontos principais: Em primeiro lugar a forma como a operação vem sendo conduzida. Se a empresa alvo está sendo objeto de leilão por parte de mais de uma compradora, deve-se optar por uma estratégia que permita maior agilidade na obtenção de mais recursos. Em segundo

¹⁷ Guia Ernst Young para fusões e aquisições New York City, 1994.

lugar é necessário convencer o alvo de que a adquirente terá capacidade de honrar com o endividamento assumido. Esta demonstração torna-se ainda mais importante quando o pagamento é efetuado através de ações.

Além disso, Mesmo que a operação seja paga com outras fontes de financiamento, é importante que a compradora esteja preparada para uma estrutura de financiamento, isto porque assim, em caso da necessidade de um financiamento seja frente à entrada de um concorrente na operação ou frente a algum imprevisto de mercado.

Responder apenas a pergunta de como se endividar não é suficiente, deve-se também saber quem endividar. Há situações onde a opção mais interessante é o endividamento da empresa adquirida. Operações com esta característica costumam ocorrer em negociações onde a firma alvo é maior que a compradora, ou ainda em operações que envolvam empresas sediadas em diferentes países. Na primeira opção, por a firma adquirida ser maior, pode representar menor grau de risco. Por outro lado em operações *cross-boarder* as condições de financiamento pode existir diferenças entre as taxas de juros, abrindo espaço para a arbitragem entre as empresas. Um exemplo ilustrativo deste estrutura de financiamento é a operação de compra da Corus pela Companhia Siderúrgica nacional, onde o endividamento seria realizado na própria Corus.

A forma de endividamento é um ponto muito relevante e que deve ser olhado e discutido com muita atenção, já a estrutura de capital pode ter considerável impacto sobre a lucratividade e crescimento da firma.

G) Ganhos tributários:

Os ganhos tributários em uma operação de fusão e aquisição advém de duas instruções baixadas pela Comissão de Valores mobiliários (CVM), com um claro intuito de estimular este tipo de operação no país. Utilizando-se dos benefícios apresentados por estas a empresa adquirente pode se utilizar não de benefícios oriundos da operação em si como também aproveitar possíveis deduções que poderiam ser feitas pelas adquirida.

A Instrução 349 da CVM permite que as empresas envolvidas em processos de incorporação, fusão ou cisão deduzam o valor do ágil pago. O ágil de acordo com a instrução N°247 art. 14 é a diferença entre o valor contábil e o valor de mercado da empresa.

Este ágil passa a ser lançado como despesa para fins de imposto de renda, diminuindo a base tributável da empresa.

Outro benefício oriundo de regulamentação provém da instrução 371. A instrução permite a geração de base tributária negativa de contribuição social oriundas de prejuízos fiscais. O normativo autoriza a utilização de base negativa gerada por empresas incorporadas na própria incorporadora. Assim, caso a empresa a ser comprada apresente resultados negativos, esses resultados passam a constituir base tributária negativa para aquela que consolidar a operação.

H) Mecanismos de defesa:

A busca de possíveis alvos para a realização de operações de fusão e aquisição não deve ser a única preocupação das empresas. Da mesma forma que esta deve sempre se focar na possibilidade de realizar uma operação ativa deve também estar preparada para ser alvo de potenciais compradores. Para tanto ela deve saber como agir para estar pronta a se defender no caso de uma proposta hostil e existem diferentes estratégias.

Esta preocupação torna-se ainda mais relevante em empresas que apresentam controle pulverizado, onde uma aquisição hostil, baseadas em oferta pública de aquisição (OPA), acaba facilitada pela inexistência de um agente para responder por toda empresa, com maioria absoluta das ações. Para tanto existe uma série de mecanismos de defesa denominados *shark repellents*.

- **“Share Purchase Rights Plan”**: este mecanismo consiste no lançamento automático de bônus de subscrição a um preço consideravelmente inferior àquele ao de mercado a ser oferecido para todos os acionistas com exceção daquele que vem crescendo em participação. Desta forma, toda a vez que um acionista atingir percentual entre 10% e 20% do total de ações de uma empresa, estes bônus seriam lançados. Desta forma o adquirente se dilui e fica impossibilitado de alcançar a maioria das ações.

- **OPA**: O segundo mecanismo é a obrigação de realização de oferta pública de aquisição (OPA), neste caso, o estatuto da empresa prevê que qualquer adquirente realize uma oferta de compra de todas as ações caso alcance o percentual referido. Desta forma, a possibilidade de adquirir o controle da empresa fica dificultada, pois o adquirente teria necessariamente que comprar a totalidade das ações não podendo assumir apenas 51% das ações.

▪ **“Classified Board”**: Neste mecanismo o conselho administrativo é segregado em três blocos, sendo substituído anualmente apenas um terço dos conselheiros. Neste caso, se o adquirente comprar a maioria das ações, ainda assim teria que esperar dois anos para de fato conseguir maioria no conselho, além disso pode existir o caso em que o próprio conselho nomeie os conselheiros dificultando que o controle seja assumido.

▪ **Fusão Defensiva**: Uma alternativa utilizada também é o engajamento da empresa alvo em um processo de F&A como forma de se defender de uma operação, assim a companhia poderia caminhar para uma situação de entrave regulatório capaz de impedir a operação, ou ainda forçar o potencial comprador a aumentar a oferta para conseguir concretizar o *deal*. O entrave regulatório pode ser gerado tanto por uma questão referente à concorrência, quanto por alguma barreira imposta a entrada de estrangeiros, o que ocorre no caso de empresas do setor de comunicações brasileiro.

▪ **Restrição de Voto**: A quinta opção seria uma limitação do direito a voto de um único representante no conselho, neste caso o comprador não conseguiria assumir o controle de forma unilateral, através da compra de participação.

▪ **“Golden parachute”**: é alternativa amplamente difundida no ambiente corporativo americano. O mecanismo se baseia no estabelecimento de multas enormes a serem pagas aos executivos no caso da rescisão de seus contratos por mudança no controle, impossibilitando a demissão dos mesmos e dificultando uma possível tomada de controle.

▪ **“Sale of the Crown Jewels”**: consiste na venda do principal ativo por parte da empresa a ser adquirida, desta forma esta abriria mão de seu principal ativo no intuito de fazer com que a compradora desista da operação.

