

LAÍSA MAIANA ARAÚJO

*Matricula 11511ECO002*

ANÁLISE DA ESTRATÉGIA DE EXPANSÃO POR MEIO DE FUSÕES E  
AQUISIÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

2019

LAÍSA MAIANA ARAÚJO

*Matricula 11511ECO002*

ANÁLISE DA ESTRATÉGIA DE EXPANSÃO POR MEIO DE FUSÕES E  
AQUISIÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e  
Relações Internacionais da Universidade Federal de  
Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título  
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

LAÍSA MAIANA ARAÚJO

*Matricula 11511ECO002*

ANÁLISE DA ESTRATÉGIA DE EXPANSÃO POR MEIO DE FUSÕES E  
AQUISIÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e  
Relações Internacionais da Universidade Federal de  
Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título  
de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 16 de dezembro de 2019

---

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Ana Paula Macedo de Avellar

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Michele Polline Veríssimo

## Resumo

O presente trabalho tem como objeto de estudo as fusões e aquisições realizadas por três empresas do setor siderúrgico, a ArcelorMittal, a Gerdau e a CSN (Companhia Siderúrgica Nacional). Busca-se com ele entender como as operações de fusão e aquisição são estratégicas no setor e como ela se deu ao longo da história das empresas, considerando o contexto, as motivações e as consequências. Para tal análise, o trabalho trata inicialmente da teoria já existente sobre fusões e aquisições, com os objetivos centrais e as estratégias adotadas pelas firmas que as realizam. No desenvolvimento, apresenta-se uma contextualização histórica do setor, abordando sua importância para o desenvolvimento dos países e sua evolução ao longo dos anos. Ao final, são apresentadas as empresas e suas principais atividades de fusões e aquisições, como elas se deram e como se relacionam à estratégia dessas firmas. Foram usadas para essa última etapa os índices de desempenho das empresas e as especificidades apresentadas por elas em seus relatórios anuais e Formulários 20-F. As informações coletadas permitiram que a conclusão de que os pontos que levam as empresas do setor a optarem pelo crescimento através de fusões e aquisições são similares, apesar de se conectarem de forma diferente às estratégias das empresas. Percebe-se que ao longo dos anos analisados, as decisões de fusão e aquisição tiveram impactos diretos no desempenho das empresas, impactando os resultados de gestão e os resultados financeiros de cada uma delas.

Palavras-chave: Economia Industrial; Fusões e Aquisições; Siderurgia; Desempenho; Crescimento da firma.

## **Abstract**

The present project has as study object mergers and acquisitions carried out by three companies in the steel industry, ArcelorMittal, Gerdau and CSN (National Steel Company).

It seeks to understand how strategic mergers and acquisitions are in the industry and how it has taken place throughout the company's history, considering the context, motivations and consequences.

For such analysis, this project initially deals with the existing theory on mergers and acquisitions, with the central objectives and the strategies adopted by the firms that carry them out. In development, it presents the sector's historical contextualization, addressing its importance for the development of countries and its evolution over the years. At the end, the companies and their main merger and acquisition activities are presented, how they happened and how they relate to the strategy of these firms.

For this last step, the companies' performance indexes and the specificities presented by them in their annual reports and Forms 20-F. The information gathered allowed the conclusion that the points that lead companies in the industry to choose to grow through mergers and acquisitions are similar, although they connect differently to corporate strategies. Over the analysed years it is noticeable that merger and acquisition decisions had direct impacts on the companies' performance, impacting the management results and the financial results of each one of them.

**Keywords:** Industrial Economy; Mergers and Acquisitions; Steel Industry.

# Sumário

Introdução.....	7
Capítulo 1 – Fusões e aquisições em perspectiva teórica.....	9
1.1. Concentração e centralização do capital e as fusões e aquisições.....	9
1.2. Tipos de fusão e aquisição.....	11
1.3. Internacionalização.....	13
1.4. Conclusão.....	17
Capítulo 2 – Panorama do setor siderúrgico.....	19
2.1. O aço no mundo.....	19
2.2. O aço no Brasil.....	29
Capítulo 3 - Análise das fusões e aquisições no setor siderúrgico.....	31
3.1. Análise das empresas.....	31
3.2. Comparação das estratégias e resultados.....	35
Considerações finais.....	46
Referências.....	48

## Introdução

A siderurgia é uma atividade essencial no desenvolvimento de um país. Os países em desenvolvimento e aqueles países que vivenciaram uma forte reestruturação econômica no último século viram sua indústria siderúrgica se tornar fundamental para o crescimento e para a elevação de sua competitividade internacional. É preciso analisar a história do setor para avaliar como se deu esse crescimento e quais foram as estratégias adotadas pelas empresas do setor para se adaptarem a esse cenário.

Esse trabalho tem como objetivo central a análise da estratégia de crescimento baseada em fusões e aquisições de três empresas, a CSN (Companhia Siderúrgica Nacional), a Gerdau e a ArcelorMittal, três dos principais expoentes do setor siderúrgico no Brasil. A escolha das empresas se baseou no posicionamento destas frente às atividades de fusão e aquisição, uma vez que, considerando as empresas que operam no Brasil, as três selecionadas são as que mais investiram no crescimento através de fusões e aquisições.

Para tal análise, focou-se na contextualização da estratégia da empresa e de sua conexão com as atividades de F&A. O trabalho traz as especificidades de cada uma e as consequências disso para os resultados da empresa, baseando-se no histórico e nos índices de desempenho de cada uma delas.

Os dados usados para o trabalho foram obtidos através dos Formulários 20-F e dos relatórios anuais das empresas, além de bibliografias específicas sobre o tema fusões e aquisições. Os Formulários 20-F são relatórios anuais que trazem informações financeiras e gerais sobre a estratégia da empresa, exigidos pela *U.S Securities and Exchange Commission* – SEC para que se tenha o registro de ações e outros títulos e valores imobiliários de emissores estrangeiros privados.

Esclarecido os termos de construção, a primeira parte do trabalho traz um embasamento teórico que serviu como base para o entendimento do processo de fusões e aquisições das empresas, explicando os tipos de fusão e aquisição que podem ocorrer e quais os resultados esperados, ou seja, quais as suas consequências para os resultados e estrutura das empresas.

O segundo capítulo traça o panorama histórico do setor siderúrgico, permitindo a contextualização do cenário e de todo o processo de desenvolvimento do mesmo e das empresas estudadas. Nessa etapa, busca-se trazer o caminho tomado para o alcance dos

atuais resultados da siderurgia no mundo e no Brasil, assim como um entendimento mais preciso da organização industrial do setor.

Por fim, o terceiro capítulo trata do panorama e do histórico de fusões e aquisições das três empresas analisadas. São detalhadas as fusões e aquisições realizadas pelas empresas, além dos riscos e o posicionamento dessas operações dentro da estratégia de cada uma das empresas. Nesse capítulo ainda são feitas as comparações dos resultados de cada uma das empresas, trazendo a diferença em seus posicionamentos e as consequências disso para cada uma delas.

Conclui-se o trabalho com um compilado geral das informações levantadas, que mostram que as decisões de fusões e aquisições no setor tem pontos em comuns para todas as empresas analisadas, como a aproximação dos fornecedores e dos clientes finais, mas também é vista por cada uma delas de uma forma diferente e encaixadas nas estratégias de acordo com seus objetivos maiores. No entanto, mostra-se que ao longo dos anos analisados, as decisões de fusões e aquisições adotadas tiveram impactos diretos em seus resultados e crescimento, destacando os pontos comuns e os pontos divergentes para isso.

## Capítulo 1 – Fusões e aquisições em perspectiva teórica

### 1.1. Concentração e centralização do capital e as fusões e aquisições

A análise da evolução de fusões e aquisições na sociedade capitalista fundamenta-se, em parte, na observação da concentração e centralização do capital pelas firmas. O entendimento desse processo passa inicialmente pelo entendimento do conceito de acumulação de capital, trazido em Marx (1984), onde o autor traz que, enquanto parte do capital, a mais-valia produzida pela força de trabalho, se reaplicada ou re-transformada em capital, origina o processo de acumulação de capital. Assim, seguindo os conceitos definidos por Marx (1984), a acumulação de capital surge da transformação do mais-produto em capital pelos capitalistas.

A concentração de capitais é, portanto, resultado do crescimento dos capitais individuais, permitida pela transformação do mais-produto em fonte de acumulação de capitais. A re-transformação constante dessa mais-valia é o que possibilita o crescimento do capital e a ampliação da escala de produção. Marx (1984) traz a seguinte definição para concentração:

Todo capital individual é uma concentração maior ou menor de meios de produção com comando correspondente sobre um exército maior ou menor de trabalhadores. Toda acumulação torna-se nova acumulação. Ela amplia, com a massa multiplicada da riqueza, que funciona como capital, sua concentração nas mãos de capitalistas individuais e, portanto, a base da produção em larga escala e dos métodos de produção especificamente capitalistas (p. 196)

Já a centralização de capital é entendida por Marx (1984) como um resultado da evolução da concentração, uma vez que o aumento da escala de produção e da produtividade, permitidas pela acumulação, permitem o barateamento das mercadorias, dando vantagem competitiva aos grandes capitais. Nessa situação, os grandes capitais tendem a ocupar um espaço cada vez maior do mercado, retirando a possibilidade de concorrência dos pequenos capitais. Marx (1984) traz a seguinte explicação para esse processo:

A concentração de capitais já constituídos, supressão de sua autonomia individual, expropriação de capitalista por capitalista, transformação de muitos capitais menores em poucos capitais maiores [...] O capital se expande aqui numa mão até atingir grandes massas, porque acolá ele é perdido por muitas mãos. É a

centralização propriamente dita, distinguindo-se da acumulação e da concentração (p. 197).

Partindo dessa discussão, Anita Kon (2017) analisa como a concentração e a centralização do capital permitiu o desenvolvimento de novas estruturas de mercado mais oligopolizadas e monopolistas. Segundo a autora, o elevado grau de centralização das firmas resulta em um número reduzido de empresas nos setores de produção, acirrando a concorrência e tornando a combinação de empresas, seja por meio dos cartéis, dos trustes ou das fusões, mais vantajosa.

O ponto central do trabalho é a avaliação dos benefícios dos processos de fusões e aquisições para as empresas, que se dão principalmente a partir da redução dos custos de transações.

As fusões ou aquisições (F&A) são alguns dos principais meios de crescimento da firma. Como discutido por Penrose (1959), o crescimento da empresa pode ocorrer por meio do uso de recursos internos ou por meio da aquisição de ativos de outras empresas. Kupfer (2002) destaca que a firma possui duas alternativas para a diversificação dos processos: criação de uma unidade produtiva completamente nova, processo chamado de *greenfield investment*, ou compra de plantas já existentes que estejam sendo operadas por outra empresa, através de fusões ou aquisições. Assim, a noção de fusão e aquisição é relacionada ao crescimento externo da firma, podendo gerar um aumento da capacidade produtiva na empresa, como alternativa aos *greenfield investments*.

Os processos de fusões e aquisições são formas de integração de duas ou mais empresas, sejam elas físicas, financeiras ou apenas de canais de distribuições. Gomes *et al* (2006) traz que a fusão acontece quando duas ou mais empresas passam a realizar operações em conjunto, enquanto aquisições são operações nas quais uma empresa adquire o controle de outra e disso resulta-se apenas uma empresa com duas ou mais plantas.

A teoria econômica traz diversas motivações para a realização de fusões e aquisições, Holmström e Roberts (1998) apontam que a transferência de conhecimento é um dos grandes direcionadores dessas operações, principalmente quando se pensa no surgimento de novas tecnologias e na exploração de novos mercados. Os autores ainda trazem que a globalização aumentou os benefícios de aquisições e da divisão do conhecimento das firmas geograficamente dispersas. Jovanovic e Rosseau (2002) também trouxeram suas conclusões acerca do tema, evidenciando que muitas das fusões e

aquisições ocorrem com a finalidade de obter de ganhos de eficiência no processo produtivo.

## **1.2. Tipos de fusão e aquisição**

### **1.2.1. Vertical**

As fusões verticais são aquelas nas quais as empresas estão em etapas diferentes da linha de produção, mas são parte de uma mesma cadeia produtiva. O processo pode ser para cima, à montante, quando a empresa se funde ou compra um de seus fornecedores, ou para baixo, à jusante, quando é direcionado a empresas clientes ou distribuidores (ROSS et al, 2015).

Pensando pelo ponto de vista dos custos de transação, quando os ativos envolvidos na cadeia analisada não apresentam especificidade e as operações são recorrentes, as empresas devem ser capazes de adquirir seus insumos no mercado, se aproveitando do ganho de escala de seus fornecedores. No entanto, como explicado por Fiani (2013, p.173), a aquisição de ativos específicos em transações recorrentes pode apresentar altos custos de transação.

Estes custos refletem o impacto do comportamento humano e das incertezas nas relações entre as firmas, como colocado por Fiani (2013):

O ponto de partida no tratamento da questão dos custos de transação pela TCT é o reconhecimento, a partir dos trabalhos de H. Simon, de que o comportamento humano, ainda que sendo intencionalmente racional, enfrenta limitações. Essas limitações possuem fundamentos neurofisiológicos (que limitam a capacidade humana de acumular e processar informações) e de linguagem (que limitam a capacidade de transmitir informações). (p.173)

Isto porque a teoria dos custos de transação pressupõe que os agentes tenham racionalidade limitada, isto é, dada a complexidades e as incertezas do mundo real, nem todas as contingências podem ser antecipadas em tempo suficiente. Se a firma depende do mercado para adquirir insumos essenciais e distribuir seus produtos, ela está sujeita a uma série de choques e circunstâncias que possam surgir, impossibilitando a efetivação da operação, conforme planejado anteriormente.

Pela integração vertical, as relações insumo-produto ocorreriam no ambiente intrafirma, o que permite uma segurança e uma flexibilidade indisponíveis no mercado,

além da redução de comportamentos oportunistas. Tal comportamento foi explicado por Fiani (2013):

Por oportunismo entende-se a transmissão de informação seletiva, distorcida e promessas “auto desacreditadas” (self-disbelieved) sobre o comportamento futuro do próprio agente (nesse último caso, o agente em questão estabelece compromissos que ele mesmo sabe, *a priori*, que não irá cumprir). Como não se pode distinguir ex- ante a sinceridade dos agentes, há problemas na execução e renovação do contrato. (p.173)

Como uma firma verticalmente integrada claramente reduz seus custos de transação, o valor do produto no mercado pode ser reduzido, tornando mais difícil a entrada de novos competidores no mercado. A integração vertical, ao diminuir os custos de transação, pode gerar uma forma organizacional mais eficiente, no entanto isso só é observado caso não haja dificuldades gerenciais, como observado por Hitt *et al* (2004, p.344).

### **1.2.2. Horizontal**

As fusões e aquisições horizontais são aquelas entre duas firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes (ROSS et al, 2015). Apesar de nem todas as fusões horizontais ameaçarem a competição, o potencial para tanto é claro, uma vez que o resultado é a redução do número de rivais, o que reduz a concorrência e aumenta o *market share* da empresa resultante da negociação. Economias de escala e escopo também são objetivos buscados aqui.

Diferenciando-se da fixação de preços via cartelização, as fusões se caracterizam por envolver a integração das facilidades das firmas, sejam elas físicas ou não, aumentando a possibilidade de benefícios sociais e econômicos resultantes da operação. É por isso que a fixação de preços é considerada prejudicial nas situações de cartel enquanto elas precisam ser analisadas caso a caso nos casos de fusões.

Fusões e aquisições horizontais se aproveitam diretamente das economias de escala, resultante da redução de custos – redução essa que pode se dar pelos ganhos de especialização advinda da maior produção das firmas em conjunto, do reaproveitamento de equipamentos industriais e de distribuição das plantas com essa maior produção, da possibilidade de redução de custos gerenciais e do ganho de poder de barganha na compra

de insumos. Os custos médios de longo prazo declinam com a adição de novas unidades até o volume máximo da capacidade instalada, como explicado por Loopty e Szapiro (2013, p.26).

Se comparados com os *greenfields investment*, as F&A horizontais ainda têm o benefício das economias de reinício (*set up*). Os custos de reinício fazem parte da operacionalização de equipamentos ‘multitarefa’ para o desempenho de uma função ou produto específico, com a elevação da produção, uma vez que as empresas têm linhas de produção parecidas, a máquina poderá operar por mais tempo com a mesma regulagem, reduzindo custos associados à perda de tempo necessária ao reinício da operação. Há também aproveitamento das economias de aprendizado, uma vez que a curva de aprendizado de ambas as empresas já está madura e não existem custos iniciais altos relacionados a isso (Loopty e Szapiro, 2013, p.26).