▪ **“Pac-Man Defense”**: constitui a recompra de ações pela própria empresa alvo seja através de dinheiro próprio ou de financiamento. Muitas empresas utilizam esta estratégia de forma preventiva, quando por alguma flutuação de mercado suas ações acabam sendo apreçadas abaixo do que consideram o valor real da empresa. Assim a empresa controla o preço do das ações e dificulta a realização de ofertas hostis.

É necessário, todavia, tomar muito cuidado que a adoção destas medidas. O objetivo deve ser unicamente o de dificultar a operação por preços considerados pouco atrativos para os acionistas controladores. Isto pode se fazer necessário já que, em empresas de controle pulverizado, os acionistas minoritários, que não compõem o bloco de controle, podem estar apreçando de forma diferente a empresa ou ainda podem não ter acesso a todos os dados da

empresa, de forma serem conduzidos a um apereçamento incorreto, abaixo daquele realizado pelo controlador.

Afastar a possibilidade de ser comprada por outros *players* apenas pelo fato de não querer ser comprada é uma ameaça inclusive para o próprio acionista, já que, dependendo do preço poderia inclusive ser interessante para o acionista sair do negócio, além disso em cenários adversos a melhor estratégia pode ser a retirada da empresa de determinado mercado. De acordo com SPERCEL¹⁸ (2006) entre 1996 e 2000 empresas que resistiram a uma oferta hostil não conseguiram atingir o preço ofertado após um período de 2,5 anos.

O objetivo real da “*poison-pill*” deve ser o de afastar compradores oportunistas que se aproveitem de necessidades momentâneas dos acionistas ou ainda de flutuações de mercado para efetuar uma compra por preço abaixo do considerado justo para o acionista, ou ainda garantir que o comprador sente a mesa e negocie as condições do contrato para pagar aquilo que os acionistas e administradores consideram de fato justo. SPERCEL¹⁸ (2006) cita ainda uma pesquisa do J.P Morgan que o prêmio pago aos acionistas com mecanismos de defesa é em média 42% enquanto no caso da falta de mecanismo de defesa esse premio é de 30% em média.

3. O MERCADO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES:

O objetivo deste capítulo é entender em primeiro lugar quando o mercado de fusões e aquisições de reestruturação corporativa surgiu e de que forma vem se organizando ao longo do tempo através de uma retrospectiva histórica com ênfase no mercado norte-americano de operações. Em seguida realiza-se uma sucinta análise sobre o mercado de fusões e aquisições brasileiro para entender de que forma e em que sentido estas operações vêm sendo realizadas. Por fim será desenvolvido um estudo sobre o mercado de fusões e aquisições no setor de siderurgia especificamente com base no estudo *Forging Ahead* divulgado anualmente pela Price Water Coopers focado principalmente em atividades de F&A no setor de siderurgia.

¹⁸ SPERCEL, T. Aquisições Hostis: Até Quando Resistir? São Paulo- 24/10/2006. Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/juridico/>> acesso em 26/10/2006

3.1. Contextualização histórica:

A literatura sobre processos de F&A aponta para a existência de processos cíclicos -no que diz respeito à utilização desta estratégia- caracterizados por períodos de maior e menor intensidade da atividade. Com base no mercado norte-americano, certamente o mais estudado e ativo no que diz respeito à organização do seu mapa corporativo, pode-se determinar a existência de quatro grandes movimentos de fusão e aquisição.

Impulsionado pela revolução industrial o mundo corporativo viu o primeiro grande ciclo de reestruturações patrimoniais do capitalismo. Conhecido como “*the great merger wave*”, este ciclo foi impulsionado principalmente pelos avanços tecnológicos no transporte, causados pelo surgimento das ferrovias e pelo aparecimento de novas tecnologias manufatureiras como, por exemplo, o surgimento o aço, em detrimento da utilização do ferro.

Neste período, marcado pela inexistência e inoperância de órgãos e leis que fiscalizassem processos de F&A, a economia observou a formação de grandes empresas monopolistas principalmente no que se refere aos setores de petróleo, aço, tabaco. O ambiente desregulado proporcionou o surgimento daqueles que ficaram conhecidos como “*robber barons*”. São exemplos ilustres desta época nomes como John Pierpont Morgan, controlador da U.S Steel Corporation e, John Davison Rockefeller que chegou a controlar noventa por cento do refino de petróleo norte americano através da Standard Oil Trust, empresa que, a posteriori, foi diluída por forças legais então reestruturadas.

O segundo grande movimento conhecido como “*The merger movement*” durou de 1916 a 1929. As leis antitrustes representavam agora um obstáculo no sentido de evitar a formação de monopolistas, por isso os processos deste período tinham por objetivo conseguir que as empresas crescessem e constituíssem algum poder de mercado para formação de preços, através da instituição de um regime oligopolista, ou atuavam no sentido de efetuar um crescimento vertical de suas operações, descrito mais detalhadamente a baixo. O frenesi vivido no mercado de capitais serviu de fonte de financiamento para a

consolidação de empresas em diversos setores, destacadamente o de bens de utilidade pública, comunicações e automobilístico STIGLER¹⁹ (1950).

Em 1960, iniciou-se o terceiro grande movimento, “*The 1960’s conglomerate merger wave*”. Já com leis antitruste reformuladas em 1950, com intuito de impedir a formação também oligopólios, o movimento aconteceu através de fusões de diversificação, apontando a formação de grandes conglomerados. O movimento foi impulsionado pelo crescimento no mercado de capitais vivido nos anos 60 e ainda pelo surgimento de novos mecanismos de financiamento, segundo TRICHES²⁰ (1996).

O quarto grande movimento, conhecido como “*the wave of the 1980s*”, ocorreu em após o *crash* de 1987 na bolsa americana. O impacto no preço das ações foi tamanho que acabou tornando a opção por crescimento através de compra e fusão de empresas mais barato que o crescimento endógeno, garantindo a estemovimento uma característica peculiar quando comparado aos outros, tratava-se do primeiro movimento ocorrido em momentos de crise. O resultado foi o crescimento do número de aquisições hostis. Esta nova onda tinha por objetivo claramente a expansão internacional das empresas de acordo com TRICHES²⁰ (1996).

3.2. Mercado de fusões e aquisições no Brasil:

O mercado brasileiro de fusões e aquisições apresenta um marco importante, trata-se da adoção do plano real que, em 1994, ainda no governo Itamar Franco, iniciara um período de estabilidade econômica. O incremento no número de operações desde então foi impulsionado por dois outros fatores relevante.