### **1.2.3. Conglomerado**

As fusões e aquisições que não se encaixam nas classificações acima são chamadas de conglomerado ou co-seguro. Fusões e aquisições em conglomerado envolvem firmas de ramos de atividades não relacionados, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos, visando redução de riscos e aproveitamento de oportunidades de crescimento (ROSS et al, 2015). VISCUSI et al (2002) trata das subdivisões feitas pela *Federal Trade Commission* – autoridade de defesa da concorrência nos EUA - das fusões de conglomerado, que são:

- Fusão de extensão de produto: caracterizada por fusões entre firmas que não vendem produtos que competem entre si, mas utilizam canais de mercado ou processos de produção relacionados;
- Fusão de extensão de mercado: junção de duas firmas que vendem o mesmo produto em mercados geográficos separados;
- Categoria pura de fusões de conglomerado: entre firmas sem nenhuma relação óbvia de qualquer tipo entre elas.

### **1.3. Internacionalização**

Como foi visto, nas fusões e aquisições ocorridas em um mesmo país, o principal motivador é a eliminação da concorrência e o aumento do *market share*. No entanto, o processo de globalização, que tornou a sociedade e os mercados mais interligados, levou

as fusões e aquisições a ultrapassarem as fronteiras domésticas, abrangendo empresas de países diferentes e permitindo a entrada em novos mercados.

Hitt *et al* (2004) afirmam que F&A foram usadas para acessar novos e lucrativos mercados, ou ainda para expandir a firma para outros mercados. Eles ainda afirmam que o processo de aquisição nacional tem características muito parecidas com a de *cross border*. No entanto, duas diferenças básicas tornam o *cross border* mais complexo: a alternância de ambiente institucional e divergências culturais entre países. As diferenças podem ser mais claramente apontadas no texto a seguir:

*In general, differences in the institutional environments may be based on different regulations, accounting standards, value systems, etc. Differences in the national cultures largely imply different individual values, risk propensity, acceptance of uncertainty, etc., while differences in corporate cultures suggest different organizational routines, managerial practices and styles, communication systems, etc. (p.325)*

Minervini (2008) entende que muitas vantagens levam as empresas a buscarem a internacionalização, as principais são:

- a) Fortalecimento da posição comercial da empresa: o aumento de vendas advindo da internacionalização permite aumento nos lucros, além de benefícios de economias de escala e ganhos de aprendizagem;
- b) Possibilidade de obter preços mais competitivos;
- c) Prolongamento do ciclo de vida do produto;
- d) Redução da dependência do mercado interno, o que reduz a vulnerabilidade a mudanças que podem ocorrer nesse espaço;
- e) Melhoria na qualidade do produto, pois a empresa precisa se adaptar a qualidade exigida no mercado externo;
- f) Possível diminuição da carga tributária por meio da utilização de incentivos fiscais.

No entanto, como o objetivo é avaliar o impacto no crescimento da produção das firmas que realizam os investimentos diretos estrangeiros (IDE) cabe explorar quais fatores foram levados em consideração pelas firmas, começando pelo tipo de investimento.

O investimento estrangeiro direto (IED) pode ocorrer de duas formas: por meio da instalação de uma nova subsidiária no país hospede, o *greenfield investment*, ou através da

F&A de uma firma já existente no país hóspede.

Hitt *et al* (2004) explicam que os *greenfield investments* envolvem o estabelecimento de subsidiárias em um novo mercado geográfico. Assim, gestão dos recursos internos e do conhecimento é facilitada, mas os custos são mais elevados. Custos esses que envolvem tanto o estabelecimento de uma nova unidade produtiva quanto de construção de uma rede de relacionamento com novos fornecedores, distribuidores e unidades governamentais para operação eficiente no novo ambiente. Além disso, o tempo demandado para esse tipo de investimento é maior.

Em uma F&A internacional (*cross-border*), os ativos e operações de duas firmas pertencentes a dois diferentes países são combinados, estabelecendo uma nova empresa. Numa aquisição internacional, o controle dos ativos e operações é transferido de uma companhia local para uma estrangeira e a primeira torna-se uma filial da segunda. Estas aquisições podem ser minoritárias (posse da firma estrangeira de 10% a 50% da empresa doméstica), majoritárias (posse de 50% a 99% da firma doméstica pela firma internacional) ou totais (posse de 100% da firma doméstica pela firma internacional).

Um dos grandes incentivos para realização do F&A, além daqueles discutidos anteriormente, é a possibilidade de reestruturação das operações existentes nacional ou globalmente para explorar economias de escala e de escopo e obter vantagens estratégicas em um curto espaço de tempo.

Além disso, como pesquisado e concluído por Hitt *et al* (2004), o nível da indústria e do país de destino quanto à perspectiva de crescimento do mercado, diferenças culturais entre a empresa entrante e a empresa de destino e incerteza quanto à receptividade no novo mercado incentivam a preferência por F&A.

Se o setor em que a F&A ocorre é dinâmico e robusto no país hóspede do IDE, o resultado tende a ser superior. Como colocado por Hitt *et al* (2004):

*In pursuing cross-border M&As, firms consider various conditions, including country-, industry-, and firm-level factors, which relate both to the acquiring and to the target firm. At national and industry levels, factors such as capital, labor, and natural resource endowments, in addition to institutional variables such as the legal, political, and cultural environment, are highly significant. (p.310)*

UNCTAD (2000) aponta alguns fatores que serão determinantes para a correta avaliação dos transbordamentos do IED (*spillovers*): se esta operação visa a estratégia de busca por mercado (*market-seeking*), busca por eficiência (*efficiency-seeking*), ou busca por recursos naturais (*natural-resource-seeking*). Levando em consideração os pontos relevantes obtidos através do UNCTAD (2000) na comparação entre as possíveis formas de IED, cabe destacar:

#### **a) Tecnologia**

A velocidade com que as alterações serão realizadas depende da necessidade da firma adquirida de transferir conteúdo num dado contexto de dotação local de fatores, condições de mercado e orientação das filiais. No entanto, no processo de F&A, o capital humano pode ser mais bem aproveitado, incluindo o *know how* dos empregados, se o *staff* for mantido.

#### **b) Competitividade internacional**

As F&A podem ser importantes em países onde as empresas estão começando a se internacionalizar, como no caso de substituição de importações, onde é necessário levar-se em consideração ao realizar o investimento o custo de uma reestruturação da firma.

Há ainda mais dois pontos apontados por Hitt *et al* (2004):

#### **c) Tempo**

Se o investidor tem pouco tempo para realizar a entrada em um novo mercado, a única alternativa aceitável seria a F&A. Entradas através de novas unidades produtivas requerem uma abordagem mais lenta e moderada. Como colocado em seu texto: “*if the target market has a high growth rate, the choice of an acquisition allows the investor to penetrate it more quickly*” (Hitt et al, 2004, p. 321).

#### **d) Cultura**

Alguns autores acreditam que quanto maior a diferença cultural, mais difícil será realizar uma aquisição, dados os custos para adequação da mão de obra à forma de gerenciamento. No entanto, outros autores acreditam que grandes diferenças culturais são superadas justamente pelas aquisições, já que aumentam a legitimidade no mercado entrante. Além disso, “*companies without significant foreign experience may find it*

*necessary to buy existing firms for the purpose of acquiring the capability of dealing with the local environment''* (Hitt et al, 2004, p. 322).

#### **1.4. Conclusão**

Anita Kon (2017) traz a discussão da importância do processo de acumulação de capital na concentração e centralização das firmas. Segundo a autora, o aumento do poder da firma permitido pela acumulação de capital é o que permite esse movimento de centralização dentro dos setores de produção. Essa centralização de capitais é a base para o entendimento dos processos de fusão e aquisição que serão estudados no presente trabalho.

De acordo com a Teoria de Custos de Transação, as empresas buscam redução de custos para realização de investimento. E como meio de crescimento, a firma pode optar por investir em uma nova planta ou se expandir unindo-se ou comprando outra firma. As velocidades de expansão e adaptação cultural, no caso de uma F&A, são pontos que podem contribuir para tal escolha.

Resumidamente, existem três tipos de processo: o vertical, o horizontal e o conglomerado. O primeiro, liga empresas de uma mesma cadeia de produção e ocorre porque as incertezas advindas da racionalidade limitada quanto aos contratos no mercado tornam mais barato para a empresa produzir internamente, do que adquirir o produto no mercado. Pode haver ainda outras motivações, como a discriminação de preços e a escolha dos insumos.

Já nas F&A horizontais, as empresas que passam a trabalhar juntas já atuavam em um mesmo mercado como concorrentes, aproveitando assim ganhos de escala e *market share*. Existem ainda vantagens em relação a construção de uma nova planta, pela velocidade de manutenção das operações.

Os conglomerados, ao contrário das formas anteriores de F&A, reúnem firmas que não atuam no mesmo ramo de atividades ou setores correlacionados, mas que podem aproveitar os canais de distribuição ou mesmo contribuir para a redução de risco da atividade principal da empresa.