Em um primeiro momento, a força motriz adveio do processo de desestatização, o país entrava no mapa global das fusões e aquisições, uma das 20 maiores economias do mundo se abria para o fluxo financeiro internacional, que vinham atraídos por boas oportunidades de negócios e estabilidade econômica. Enquanto no resto do mundo F&A ocorreriam de forma espontânea, no Brasil este processo era estimulado por um profundo programa de

¹⁹ STIGLER, G. J. Monopoly and oligopoly by merger. American Economic review, Nashville: American economic association, V. 40, n.2, p. 23-34, 1950.

²⁰ TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras associações entre firmas no Brasil. Revista de administração, São Paulo: FEA/USP, V.31, n.1, p 14-31, 1996.

desestatização e desregulamentação do governo nos setores de siderurgia, mineração, elétrico e telecomunicações.

A literatura financeira destaca dois principais efeitos na economia brasileira causados por essa primeira onda. O país observava à época o maior fluxo de investimento direto, privado da história. As transações brasileiras chegaram a representar 55% do volume mundial de transações ocorridas durante a desestatização de acordo com FERRAZ, LOOTY e ROCHA²¹ (2000). O país experimentava portanto uma profunda reestruturação do seu capital produtivo, na visão MIRANDA E TAVARES (1999) esta nova estrutura representou uma maior especialização produtiva no país.

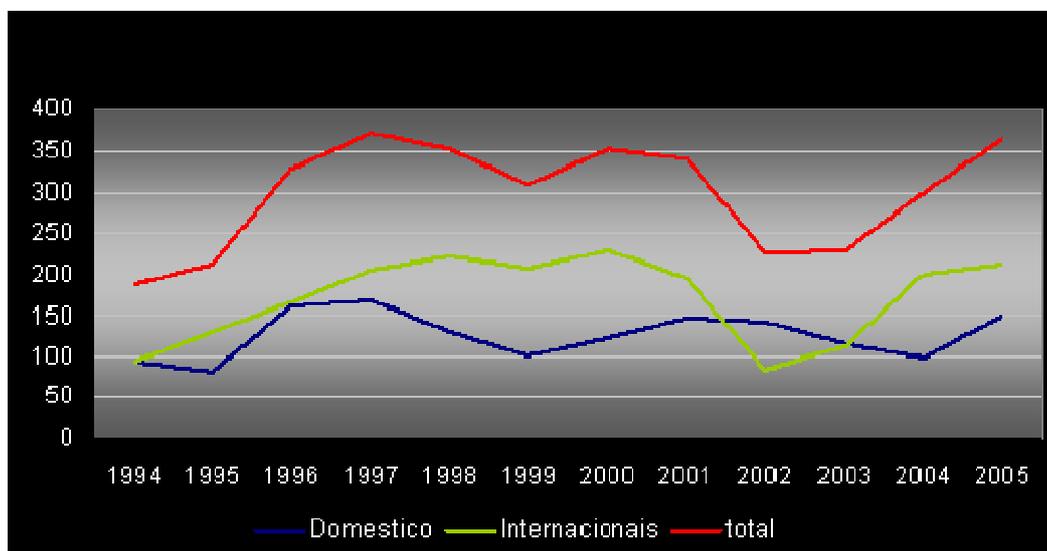
O segundo movimento, que se estende de 2002 até o presente momento, já se encontra alinhado com processo mundial de consolidação, sem um papel predominante do governo. Depois de um processo de ajuste econômico profundo, que culminara com a maxi-desvalorização, a própria iniciativa privada voltava a se mover no sentido da consolidação. Duas peculiaridades se que sobreviveram ao primeiro movimento de fusões e aquisições merecem destaque. Em primeiro lugar, o cenário corporativo brasileiro, ainda hoje, é dominado pela existência de empresas familiares. Na visão de CHANDLER²² (1990) empresas familiares, geral marcada pela ausência de gestão profissional, apresentavam um menor grau de produtividade na média, e ainda apresentavam a possibilidade de alcançar economias de escala e de escopo com o processo de consolidação. O segundo motivo é o relativo subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiros, que dificulta a diversificação, a realização de operações de fusão e aquisição, tanto pela escassez de estruturas de financiamento quanto pela dificuldade encontrada por acionistas para sair de suas posições.

O gráfico abaixo representa o número de operações realizadas no Brasil no período compreendido entre o início do plano real, 1994, e o ano de 2005. O gráfico apresenta um aumento considerável a partir de 94 estabilizando-se na faixa entre 300-350 operações por ano até 2001. Neste período, as flutuações econômicas levaram a uma queda acentuada no número de processos, com ênfase para a diminuição no número de operações envolvendo

²¹ FERRAZ, J. C., LOOTY, M. e ROCHA, F. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: A Ótica das empresas adquiridas, Rio de Janeiro, 2000.

²² CHANCLER, A D. Scale and scope: the dynamics of industrial competition - Cambridge, MA, Harvard University Press, 1990.

uma empresa estrangeira e outra nacional, as chamadas operações *cross-boarders*. Nos últimos três anos o número voltou a apresentar um crescimento consistente, tendo tanto em 2005 quanto em 2006, apresentado um crescimento considerável no que se refere as operações domésticas e ainda compra por brasileiras no exterior.



Não faltam explicações para a atual onda de fusões e aquisições que vem ocorrendo no país. Em primeiro lugar deve-se destacar o crescimento da economia mundial, com ênfase para mercados ainda pouco desenvolvidos como China e Índia, vem permitindo a países como o Brasil, *commodity* exportadores, garantir vultosos saldos comerciais, promovendo uma melhora no cenário econômico do país como um todo, apesar da baixa taxa de crescimento nacional. Além disso, as baixas taxas de juros mundiais têm feito com que investidores em geral procurem investimentos que lhes garantam mais retorno e, por isso, mais arriscados, como é o caso do Brasil.

Um segundo motivo que merece destaque é o desenvolvimento empresarial brasileiro. Após um período marcado pelo ostracismo gerencial, a abertura econômica e a estabilização fizeram com que empresas do país se desenvolvessem gerencialmente. De acordo com notícia da revista exame, o lucro das ações que compõem o Bovespa passou de 23 bilhões para atuais 81 bilhões, no mesmo período o endividamento caiu consideravelmente, atingindo o nível de dois anos de geração de caixa em média para o pagamento de dívidas. Hoje existem 9 empresas brasileiras com grau de investimento, contra nenhuma do período, permitindo a elas estas condições mais favoráveis de investimento. Não por menos empresas como Votorantim, Gerdau e Vale realizaram diversas F&A dentro e fora do país.