Qualquer um dos tipos de F&A pode ocorrer também internacionalmente, como foi

observado em diversos setores. Ao expandir-se internacionalmente, algumas vantagens adicionais ao processo podem ser apontadas, como a redução de risco de monopólio em F&A horizontais e melhor aproveitamento de cadeias internacionais de distribuição e atividade; mas também são observadas dificuldades, como a dificuldade de adaptação cultural e ambientação institucional.

## **Capítulo 2 – Panorama do setor siderúrgico**

### **2.1. O aço no mundo**

Introduzida a base teórica para a análise de fusões e aquisições, partiremos para uma análise do setor siderúrgico. É de extrema importância para os resultados buscados o entendimento da história do setor, que nos mostrará o caminho tomado para o alcance do atual nível de desenvolvimento, assim como de sua organização industrial, que nos permite uma contextualização do desenvolvimento das empresas estudadas. Nesse tópico será abordada a história do setor siderúrgico em geral.

#### **2.1.1. Os primeiros anos do aço**

Conhecido desde a antiguidade, o aço passou a ser produzido em larga escala e utilizado amplamente na indústria a partir do final do século XIX. Ele foi um produto chave na Segunda Revolução industrial, abrindo novas possibilidades nos processos produtivos, permitindo a criação e consolidação de novos produtos e mercados e contribuindo para a elevação da produtividade a partir do aperfeiçoamento de máquinas.

O aço tornou possível a produção em larga escala em grande parte da indústria, além de ter sido essencial para o encurtamento das distâncias geográficas e, por extensão, dos mercados, uma vez que permitiu grandes melhorias no transporte, principalmente no ferroviário e naval.

As possibilidades advindas desse produto fizeram com que os países considerassem imprescindível a implantação de uma indústria siderúrgica nacional que servisse de base e suporte para a implementação de seu parque industrial, o que tornou o setor uma robusta ferramenta para o desenvolvimento econômico dos países, como foi discutido por Holmo e Moura Neto (2010).

De acordo com Morandi (1997), a presença do aço em um número elevado de setores permitiu que alguns indicadores da indústria siderúrgica, tais como o consumo per capita de aço ou a intensidade do consumo em relação ao produto interno sejam utilizados para indicar o nível de desenvolvimento industrial de um país.

Essa importância dada ao setor foi observada no período que compreende desde o final da Segunda Guerra Mundial até o início dos anos 1970, a “era do aço” (PINHO, 2001,

p.88), período marcado por grande dinamismo na indústria siderúrgica. Para Morandi (1997), essa foi a primeira fase da história do setor siderúrgico no pós-guerra, já que foi necessária a reconstrução da capacidade produtiva e da infra-estrutura econômica dos países europeus e do Japão, além do rápido crescimento da produção alimentado pelo aumento da demanda dos setores-líderes do crescimento industrial desse período (metal-mecânica, automobilística e bens de consumo duráveis).

### **2.1.2. O desenvolvimento após 1974**

A segunda fase desse desenvolvimento setor, ainda de acordo com Morandi (1997), se inicia no ano de 1974 e se caracteriza pela estabilidade da produção siderúrgica mundial, que passou a apresentar apenas pequenas oscilações anuais e nenhum crescimento expressivo. O ano de 1973, como foi apontado por Pinho (2001), foi o último ano da década de 70 a apresentar uma expansão relevante na produção de aço bruto mundial, com um crescimento de 10,5%. A demanda, em escala global, jamais voltou a apresentar uma evolução vigorosa por períodos longos. O crescimento médio anual do período exatamente posterior, 1973-1997, teve uma média anual de 0,6%, chegando a atingir somente 0,2% entre os dois últimos picos da série, 1989 e 1997. (PINHO, 2001).

Morandi (1997) continua sua discussão trazendo outras características importantes que ajudam a distinguir as duas primeiras fases. Além das mudanças relacionadas ao comportamento da demanda, o setor passou por uma profunda reestruturação sob múltiplos aspectos: modificações nos fluxos e na intensidade do comércio internacional, alterações na distribuição geográfica da produção mundial, inovações tecnológicas em processos e em produtos, e mudanças na condução das políticas econômicas mundiais para o setor.

No entanto, essa estagnação da demanda global não espelha a evolução que ocorria nos países em desenvolvimento nesse período, nos quais o consumo continuou a crescer durante a década de 70 a uma taxa anual de 8,8% (contra 0,9% do resto do mundo). Nesses países, a produção conjunta de aço aumentou de 26 Mt, em 1970, para 51 Mt, em 1980, atingindo a marca de 91 Mt em 1990, o que correspondeu a 11,8% da produção mundial (MORANTI, 1997, p.15).

Ainda de acordo com Morandi (1997), a evolução da capacidade produtiva desses países foi consequência de uma política deliberada de seus respectivos governos no sentido de substituir suas importações, principalmente de bens intermediários. De virtuais

importadores, os países em desenvolvimento passaram a ofertar aço no mercado mundial, uma vez que seus investimentos no setor geraram uma capacidade produtiva bem acima da quantidade necessária para o consumo interno, acumulando vantagens competitivas com as novas plantas e/ou com a ampliação das usinas já existentes, também foi possível incorporar as tecnologias mais avançadas disponíveis no momento das decisões desses investimentos.

### **2.1.3. As alterações ocorridas a partir de 1979 e a estagnação até os anos 90**

No período entre 1979 e 1989, a siderurgia mundial deixou de encontrar nas economias do Leste Europeu uma compensação para a evolução negativa da procura nas economias capitalistas desenvolvidas. A partir daí, uma fase de maturação e estagnação na indústria siderúrgica mundial instaurou-se definitivamente, provocada pela desaceleração do ritmo de crescimento econômico mundial.

O quadro dos países leste europeus também foi de estagnação, com o modesto aumento da demanda da URSS sendo praticamente anulado pelo decréscimo no restante da Europa Oriental. Também nos NICs (Newly Industrialized Countries, que inclui China, Índia, Malásia, Filipinas, Tailândia, Coreia do Sul, Taiwan, Formosa, Cingapura, Hong Kong, Brasil e África do Sul) ocorreu desaceleração do crescimento, apesar do crescimento da demanda da Coreia do Sul, Taiwan e da China. (PINHO, 2001, p.96).

O setor ainda sofreu efeitos advindos da crise da dívida dos países latino-americanos e africanos, o que se traduziu em uma forte redução nas taxas de crescimento da demanda por aço no conjunto das economias em desenvolvimento. Holmo e Moura (2010) trazem que isso ocorreu em função do excesso de oferta, das crises econômicas nos países emergentes que causaram uma retração da demanda mundial até meados dos anos 90, dos dois choques de petróleo e da fragmentação da antiga União Soviética.

A retração da demanda, como apontado por Pinho (2001), também foi efeito da diminuição do ritmo do setor de construção e de infraestrutura. Em 1990, as malhas de infraestrutura física dos países produtores de aço já eram suficientes para atender as demandas de investimento nas construções de residências, edificações, redes de transporte e saneamento básico.

É possível pontuar os fatores estruturais que contribuíram para essa completa estagnação da demanda no período analisado. Pinho (2001) traz os seguintes fatores:

- a) Mudança no perfil da demanda final, favorecendo produtos de produção pouco intensiva em aço;
- b) Substituição de matéria-prima, com a elevação da utilização de produtos alternativos, como plástico, cerâmica e alumínio, nas indústrias automobilísticas e de embalagens;
- c) Diminuição da demanda de aço nos processos de produção metal-mecânicos.

Pinho (2001) ainda ressalta:

[...] a quantidade de aço utilizada em muitos produtos teria diminuído no período analisado. Essa redução de uso sem substituição está associada a dois conjuntos distintos de fatores. De um lado aumentou a eficiência do uso do aço - e de materiais em geral - nas indústrias consumidoras e, de outro, foram introduzidas e/ou difundidas variedades de aço que atendem aos critérios com menor quantidade do material. (p. 106).

Para o setor, as limitações advindas dessa estagnação acabaram por restringir a capacidade de diluição dos custos fixos por meio do incremento da produção, e representaram um fator de estímulo aos mecanismos alternativos de redução de custos. Além disso, o setor enfrenta uma tendência de queda dos preços, explicada pelas questões acima, que mostram que novos produtos estavam sendo desenhados pelo mercado com uso menos intensivo do aço, tornando ainda mais urgente a necessidade de redução de custos.

Entre 1980 e 1990, houve um ligeiro aumento no consumo mundial de aço, puxado principalmente pela expansão da demanda nos países em desenvolvimento, em particular naqueles do continente asiático, cuja elevação do consumo correspondeu a 134,5% da elevação no resto do mundo. (PINHO, 2001, P.90).