Por último, a evolução recente vivida no mercado de capitais vem possibilitando as empresas novas fontes de financiamento, possibilitando empresas menores como Lupatech, Cyrela e Perdigão a realização de operações em seus setores de atuação. A bolsa, veículo escolhido para captação por essas últimas não constitui o único veículo que apresentou melhoras. Empresas ainda tidas como de alto risco, o caso da Gol linhas aéreas, que opera em um setor altamente regulamentado e muito instável no país conseguiu inclusive emitir títulos perpétuos no mercado externo. Em menor grau quando comparado a emissão de títulos no estrangeiro e emissões primárias de ação, instrumentos como FIDC e distribuições privadas de CCB vem representando alternativas para empresas ainda menos estruturadas.

Apesar da melhora no cenário de financiamento, a pesquisa *Fusões e Aquisições no Brasil Experiência e Estratégia* realizada pela Deloitte Touche Tohmatsu no ano de 2006, apresenta que 78% das empresas que atuaram neste mercado financiaram a aquisição com recursos próprios sendo apenas 17% destas financiadas por empréstimos.

4. O SETOR DO AÇO

Neste capítulo o objetivo é fornecer uma visão geral do setor do aço, através do entendimento de suas características principais, para em seguida desenvolver estudo no sentido de entender porque o setor apresenta também uma forte onda de consolidação.

4.1. O setor e Suas Particularidades:

Para entender a produção mundial de aço e sua configuração é importante primeiro entendermos como funciona sua estrutura de custos, a segmentação da produção e também quem são seus consumidores. Neste sentido o estudo *Forging ahead— merger and acquisition in the global metals industry* torna-se elemento fundamental.

O setor do aço iniciou seu desenvolvimento por volta do século XIX. O processo revolucionaria um mercado até então dominado pelo ferro, através da produção de um bem mais leve, durável e resistente que o anterior.

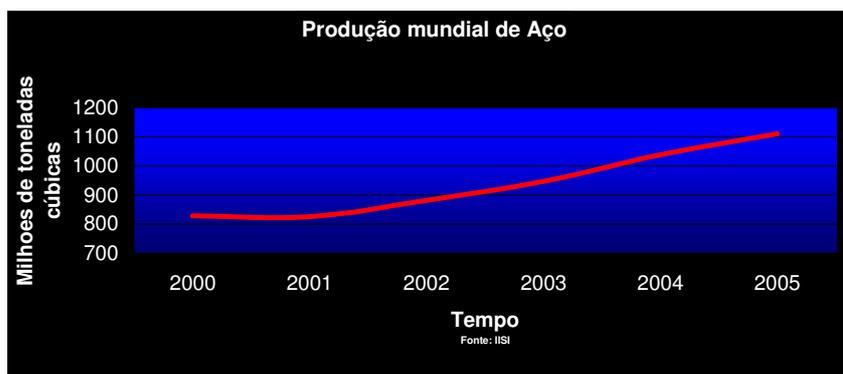
O aço é produzido através do aquecimento do minério de ferro a altas temperaturas. O processo em si é consideravelmente mais longo que isso, mas a breve introdução já é

suficiente para entender aqueles que representam os maiores custos no processo siderúrgico: Energia e minério. O coque, carvão beneficiado, é o material utilizado para aquecer os fornos onde o minério de ferro, através de uma série de reações químicas se transforma em ferro gusa, para depois virar aço. Esses são hoje os maiores componentes no custo das usinas de uma forma geral.

Uma particularidade importante de ser lembrado no que diz respeito a esta estrutura de custo é a organização do setor de minério de ferro, onde 78% do total produzido encontra-se na mão de três empresas de mineração, garantindo a estas enorme poder de barganha na hora da negociação de preços para com as siderúrgicas. O carvão e a energia utilizada para aquecê-lo porém já apresentam uma estrutura mais pulverizada, organizada de forma regional predominantemente ao redor do mundo.

A utilização do aço, gerado a partir deste processo, é amplamente utilizado na sociedade. Os principais consumidores de aço hoje são: a indústria de construção civil que representa certamente a maior fatia da demanda global, a indústria automobilística, que em geral exige aços de maior valor agregado, com acabamento aprimorado, a indústria naval, que o utiliza de forma intensiva e a indústria de máquinas e bens de capital de uma forma geral.

A ampla utilização do aço pela a indústria de bens em geral, vem garantindo ao setor um desenvolvimento em grau acentuado impulsionado pela atual expansão econômica mundial. A oferta mundial do produto cresceu de forma contínua e acelerada ao longo desta última década. No período compreendido entre 1995 e 2000 a produção mundial cresceu a uma taxa média de 2,4% ao ano. No período compreendido entre 2000 e 2005 os números são ainda mais grandiosos, neste período a produção mundial saltou 34%, saindo de 828 milhões de toneladas para 1113 milhões. Os dois principais determinantes deste aumento foram o aumento da eficiência nas usinas e principalmente da produção chinesa. O gráfico abaixo



mostra a evolução da produção ao longo dos últimos cinco anos, com base em dados obtidos junto à IISI (*international iron and steel institute*).

4.2. A China:

Discutir hoje o crescimento do mercado de aço mundial sem discutir de forma detalhada a China não seria produtivo. A China vem apresentando a maior taxa de crescimento de produção siderúrgica por um país no mundo. A produção que em 2000 não alcançava 140 milhões de toneladas projeta um valor superior a 350 milhões de toneladas para o ano de 2006, representando um crescimento de 150%, aproximadamente quatro vezes maior que o do resto do mundo.

Tamanho crescimento fugiu ao controle do centralizador governo chinês. As próprias províncias incentivavam o surgimento de usinas siderúrgicas, estimulando produtores locais através de empréstimos baratos conseguidos junto a bancos estaduais. Somados a questão provincial os pequenos produtores, investiam na ampliação de suas capacidades produtivas, principalmente na em de produtos com baixo valor agregado e que, por isso, tinham menores necessidades de investimento. A pulverização era tão grande que a produção concentrada pelas cinco maiores siderúrgicas caiu entre 2002, ao contrário da tendência mundial, que será discutida adiante. Enquanto em 2002 este grupo somado representava 30% da produção total, em 2005 sua fatia cairia para 21%.