#### **2.1.4. A década de 1990**

Na década de 1990, os países em desenvolvimento, incentivados pela recuperação da América Latina, mantiveram-se como principal suporte da demanda mundial de produtos siderúrgicos. Isso é mostrado pela elevação de 124 Mt nos países em desenvolvimento, um número muito maior que os 20,3 Mt dos países integrantes do G-7. (PINHO, 2001, p.95)

Pinho (2001) ainda traz que, apesar dessa elevação na demanda dos países desenvolvidos, o crescimento no período não pode ser explicado somente por isso. Alguns fatores estruturais específicos, como o esgotamento do processo de substituição de

materiais, o desenvolvimento de novos materiais pela indústria siderúrgica, com maior aplicabilidade, a ampliação da utilização do aço na construção civil, incluindo construções de residências e o aumento do tamanho dos automóveis, foram essenciais nesse processo.

Na China, Coréia do Sul e Brasil, o incremento do consumo acelerou-se em relação ao período anterior e, segundo Pinho (2001), embora isso não tenha se seguido em Taiwan, nesse país o crescimento prosseguiu a uma taxa bem elevada de 7,5% ano. No conjunto dos países em desenvolvimento, houve uma elevação média anual de 6% da demanda de aço no período 1989-97.

Apesar da recuperação nos países desenvolvidos e do forte crescimento nos países em desenvolvimento, houve uma retração da demanda global. Essa retração pode ser dada como um resultado da profunda crise vivenciada nos países do Leste Europeu na transição para a economia de mercado. Entre 1989 e 1997, essa crise sugou do mercado uma demanda por 117,7 Mt de laminados de aço, o que corresponde a uma queda de 74% do consumo nesses países. (PINHO, 2001, p. 90)

Ainda de acordo com Pinho (2001), a diminuição da demanda alcançou o patamar de 80% na antiga URSS, mas também foi bem severa nos outros países daquela região, reduzindo cerca de 50% da demanda média do período anterior à crise. A intensidade dessa retração, no entanto, foi diferente se considerarmos que países com fronteiras com países da economia capitalista européia - como a Hungria - iniciaram um processo de recuperação da sua demanda de forma mais rápida, enquanto na URSS, o consumo de aço seguiu caindo nos anos seguintes.

Considerando também as influências da globalização, o movimento mundial de reestruturação do setor siderúrgico foi caracterizado notadamente pelos mecanismos apontados por BNDES (1998, apud Holmo e Moura, 2010):

- concentração: fusões, incorporações e fechamentos de unidades;
- maiores escalas de produção;
- especialização, principalmente nos produtos especiais;
- ênfase à questão do meio ambiente;
- continuidade dos processos de privatização;
- desenvolvimento tecnológico de produto e de processo;

- tendência à maior produção de aços especiais e maior ênfase à questão da qualidade;
- novos modelos de administração;
- internacionalização das empresas;
- deslocamento de parte da produção e do consumo de aço dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento;
- expansão considerável da siderurgia no sudeste asiático;
- formação de grandes blocos regionais; e
- desenvolvimento das mini-mills<sup>1</sup>.

A partir do forte crescimento da demanda por aço na China, a aceleração do ritmo de fusões e aquisições, iniciado em 1998, estabelece uma nova fase do crescimento no ciclo de vida da indústria siderúrgica, tornando o setor um dos mais consolidados da economia do início do séc. XXI. Isso acontece principalmente com a intenção de racionalizar a produção à demanda decorrente da elevação dos preços do aço em nível mundial a partir de 2002, causada principalmente pelos ganhos de especialização. Nesse contexto, o preço do aço se tornou bastante favorável às siderúrgicas, o que contribui para o aumento das margens e da lucratividade. Em relação ao mercado internacional, pode-se dizer que houve uma elevação no comércio dos produtos siderúrgicos na década de 1990.

Com essa reestruturação, NEIT (2005) aponta que o surgimento de atores globais neste setor é um processo originado durante a década de 1990. Até o início daquela década, os maiores grupos mundiais – Nippon Steel e Posco – produziam em média 25 Mt./ano. Após o processo de concentração e intensificação da internacionalização produtiva, em 2004, houve a fusão da Ispat International, International Steel e LNM Holdings, que originou a maior fabricante de aço do mundo, o grande grupo mundial, Mittal Steel, que produziu, em 2004, aproximadamente 59 Mt/ano, seguido da Arcelor, com aproximadamente 47 milhões de tons./ano. (NEIT, 2005), representando 6,1% e 4,9% da produção mundial respectivamente (produção total de 962 Mt).

No período entre 1990-95, o mercado mundial de aços especiais cresceu mais intensamente que o de aços comuns, com o desempenho favorável sendo reproduzido em

---

<sup>1</sup> Tipo de planta produtiva que opera duas fases da produção de aço: refino e laminação. São chamadas também de semi-integradas.

quase todas as categorias de aços ligados, de acordo com Pinho (2001, p.120). Além do maior dinamismo, o mercado de aços especiais caracteriza-se pela superioridade em termos de valor agregado e grau de sofisticação tecnológica. Trata-se, porém, de um mercado mais restrito, já que exige investimento em plantas mais especializadas e Pesquisa e Desenvolvimento. Empregando estimativas de preços e volumes, compilada por Pinho (2001), pode-se inferir que as 57Mt de aços especiais consumidas mundialmente em 1995 correspondiam a uma cifra em torno de US\$50 bilhões, menos de um quinto do valor das vendas de aço laminado em geral.

### **2.1.5. O desenvolvimento após 2003**

O setor siderúrgico vivenciou outra grande mudança a partir de 2003, quando o mercado chinês transformou a siderurgia ao elevar a demanda pelo produto. De acordo com os Formulários 20-F de 2003 a 2008 de grandes empresas do setor, uma forte expansão da economia do Sudeste Asiático, principalmente através do aumento expressivo das importações da China, contribuiu para a maior comercialização do produto. Este aumento de demanda estimulou ainda mais o crescimento do setor através de F&A.

Em 2003 ocorreu a fusão da estatal chinesa Baosteel com a privada Baoshan Iron Steel, criando uma única empresa listada em bolsa e se tornando a siderúrgica com maior valor de mercado do mundo. A Baosteel comanda um décimo do mercado na China (Valor Econômico, 11 de agosto de 2004, versão online).

Em agosto de 2005, o grupo Techint anunciou a criação da Ternium, formada pela união da argentina Siderar, da venezuelana Sidor e da mexicana Hylsamex, companhia voltada à produção de aços planos e longos. A nova empresa tem sede legal em Luxemburgo, mesmo domicílio legal da Tenaris, que fabrica tubos de aço sem costura e é uma das empresas controladas pelo grupo (Valor Econômico, 23 de agosto de 2005).

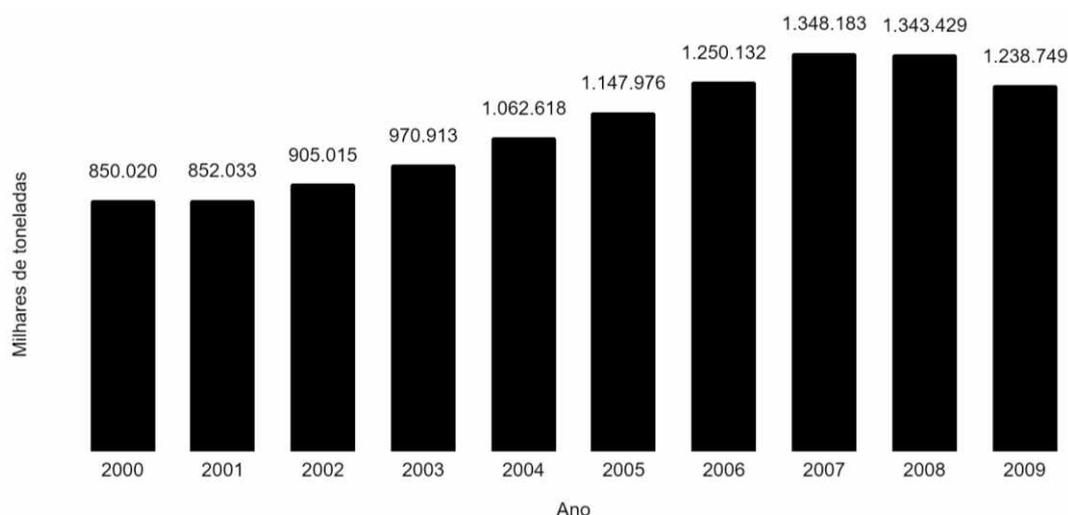
Em junho de 2006, depois de seis meses de negociação, a líder mundial do setor siderúrgico, a indiana Mittal Steel, assumiu o controle da européia Arcelor, por 27 bilhões de euros, criando uma gigante na produção de aço, que se propunha a ser três vezes maior que suas concorrentes imediatas (Gazeta Online, 26 de junho de 2006). A Mittal Steel anunciou que suas negociações envolveram 92% das ações da Arcelor, o que deu origem a um conglomerado (Arcelor-Mittal) capaz de produzir mais de 120 milhões de toneladas de aço por ano. Houve a troca de mais de 665 milhões de ações da Mittal, além de um

investimento de 7,7 bilhões de euros para concluir a operação (Valor Econômico, 27 de julho de 2006).