Esses números somados a uma queda no preço dos produtos de baixo valor agregado chamaram a atenção do governo central chinês. Não por menos, O governo iniciou o desenvolvimento de um plano ousado. Julho de 2005 a comissão nacional para reforma e desenvolvimento lançou o plano que estabeleceu metas de integração vertical, horizontal e regional com o objetivo de gerara economias de escala, ganhos de eficiência, e diminuir a emissão de poluição. O plano ainda objetivava a criação de duas empresas com produção maior que 30 milhões de toneladas cada.

A liberação do plano, que continha ainda incentivos fiscais para a realização de fusões e aquisições, além de desestímulos para o surgimento de novos empreendimentos, iniciou uma onda de *deals* no setor. Preocupadas em garantir o status de produtor estratégico, alcançados

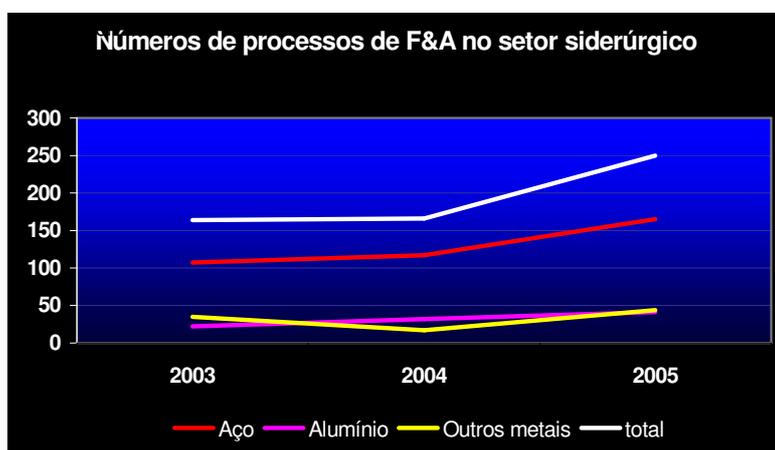
por aqueles que produzem acima de 10 milhões de toneladas, formaram-se empresas como Anben Steel, capaz de produzir 18,4 MMt e Baosteel maior produtora de aço da China.

A produção desenfreada chinesa não cresceu porém devido a alguma forma de vantagem competitiva das siderúrgicas chinesas quando comparada a outros mercados. O setor siderúrgico chinês cresceu movido pela explosão do consumo interno. A economia chinesa cresceu a uma taxa média de 9,5% ao ano entre 1990 e 2004, crescimento ainda mais assustador deve ser destacado no que se refere ao PIB industrial, que cresceu taxa 12,3% ao ano entre 1990 e 2003. O crescimento não foi menos relevante no que se refere à demanda por aço, que quadruplicou entre os anos de 1998 e 2005, impulsionada pela indústria de construção civil.

4.3. A Siderurgia no Mundo:

Enquanto operações de fusões e aquisições precisavam ser estimulados pelo governo para ocorrerem na China, as indústrias do setor tratavam de se organizar por conta própria no que se refere ao resto do mundo. Tomando ainda por base dados do estudo *forging-ahead - merger and aquisition in the global metals industry*, é possível perceber que o número de F&A é ainda mais expressivo quando observado de uma perspectiva global.

Entre 2003 e 2005 deals no envolvendo empresas do setor siderúrgico de forma geral pularam de 166 para 250 e, considerando a inexistência de dados consolidados para o ano de 2006, podemos ao menos citar grandes operações nomear grandes operações como a compra da Arcelor pela Mittal, que movimentou mais de 20 bilhões de dólares, e as brigas entre CSN e Esmark e CSN e Tata Steel por Wheeling-Pittsburgh, e Corus respectivamente. O gráfico abaixo mostra a evolução no número de operações entre os anos de 2003 e 2005 de acordo com dados do estudo já mencionado. O grande destaque é para o setor de aço

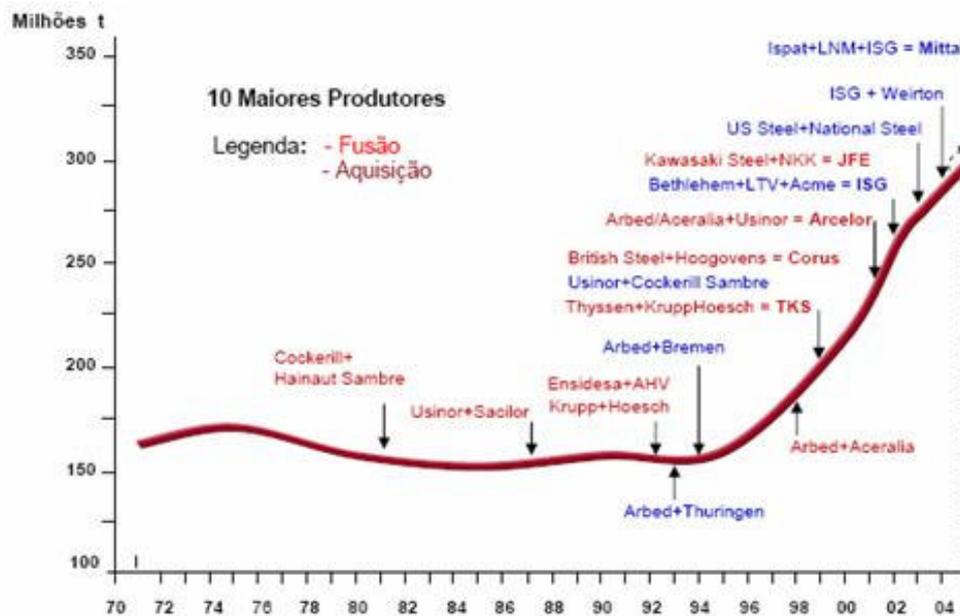


alcançou a marca de 150 *deal*, com crescimento superior a 30% no ano. O aumento foi impulsionado pela ocorrência de operações domésticas que aumentaram 52% com relação a 2004.

A despeito do maior número de operações, o volume financeiro movimentado no ano de 2004 foi maior, isto ocorre principalmente por causa da negociação envolvendo a formação da Mittal Steel através da fusão de LNM Holdings e Ispat Group e a consequente aquisição da International Steel Group, esta operação isoladamente representou metade do valor negociado em 2004. No que diz respeito ao volume movimentado entretanto, o destaque vai para as operações internacionais que apresentaram crescimento de 47% em termos nominais.

O desenho internacional das grandes operações demonstra uma tendência clara de internacionalização do mercado, indicando um foco geográfico que vem impulsionando os *deals* na busca pela formação de um player global. Foram 38 operações intercontinentais que somaram 11.6 Bilhões de dólares apenas no setor de aço.