### 2.1.6. Os impactos da crise de 2008

Conhecida como crise do Subprime, a crise de 2008 impactou de forma significativa o setor siderúrgico. Esse, que apresentou crescimento consistente desde a década de 90, sofreu nos anos de 2008 e 2009 uma queda de cerca de 9% em sua produção. Essa queda pode ser visualizada no Gráfico 1, que traz os dados da produção mundial de aço bruto desde o início da primeira década dos anos 2000:

**Gráfico 1: Produção mundial de aço (2000-2009)**



Fonte: World Steel Association (2019). Elaboração própria

**Tabela 1 – Produção mundial de aço**

Produção mundial de aço por países em milhões de toneladas										
Países	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mundo	850	852	905	971	1.063	1.148	1.250	1.348	1.343	1.239
China	129	152	182	222	273	356	421	490	512	577
Japão	106	103	108	111	113	112	116	120	119	88
Estados Unidos	102	90	92	94	100	95	98	98	92	59
Rússia	59	59	60	61	66	66	71	72	69	60
Alemanha	46	45	45	45	46	45	47	49	46	33
Coréia do Sul	43	44	45	46	48	48	48	52	54	49

Ucrânia	32	33	34	37	39	39	41	43	37	30
Brasil	28	27	30	31	33	32	31	34	34	27
Índia	27	27	29	32	33	46	49	53	58	64

Fonte: World Steel Association (2019). Elaboração própria

A crise teve grande efeito no mercado, principalmente no mercado dos países emergentes, que enfrentaram queda no preço das commodities e na demanda mundial, além de grande redução no investimento direto, nas linhas de crédito comercial e nos empréstimos internacionais. Nesse período, entre os principais produtores do mercado de aço mundial, apenas a China e a Índia foram capazes de manter um ritmo crescente de produção no setor siderúrgico, não apresentando quedas em suas produções, como podemos ver na Tabela 1.

No relatório publicado pelo Deloitte Manufacturing Group, é mostrado que houve uma queda de cerca de 25% no número de acordos fechados no setor siderúrgico em 2008, com uma redução de aproximadamente 50% no valor dos mesmos. No entanto, mesmo que de forma mais branda, as fusões e aquisições continuaram como estratégia importante para as empresas do setor. De acordo com o relatório, na segunda metade de 2008 somente 52 acordos foram fechados, enquanto na primeira metade esse número foi de 107. No primeiro quadrimestre de 2009, somente 14 negociações foram bem-sucedidas.

### **2.1.7. Do pós-crise à atualidade**

Em 2010, com o mundo dando os primeiros passos para a recuperação econômica após a grande crise dos anos anteriores, o setor siderúrgico reagiu bem. O patamar da produção mundial subiu para números maiores que aqueles vistos nos anos pré-crise. Em 2010, a produção mundial de aço bruto foi de 1.433.432 mil toneladas, um crescimento de 15,72% se comparado ao ano anterior e de 6,32% se comparado a 2007. Neste ano, todos os principais produtores mundiais apresentaram crescimento relevante em suas produções internas, mas o principal responsável foi sobretudo a China, que apresentou demanda 37% superior à de 2007, enquanto nos outros países a produção foi em média 10% inferior à do ano pré-crise.

Em 2011 o crescimento elevado da produção se repetiu. A elevação da produção de aço bruto entre esse ano e 2010 foi de 7,30%. Com exceção do Japão, todos os grandes produtores mundiais seguiram a linha de crescimento iniciada no ano anterior. Nesse ano, a produção japonesa, uma das mais relevantes na produção mundial, entrou em uma crítica

trajetória de estagnação. Em 2011, a produção do país se reduziu cerca de 1,82%, mantendo essa tendência até o período atual. Essa estagnação está relacionada ao grande descompasso existente entre a capacidade de produção e seu consumo doméstico, o que torna a produção do país fortemente dependente do consumo externo, principalmente dos países asiáticos. O crescimento da produção e da participação do aço chinês no mercado mundial é, portanto, uma das principais causas dessa estagnação, graças à elevação da competição pelo mercado dos países asiáticos.

Apesar dos bons resultados vistos na elevação da produção nos anos de 2010 e 2011, o setor passou a enfrentar uma crise de capacidade na última década. Os impactos disso podem ser vistos na estagnação da produção mundial após 2012, que cresceu somente 2% em média entre este ano e 2017. Nos cinco anos desse período, grande parte dos principais produtores mundiais vivenciaram quedas em sua produção total, como mostra a tabela de crescimento abaixo.

**Tabela 2 – Variação na produção de aço bruto**

<b>Variação da produção de aço bruto (2009 - 2017)</b>									
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
World	-7,79%	15,72%	7,30%	1,44%	5,79%	1,15%	-2,95%	0,43%	6,31%
China	12,63%	10,69%	9,90%	4,14%	12,44%	0,04%	-2,25%	0,47%	7,83%
Japan	-26,28%	25,21%	-1,82%	-0,34%	3,14%	0,06%	-5,00%	-0,34%	-0,11%
United States	-35,38%	35,55%	7,33%	2,66%	-2,05%	1,49%	-10,58%	-0,47%	4,00%
Russia	-12,41%	11,55%	2,85%	1,97%	-1,71%	3,55%	-0,79%	-0,63%	1,47%
Germany	-28,72%	34,16%	1,03%	-3,66%	-0,04%	0,70%	-0,62%	-1,40%	2,89%
South Korea	-9,42%	21,29%	16,30%	0,81%	-4,36%	8,30%	-2,62%	-1,57%	3,58%
Ukraine	-19,91%	11,98%	5,68%	-6,67%	-0,62%	-17,09%	-15,46%	5,44%	-11,56%
Brazil	-21,38%	24,30%	6,90%	-1,98%	-1,05%	-0,78%	-1,89%	-5,96%	10,29%
India	9,93%	8,58%	6,52%	5,16%	5,22%	7,37%	1,99%	7,25%	6,26%

Fonte: WorldSteel Association. Adaptação e elaboração próprias.

O excedente da capacidade mundial já era de 501 milhões de toneladas em 2011, o que naquele momento já passou a afetar o preço e o resultado das empresas produtoras de aço. Em 2012 o cenário se tornou ainda mais delicado, houve uma redução de cerca de 8% no consumo aparente de aço no mundo, causada principalmente pela recessão estadunidense e o menor crescimento da China naquele ano. Com isso, o excedente passou para o patamar de 526 milhões de toneladas de aço, uma elevação de 4,9% se comparado ao ano anterior.

O excedente da capacidade mundial se mantém elevado, sua trajetória só apresentou

resultado positivo em 2018, quando se reduziu dos 730 milhões alcançados em 2017 para cerca de 550 milhões de toneladas em 2018. Essa redução se deveu principalmente ao plano de corte da produção chinesa. No cenário mundial do aço, 2018 também foi marcado pela criação de medidas de proteção comercial pelo presidente dos EUA, que restringiu a importação de aço para o país, estabelecendo uma alíquota de 25% para o produto. Outro importador relevante, a União Europeia, também adotou salvaguardas à importação de aço nesse período.

Concluindo, a trajetória do aço é positiva desde o início da primeira década dos anos 2000, o que se deve principalmente ao crescimento médio do consumo mundial e à participação cada vez maior da produção chinesa no mercado mundial. A China viveu uma elevação sem precedentes da sua participação na indústria siderúrgica mundial, sendo hoje responsável por mais da metade de tudo que é produzido no mundo. A capacidade mundial de produção também se elevou muito, sendo hoje mais que o dobro daquela observada no ano 2000.

## **2.2. O aço no Brasil**

No Brasil, além da grande contribuição para o posicionamento do país no que diz respeito às exportações, o setor siderúrgico responde por parcela relevante do Produto Interno Bruto brasileiro, cerca de 1,3% em 2017, e da geração de emprego no país. (ANUÁRIO ESTATÍSTICO DO SETOR METALÚRGICO, 2018)

Segundo o Anuário Metalúrgico do Ministério de Minas e Energia do Brasil, o Brasil é o 9º maior produtor do setor no mundo, em 2017 foram produzidas cerca de 34,4 Mt, apresentando um saldo comercial com superávit de US\$ 5,8 bilhões, com exportações de US\$ 8 bilhões e cerca de US\$ 2,2 bilhão de importações. No que diz respeito às vendas internas, os maiores consumidores do país são o setor de construção civil e as indústrias de autopeças e automobilísticas, que, junto aos outros setores, compraram cerca de 18,9 milhões de toneladas em 2017. Ainda segundo o anuário, o faturamento da siderurgia brasileira foi cerca de R\$ 81,6 bilhões. (ANUÁRIO ESTATÍSTICO DO SETOR METALÚRGICO, 2018)

O parque produtor de aço no Brasil está localizado em dez estados, no entanto os estados da região sudeste são responsáveis por mais de 90% da produção do país. Existem cerca de 29 usinas espalhadas pelos 10 estados, administradas por 10 grupos empresariais,

dos quais se destacam os grupos ArcelorMittal, CSN e Gerdau, que juntas produziram mais de 65% da produção de aço bruto do país em 2017. Outros dados relevantes do setor, baseados nos relatórios de 2018, são a capacidade instalada do país, de cerca de 50,4 milhões de t/ano de aço bruto, e o nível de emprego no setor, 103.150 colaboradores em 2017.

A evolução da produção brasileira se assemelha àquelas vistas em nível mundial. O país apresentou produção crescente dos primeiros anos da primeira década de 2000, seguido de queda em 2009, graças aos efeitos da crise econômica internacional. Em 2010, a produção volta a crescer, mas retorna a um ciclo de quedas que se aprofunda após 2014, graças à conjuntura econômica interna desfavorável e também ao aumento do excedente da produção mundial do setor.

## **Capítulo 3 - Análise das fusões e aquisições no setor siderúrgico**

### **3.1. Análise das empresas**

No presente tópico, serão analisadas as Fusões e Aquisições das empresas ArcelorMittal, CSN e Gerdau, empresas escolhidas para o estudo no trabalho. Analisaremos também as principais características desse processo, o impacto no crescimento das empresas e, por fim, será realizada uma comparação do processo de expansão das empresas.

#### **3.1.1. Arcelor Mittal**

A Mittal Steel foi fundada em 1989 por Lakshmi N. Mittal e já no mesmo ano passou a adquirir novas empresas em Trinidad e Tobago, estabelecendo esse tipo de processo como a principal estratégia da firma (20-F, ARCELORMITTAL, 2008, p. 23). Sua segunda aquisição se deu de uma forma que se repetiria diversas vezes na história da empresa, adquirindo Siderúrgica Del Balsas no processo de privatização da indústria do aço Mexicana (20-F, MITTAL, 2003, p. 18), o que iria se repetir em 96 em acordo com a Irlanda (20-F, MITTAL, 2003, p. 19).

Outra característica adotada pela Mittal foi a compra de empresas endividadas, como no caso da Ispad Hamburg em 95, onde a Mittal assumiu uma dívida de \$39 milhões ((20-F, MITTAL, 2003, p. 18).

A empresa realizou aquisições na Alemanha, Romênia, EUA, República Checa, Bósnia, Polônia, África do Sul, China, Ucrânia e Canadá até 2005 de acordo com o 30 Formulário 20-F de 2008 (p.18), mas destaca-se a compra da Arcelor em 2006, na época a segunda maior produtora de aço mundial com uma produção de 46,7 Mt em 2005, sendo uma empresa de tamanho equivalente (20-F, ARCELOR MITTAL, 2008, p. 18).

Em 2007, a empresa já unificada ArcelorMittal realizou em torno de 35 transações de compra total ou parcial de outras empresas, incluindo nos países em que trabalhava, Argentina, França, Itália, Uruguai e África do Sul. (20-F, ARCELOR MITTAL, 2008, p. 19) e em 2008, as aquisições passaram a objetivar a verticalização das atividades da empresa em países que já tem atuação (20-F, ARCELOR MITTAL, 2008, p. 19).

A própria empresa define sua estratégia baseada em três pontos: presença geográfica, atuando em quatro continentes – América, África, Europa e Ásia – com uma grande gama de produtos oferecidos e uma cadeia produtiva extensa, com expressiva

integração vertical. A empresa ainda conta com uma cadeia de distribuição de produtos própria, isto é, desenvolve a integração vertical também downstream e busca oferecer produtos de alto valor agregado, resumindo assim sua estratégia em seu Formulário 20-F de 2008:

*ArcelorMittal has been built on a management strategy that emphasizes size and scale, vertical integration, product diversity and quality, continuous growth in higher value products, a strong employee well-being and customer service focus. ArcelorMittal intends to continue to play a leading role in the consolidation of the global steel industry and to remain the global leader in the steel industry. The Company's three-dimensional strategy, as described below, is its key to sustainability and growth. ArcelorMittal has unique geographical and product diversification coupled with upstream and downstream integration designed to minimize risk caused by cyclicalities. (p.17)*

Já em janeiro de 2008, com a nova estratégia, a empresa adquiriu a Unicon, principal produtora de aço soldado da Venezuela, passando a liderar o suprimento dos setores de petróleo e gás, da indústria e da construção do país. No ano anterior à formalização da compra, a Unicon havia produzido um volume de 552 mil toneladas. Ainda no primeiro mês daquele ano, a empresa formou uma joint venture com o BE Group na Suécia, passando a deter 20% do mercado de aço carbono plano.

Ainda naquele ano, a empresa realizou outras 8 aquisições em seus diversos locais de atuação, além de 3 joint ventures, buscando elevar sua participação mundial e no mercado de diversos países. No entanto, a ArcelorMittal deixa claro no Formulário 20-F de 2008 que a situação da economia mundial foi um ponto considerado na redução do investimento em fusões e aquisições feito pela empresa nesse ano, apesar da manutenção da estratégia de crescimento baseada nesse pilar. De acordo com o formulário, 'the Company has temporarily put its growth plans on pause, focusing instead on adapting the Company to the current difficult environment.' (20-F, ARCELORMITTAL, 2008, p. 28). O corte de investimentos se manteve em 2009, ano em que somente duas aquisições de relevância foram feitas.

Como resultado da crise, o Formulário 20-F de 2010 trouxe a mensagem da tomada de medidas mais conservadoras de crescimento. A prioridade da empresa naquele momento era permanecer competitiva, mantendo e atualizando os ativos que já possuía, além disso, o crescimento orgânico passou a ser mais relevante, com a busca de aumentar a participação

em países emergentes, como o Brasil. Seu posicionamento acerca de fusões e aquisições passou a ser mais cauteloso, com a realização de negociações bem seletivas.

Com o novo posicionamento da empresa, o número de aquisições relevantes caiu. Depois da compra da Unicon, somente em 2013 houve outra negociação relevante. Nesse ano, a ArcelorMittal adquiriu parte da operação do ThyssenKrupp, uma operação de cerca de 2 milhões de toneladas em Carlver/Alabama, originando a AM/NS Calvert.

Em 2017 o grupo sinalizou uma elevação da sua confiança na economia e no setor, voltando a realizar aquisições de grande porte. No ano, a ArcelorMittal adquiriu a Votorantim Siderurgia, resultando em uma capacidade de produção de 5,6 milhões de toneladas de aço bruto e 5,4 milhões de toneladas de laminados. Nesse ritmo, em maio de 2018, a ArcelorMittal adquiriu a participação de 100% na AM Iberoamerica Holding B.V. (Holanda), que detém 90% da Acindar (Argentina), no valor aproximado de R\$ 3 bilhões.

### **3.1.2. Gerdau**

De acordo com o Formulário 20-F (2007, p.12), a empresa iniciou suas atividades em 1901 como uma fábrica de pregos controlada pela família Gerdau. Até 1969, sua expansão buscou incorporar novos produtos e serviços relacionados ao aço, atendendo Porto Alegre, Rio Grande do Sul e São Paulo.

Até 2000, a empresa acumulou a compra de 48 usinas siderúrgicas, entre grandes e pequenas plantas, e em 80 inicia seu processo de internacionalização adquirindo uma produtora de aços longos no Uruguai. O segundo passo da internacionalização, contudo ocorreu apenas nove anos depois no Canadá (F-20, GERDAU, 2007, p.12), se acelerando no período. De acordo com o Formulário 20-F (GERDAU, 2007, p.16), a aquisição das usinas visa a aproximação com os clientes e fontes de matéria-prima para produção direcionada ao fornecimento dos mercados locais e exportação a preços competitivos.