Apesar de tamanho apetite para realização de operações de fusão e aquisição, a estrutura do setor ainda encontra-se bastante pulverizada, e por isso oferece ainda um amplo campo de atuação para empresas interessadas nesta forma de crescimento. O gráfico abaixo mostra como a produção das 10 maiores produtoras de aço ao longo do tempo, mostrando ainda os processos de fusão e aquisição ocorridos ao longo da curva. Hoje este grupo representa constitui aproximadamente 25%. Após a aquisição da Arcelor pela Mittal, pela primeira vez o setor contará com a presença de um *player* global, mas que representa apenas 10% da produção mundial de aço.



A produção além de pulverizada entre os diferentes players globais, também é pulverizada regionalmente. A china responde hoje por cerca de 20% da produção mundial enquanto o Japão por outros 10% de acordo com dados da IISI. Este cenário reflete certamente o maior crescimento asiático quando comparado com crescimento do ocidental. A china hoje produz cerca de três vezes e meia mais aço que o segundo maior produtor, os Estados Unidos.

No que diz respeito à demanda de curto prazo mundial, desconsiderando a China, o cenário também continua positivo. A própria IISI considera um crescimento mais forte também em áreas como América do Sul e América do Norte/Central. A estimativa é de que o a demanda atual saia das 1013 milhões de toneladas atuais passando a 1087 estimados em 2006 e alcançando um valor estimado total de 1150 milhões de toneladas para o ano de 2007 no que diz respeito a produtos acabados.

Este crescimento promoveu um forte ganho de produtividade entre as empresas do setor, movendo o capital de empresas mais produtivas para empresas menos produtivas, garantindo um ganho econômico real para o setor.

5. O CASO ARCELOR:

Neste capítulo objetivo e apresentar de forma sucinta a estrutura da operação montada pela Arcelor para reestruturar o grupo no Brasil, para em seguida discorrer rapidamente apresentar os ganhos de sinergia obtidos pela empresa de acordo com as classificações e sobre os mercados de atuação da mesma. Por fim será feita uma análise das sinergias observadas até o momento através de análise das demonstrações contábeis da empresas e relatórios de research desenvolvidos.

No presente estudo não será realizado nenhuma análise relacionada à aquisição do grupo Arcelor pela Mittal Steel. O estudo se abstém de desenvolver tal na análise não só pela falta de tempo hábil após a operação (sendo ainda prematuro o desenvolvimento de qualquer análise neste sentido), como também pela falta informação a respeito dos planos e perspectivas do novo grupo para suas operações em solo brasileiro.

5.1. A fundação da Arcelor Brasil:

O grupo Arcelor surgiu em 2002, a partir da fusão de três empresas européias do setor: Usinor da França, Aceralia da Espanha e Arbed de Luxemburgo. Surgia na época o maior grupo siderúrgico mundo. A reestruturação societária porém, não se limitaria a fusão dos principais ativos na Europa, o processo estendeu-se a suas subsidiárias por todo o mundo. Neste contexto, se fez necessário repensar toda a estrutura societária do grupo naquele que era considerado um dos mercados mais promissores à época, o Brasil. No país, a companhia siderúrgica Belgo Mineira, controlada pela Arbed, e a Companhia Siderúrgica Tubarão empresa em que a Usinor detinha participação representavam ativos chave.

A atenção especial acabou se refletiu na formação de uma subsidiária que detinha inclusive autonomia para realizar expansões não apenas no mercado brasileiro como também em todo mercado sul-americano, nascia o embrião da Arcelor Brasil. A atenção especial à região se devia a dois motivos principais: em primeiro lugar, o Brasil é um dos maiores produtores mundiais de minério de ferro, e assim a empresa garantia acesso barato a uma das principais matérias primas mais utilizada na produção de aço, conforme mencionado no capítulo anterior. Em segundo lugar, a América Latina apresenta um dos maiores potenciais de crescimento do mundo, e o Brasil é o principal mercado consumidor da região.

Movido por suas premissas estabelecidas de forma clara para a região, ainda em 2002, o grupo deu seus primeiros passos para colocar suas idéias em prática: aumentou sua participação na Companhia Siderúrgica Tubarão (CST), anunciou a fundação da Vega do Sul, e adquiriu a Mendes Júnior Siderurgia. O projeto porém, não se limitava as operações estruturadas naquele ano. Em Julho de 2005 o grupo Arcelor dava seguimento a suas ambições para a região e anunciava a reestruturação organizacional do grupo, escolhendo a Belgo Mineira Participações como veículo para abrigar sua nova estrutura societária no país.

O projeto foi posto em prática ainda no mesmo ano. Através da realização de inúmeras assembléias gerais extraordinárias (AGE's), a empresa promoveu a incorporação da CST Mineira e da Vega pela belgo mineira. A consolidação estaria completa no mesmo ano, em Dezembro foi constituída oficialmente a Arcelor Brasil, através da mudança de denominação da *holding* e a reforma do estatuto social da empresa.

Em paralelo a isso o grupo promoveu a reestruturação de seus ativos na bolsa de valores, unificando todos seus papéis sobre o código ARCE3, que começou a ser negociado desta forma em 23 de Dezembro do referido ano.

5.2. A estrutura do grupo:

O ativos do grupo se concentram em dois grupos basicamente. O primeiro é o segmento de aços longos. Neste grupo as principais referências são a própria Belgo Mineira, Acindar ativo Argentino do grupo, e Trefileiras Brasil. A Belgo Mineira opera nos Estados de Minas Gerais, São Paulo e Espírito Santo, tendo capacidade de produzir 3,7 milhões de toneladas de aço. A Acindar produz 1,4 milhões de toneladas de aço bruto e por fim a Trefiladeiras Brasil, que apresenta capacidade de produzir 0,9 milhão de tonelada de aço bruto. Estas empresas atendem a demandas da área da indústria automobilística, com foco para a produção de *steel cord*, utilizado na fabricação de pneus, a indústria agropecuária, com fornecendo arames farpados, ovalados e grampos, e também na construção civil.

O outro segmento em que o grupo apresenta atuação relevante é o setor de aços planos. Os principais ativos do grupo neste segmento são: a Companhia siderúrgica Tubarão, e a Vega do Sul. A CST, especializada na produção de aços de maior valor agregado, tem capacidade instalada de 5 milhões de toneladas de aço bruto com ênfase para a produção de placas de aço e bobinas a quente. A Vega do Sul, com capacidade produtiva de 0,8 milhão de

tonelada de aço tem sua produção voltada para aços laminados a frio e galvanizados. São consumidores de aços planos a indústria automotiva principalmente, que utiliza o material comprado para a confecção de carrocerias de automóveis, a indústria de eletrodomésticos, construção naval, e indústria em geral.

Fazem parte dos ativos empresariais do grupo ainda a Usina Hidrelétrica Guilman Amorin, responsável pela geração de 140 MW e que atende a necessidade de usinas do grupo. A Sol Coqueira que, implantada na própria CST, produz 1,5 milhão de toneladas de coque metalúrgico e ainda garante o fornecimento de 175 MW utilização em Tubarão.

5.3. O primeiro foco de geração de valor, a bolsa de valores:

A incorporação das empresas e posterior unificação dos ativos do grupo foi o primeiro fato gerador de valor para os acionistas. Os dois papéis juntos, CSTB e BELG, promoveram um aumento na liquidez do papel. Esta liquidez, traduzida em uma maior facilidade para sócios entrarem e saírem da posição detida afetando de forma menos traumática o mercado, constitui um ganho. Agora, detentores de papéis da empresa incorreram em prêmios menores na entrada e saída de posições em bolsa de valores.

Outra ganho impulsionado pela operação foi a adoção de práticas de governança corporativa. Entre outras medidas a Arcelor Brasil promoveu a troca de todas as ações preferenciais por ordinárias, passando a operar em apenas uma classe de ações, assim minoritários garantem 100% de tag-along em caso de operações de F&A e adotou medidas de maior transparência no que diz respeito às demonstrações financeiras das empresas. Essas alterações permitiram que a empresa passasse a fazer parte do nível 1 de governança corporativa da Bovespa. Migrando para o novo mercado, novamente a empresa novamente incorria em um ganho de capital, uma vez que empresas deste mercado operam com prêmios de mercado quando comparadas a concorrentes que não adotam as mesmas práticas.

É importante destacar porém que os ganhos oriundos da adoção de práticas de governança corporativa não podem ser visto como ganhos de sinergia gerado pela fusão e que desta forma encontra-se presente no estudo apenas para garantir a realização de uma análise em toda sua densidade. Por isso é importante voltarmos ao foco do estudo.

5.4. Sinergias:

Os potenciais ganhos de sinergia oriunda da operação são consideráveis, e fizeram com que a própria empresa fosse obrigada a reavaliar os ganhos projetados para o ano de 2006. A projeção inicial, que girava em torno de 200 milhões de reais, foi revista para 350 milhões. Apesar de manter as expectativas de sinergias para os períodos de 2007 e 2008 os valores calculados eram consideráveis, a projeção apontava para um ganho de 250 e 500 milhões de reais respectivamente. Até o terceiro trimestre deste ano, os resultados já observados eram da ordem de 303 milhões de reais, ou cerca de 87% do total esperado para o ano. Deste resultado, 50% provinham de sinergias com origem na cadeia de valor, 37% de ganhos de origem financeira, e 13% de ganhos administrativos.

▪ **Ganhos tributários:** Apesar de não agrupado de forma específica, os ganhos tributários merecem especial destaque no que se refere a geração de valor pela operação. A escolha da Belgo Mineira para agrupar as operações da empresa não foi por menos, a empresa apresentava a maior base tributária negativa do grupo, base esta que se torna disponível para o grupo como um todo a partir da consolidação das empresas. Os ganhos estimados pela empresa, oriundos principalmente das instruções 349 e 371 da CVM, já citadas anteriormente, totalizaram a geração de uma base de 584 milhões de reais para a empresa.

A parte oriunda de compensação tributária de acordo com a Instrução 371 da CVM, no consolidado das empresas, ainda será aproveitada. O total de 304 milhões ainda encontra-se disponível para utilização e, de acordo com o planejado pela empresa deve ser usado de forma gradual ao longo do período entre o restante de 2006 e 2010.

Os ganhos gerados com base na instrução 341 da CVM, ainda disponibilizam 244 milhões de reais em base negativa a ser utilizado como despesa para fins de tributação.

▪ **Melhora do mix de produtos:** Belgo Mineira, Acindar e Trefileiras Brasil concentram suas atuações no setor de aços longos com produção somada de aproximadamente 4,7 milhões de toneladas cúbicas. O foco destas linhas é principalmente a construção civil e a produção de fio-máquina para aplicações industriais diversas. Já a CST e Veja do Sul produzem aços planos utilizados na fabricação de carros, eletrodomésticos, construção civil, de tubos e naval. O grupo tem capacidade de produzir 5,8 milhões de toneladas cúbicas de aço neste mercado.

As diferentes características das empresas integradas acabaram representando uma melhora considerável da empresa consolidada. Isto ocorre pois, conforme dito no capítulo II, as empresas incorporadas produzem produtos diferentes, e com consumidores diferentes. Enquanto a área de aços planos tem como principal consumidor a indústria automobilística, aços longos têm como maior consumidor a indústria de construção civil. Isto faz com que a empresa diminua seu risco de uma forma geral, uma vez que se trata de consumidores bastante diferentes, independentes.

Como consequência a empresa apresenta um maior poder na formação de preços já que passa a depender menos de um cliente específico, podendo ainda redirecionar investimentos para aquele setor que prever maiores condições de ganho. Outro ganho advindo da nova organização provém do fato de que uma empresa diversificada tende a ter um fluxo de caixa mais regular, garantindo por exemplo melhores condições de endividamento.

▪ **Integração vertical:** A integração de empresas possibilitou grandes ganhos verticais de produção, integrações verticais passaram ocorrerem em diferentes áreas da empresa. Em primeiro lugar o minério produzido pela mina de Andrade, empresa arrendada a Vale do Rio Doce (e por isso não consta nos ativos do grupo relacionados acima), passou a ser utilizado também nas outras empresas produtoras de aços longos do grupo. Além disso outro ganho oriundo da integração vertical provém do fornecimento de matéria prima por parte da CST para a Veja do Sul, que produz aço de maior valor agregado. A terceira fonte de integração vertical advém das atividades da Coqueira Sol, que consegue produzir coque industrial para todas as empresas do grupo garantindo acesso a esta importante matéria prima.

▪ **Ganhos de distribuição:** No que diz respeito a ganhos promovidos pela maximização da infra-estrutura distributiva, as principais fontes de ganho são a utilização por parte das produtoras de aço plano da rede de distribuição da Belgo mineira no que se refere ao mercado brasileiro, e ainda a utilização de navegação de cabotagem para o transporte de matéria prima entre CST e Vega do Sul.

5.5. Impacto social:

A consolidação realizada pela Arcelor Brasil no setor de siderurgia não representou nenhuma grande perda social para o país, isto pode ser observado já que, em primeiro lugar,

a empresa de fato promoveu o aumento do número de funcionários mesmo depois da incorporação. O número de empregados da empresa aumentou em 2,73%.

O outro impacto social que poderia ser levantado é a geração de poder monopolístico pela nova empresa. Esta hipótese deve ser descartada também, já que a empresa não é líder nacional no segmento de aços longos, estando atrás do grupo Gerdau, mesmo depois da reestruturação, e no setor aços planos, a empresa ainda apresenta grande parte de sua produção voltada para o mercado exterior, possuindo também concorrentes de peso como por exemplo a Companhia Siderúrgica nacional e Usiminas.

5.6. Avaliação do mercado acionário:

Uma forma de avaliação do processo de consolidação dos ativos brasileiros que pode ser utilizado para realizar uma avaliação das expectativas do mercado é o comportamento do papel na bolsa após o anúncio da reestruturação. No trimestre referente ao anúncio do *deal*, terceiro trimestre de 2005, as ações ordinárias da companhia BELG sofreram uma variação positiva de 10,4% mais que o próprio índice Bovespa no período. O volume do papel também cresceu de forma significativa, aumentando em 50% para os papéis ordinários da empresa.

No que se referem às ações da CST, os papéis da empresa alcançaram uma alta de aproximadamente 50% no mesmo período, tendo sofrido também um aumento relevante no que se refere ao volume diário movimentado. Estas variações passam à idéia de que o mercado recebeu de forma positiva a reestruturação no que se refere à possibilidade de aproveitamento de sinergias.

6. Conclusão:

Fusões e aquisições devem sempre ser consideradas opções entre os gestores que pretendem alcançar o sucesso na administração de suas empresas. A estratégia, em diferentes momentos, vem se mostrando, não só amplamente utilizada como meio de crescimento rápido como também uma alternativa para cenários mais incertos. As oportunidades de ganho podem ser consideráveis quando o alvo é bem identificado e o processo bem gerido, como o caso da Arcelor Brasil.

A utilização desta estratégia de crescimento vem sendo largamente utilizada no mundo e no país. Através dos dados compilados, podemos observar que o Brasil apresenta um mercado com grande potencial neste sentido, formado por empresas em sua maioria familiares e mercados ainda pouco concentrados. Além disto, o mercado de capitais vem funcionando como um grande catalisador para a explosão da quantidade de operações.

Apesar do ambiente favorável e do enorme potencial de utilização este expediente deve ser estudado de forma minuciosa pela empresa antes de ser utilizados já que são inúmeras as armadilhas nas qual um administrador leigo poderia cair ao longo de um processo deste gênero. O processo deve estar em alinhamento com a estratégia de longo prazo da empresa, não sendo plausível a realização de uma operação apenas por preço ou por geração de fluxo de caixa livre.

O setor do aço apresenta particular potencial para o mercado brasileiro de fusões e aquisições, já possui entre eles empresas com grau de investimento e também vem apresentando uma recorrência no uso de fusões e aquisições como estratégia de crescimento. O setor ainda encontra-se bastante pulverizado, tendo seu maior produtor apenas 10% da produção mundial de aço.

7. Bibliografia:

BARROS, TANURE, B. *Fusões e aquisições no Brasil* - Entendendo as Razões dos Sucessos e Fracassos. São Paulo: Atlas, 2003

CHANCLER, A D. *Scale and scope: the dynamics of industrial competition* - Cambridge, MA, Harvard University Press, 1990.

COPELAND, T.; KOLLER, T. e MURRIN, J. Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. The Value of synergy – Stern, School of Business, 2005

DODD, P. Manager Discretion and stockholder wealth. Journal of financial economics, Amsterdam: North Holland, v.8 p. 105-137, Jun 1980.

EICHENGREEN, B. *Globalização do capital – uma história do sistema monetário Internacional*, São Paulo: Editora 34, 2000

FERNANDEZ, L. M. *Fusões Aquisições e venda: Inferno ou paraíso*. Pesquisa Deloitte Touche Tohmatsu, 2003.

FERRARI, L. F. *Aquisições, fusões e incorporações: estudo de uma solução para o desenvolvimento empresarial na Era da Globalização*. São Paulo, 1996. 89 p. Dissertação (Mestrado) - FEA/USP.

FORT, D. C. *Evaluating the acquisition candidate*. Guia Ernst Young para fusões e aquisições 1994, New York City.

Fusões e Aquisições no Brasil Experiência e Estratégia – Deloitte Touche Tohmatsu – 2006
Disponível em < <http://www.deloitte.com.br/> >

Forging ahead– merger and acquisition in the global metals industry –Price water house coopers, 2005.

MILLER, R G. I *The acquisition Process: A program for success*. Guia Ernst Young para fusões e aquisições 1994, New york City.

MARTELANC, R., PASIN R., CAVALCANTE F. *Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

PASIN, R. M. e CÔNSOLI, M. A., *Cultura e Fusões & Aquisições*. – 20/08/2006.
Disponível em < <http://www.avaliacaodeempresas.com.br/artigos.htm>> acesso em 25/09/2006. p.2.

Pesquisa: Fusões e aquisições no Brasil – Experiência e estudos de estratégias. Deloitte, 2006

PURSCHE, W. *Building better bids: Synergies and acquisition Prices*, chief financial officer USA (1998), p. 63-64.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração Financeira: Corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.

STIGLER, G. J. Monopoly and oligopoly by merger. *American Economic review*, Nashville: American economic association, V. 40, n.2, p. 23-34, 1950.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras associações entre firmas no Brasil. *Revista de administração*, São Paulo: FEA/USP, V.31, n.1, p 14-31, 1996.

WUJTOWICZ, R. P. *Structuring acquisition financing* - Guia Ernst Young para fusões e aquisições 1994, New york City.

SPENCER, T. *Aquisições Hostis: Até Quando Resistir?* São Paulo- 24/10/2006. Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/juridico/>> acesso em 26/10/2006

REIS J. G, e URANI A. *Uma visão abrangente das transformações recentes no Brasil - Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004. p. 23.

FERRAZ, J. C., LOOTY, M. e ROCHA, F. *Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: A Ótica das empresas adquiridas*, Rio de Janeiro, 2000