Entre 2000 e 2002, o grupo apostou no aumento de sua participação acionária em empresas relevantes para o setor, seja nacional ou internacionalmente. Em 2000, houve um aumento na participação na AmeriSteel, nos EUA, na Sipsa e Sipar, na Argentina e na Açominas, em Minas Gerais. Em 2001, a participação na Açominas se elevou novamente, enquanto a AmeriSteel comprou uma nova planta da Birmingham Southeast, que se tornou a sétima planta da Gerdau na América do Norte. Em 2003 o grupo investiu US\$ 423,1 milhões na aquisição de novos ativos e participações acionárias e em 2004 adquiriu uma

empresa com capacidade instalada de 200 mil toneladas de ferro-gusa, reforçando sua operação nacional.

Até 2010, a estratégia de expansão e internacionalização via fusões e aquisições se manteve forte na empresa. Entre 2006 e 2008, diversas pequenas empresas foram adquiridas na América do Norte, América do Sul e Europa. No entanto, devido aos cenários do setor e da economia mundial, a empresa passou a adotar uma estratégia orgânica de crescimento, investindo em plantas próprias já existentes. De 2010 até 2018, não ocorreram fusões e aquisições relevantes na empresa.

### **3.1.3. CSN**

A Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) é uma sociedade acionária brasileira criada em 1941 por um decreto do presidente daquele ano, Getúlio Vargas. Já nos primeiros anos de sua operação, são incorporadas à CSN as minerações Casa de Pedra, em Congonhas (MG), e a Mina de Arcos, localizada em Arcos (MG).

Em 1993, a empresa foi vendida em sucessivos leilões na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, quando o governo brasileiro se desfez de 91% das ações que detinha da empresa. Assim, inicia-se um período de investimentos visando a elevação da produção de aço bruto e o aprimoramento da qualidade dos produtos vendidos pela empresa, além da elevação da produtividade de suas usinas.

A empresa traz no formulário 20-F (2019, p. 27) que sua principal estratégia é se manter na posição de uma das produtoras de aço com menor custo de produção do mundo, além de manter a alta qualidade de seus produtos e o mercado consumidor diverso. Focada no mercado interno, a avaliação de oportunidades de aquisição, joint ventures e projetos de brownfield e greenfield é feita constantemente, com o objetivo de elevar a competitividade e acrescentar a produção da empresa, buscando também ganhos logísticos, de infraestrutura e de geração de energia.

A primeira aquisição relevante da CSN foi feita em 1998, quando a INAL e a Intermesa, importantes distribuidores de aço do país, foram incorporadas pela empresa. Os relatórios da empresa trazem que o objetivo dessas aquisições foram o de fortalecer a logística comercial e aproximar ainda mais a empresa do seu mercado consumidor, elevando a qualidade da prestação de serviços. (ITR, 1998)

Em 2001 a CSN adquire os direitos de compra dos ativos da companhia americana HeartLand Steel e constitui a CSN LLC, dando início ao seu processo de internacionalização, que se consolida com a incorporação da Lusosider, de Portugal e da

SWT, da Alemanha. Essas aquisições foram parte da estratégia de exploração de novos mercados adotada pela empresa naquele momento.

Já em 2002, a CSN adquire a Metalic, fábrica de latas de aço de duas peças, aquisição que teve como fundamento econômico a rentabilidade futura da empresa, uma vez que a Metalic era naquele momento a única empresa da América Latina a fabricar latas de aço em duas peças. Mantendo a estratégia, em 2004 a CSN consolida sua liderança no segmento de aços planos revestidos, adquirindo integralmente o controle acionário da GalvaSud S.A. De acordo com o Relatório de Demonstrações Financeiras Padronizadas daquele ano, essa aquisição aconteceu para complementar o esforço da companhia de oferecer um maior mix de produtos aos clientes e ampliar as possibilidades de conquistar novos mercados e ampliar a participação naqueles já atendidos. Em 2005, incorporou-se a Ersá - Estanhos de Rondônia S.A e os 50% restantes da Lusosider, tornando a CSN detentora do capital total dessa empresa.

A estratégia de expansão e diversificação da empresa se consolida com a aquisição da Prada, maior fabricante de embalagens de aço para a indústria alimentícia do país, em 2006. E seguindo o foco em otimização logística, a empresa adquire em 2007 a Companhia de Fomento Mineral e Participações (CFM), localizada em Minas Gerais e com instalações próximas ao principal ativo de mineração da CSN, a Casa de Pedra.

Após uma pausa nos processos de aquisição, a CSN compra em 2012 uma siderúrgica de aços SWT longos, na Alemanha. A aquisição, além de consonante com o processo de internacionalização da empresa, marca a entrada da CSN no mercado de aços longos, produto usado na construção civil e em aplicações industriais diversas.

Por fim, a empresa conclui, em 2015, o processo de fusão com a Namisa, combinando ativos de mineração e de logística com a empresa citada, incluindo os direitos de operar o terminal portuário do TECAR, em Itaguaí (RJ) e participação na MRS, criando uma empresa de classe global, a Congonhas Minérios.

### **3.2. Comparação das estratégias e resultados**

Inicialmente, é preciso considerar que as motivações para as F&A no setor siderúrgico são variadas. O fato de a siderurgia estar no meio da cadeia produtiva metal-mecânica faz com que seu poder de barganha seja naturalmente afetado pelos processos de F&A de setores fornecedores de insumos (minério de ferro e equipamentos, por exemplo) e nos consumidores de produtos siderúrgicos (automobilística e construção naval).

Ao se concentrarem, as indústrias siderúrgicas adquirem uma maior capacidade de negociação tanto no mercado a montante (fornecedores de matéria prima como, por exemplo, produtores de ferro gusa) quanto à jusante (como a indústria automobilística). A própria natureza do setor já gera características propícias à obtenção de significativos ganhos de escala e a uma forte concentração de mercado de acordo com Gomes *et al* (2006). Tais características propiciam, na Teoria da Organização Industrial, o aparecimento de elevadas barreiras à entrada (grande volume de capital e necessidade de apropriação de economias de escala) e a saída (ativos especializados) como discutido no primeiro capítulo.

Por apresentar plantas grandes, a indústria siderúrgica em geral consegue ganhos de escala com a indivisibilidade técnica, já que os custos fixos da produção são diluídos à medida que o volume de produção de um mesmo bem aumenta. Isso deve ser diretamente buscado pelas empresas siderúrgicas, já que os custos fixos são muito altos em função da instalação da planta.

O processo de F&A no setor siderúrgico apresenta vantagens claras, como abordadas no primeiro capítulo, mas podem incorrer em custos como economias de reinício se as F&A da siderurgia não forem bem planejadas (HITT *et al* 2004), já que apresentam um maquinário complexo. Outra tendência facilmente observável no setor é a produção de diversos tipos de aço em uma mesma planta para se aproveitar de economias de escopo. No entanto, a Gerdau, a Mittal e a CSN apresentam algumas plantas especializadas, principalmente em países onde alguns produtos específicos são mais demandados, mas ainda assim oferecem variedade, ou seja, ao mesmo tempo aproveitam os ganhos de especialização e existência de reservas de capacidade e fatores comuns para diversos bens produzidos, além de complementaridades tecnológicas e comerciais, evitando com isso abrir mão totalmente das economias de escopo.

Os ganhos obtidos com a verticalização são claramente apontados no desenvolvimento histórico das empresas. As três tendem a realizar F&A envolvendo não só empresas com produções similares, mas também empresas complementares à produção, como a compra de hidrelétricas pela Gerdau, de portos e linhas férreas pela Mittal e de complementares logísticos pela CSN.

É possível observar, dado o desenvolvimento histórico do setor, que algumas vezes os efeitos de crises e redução de demanda foram sentidos por países desenvolvidos e em

desenvolvimento da mesma forma, como na crise da década de 1970. Em outras crises, apenas os países em desenvolvimento foram afetados, no entanto o país de origem das três – Índia no caso da Mittal e Brasil o caso da Gerdau e da CSN – não teve impacto direto no desenvolvimento de ambas, uma vez que já atuavam em outros países.

De Paula (2002) mostrou que a maioria das empresas do setor siderúrgico começou sua internacionalização em 1998, com a reestruturação do setor, como abordado anteriormente. No entanto, a Mittal e a Gerdau deram início ao processo de F&A em 1989, mostrando seu pioneirismo nesta área. Ambas optaram estrategicamente pela atuação em diversos países, rompendo com o caso clássico de firmas familiares ou estatais. Já a CSN, com uma estratégia mais voltada ao mercado interno, deu o pontapé inicial para a internacionalização somente em 2001.

A Mittal ainda se aproveitou desse processo de reestruturação. Analisando seu desenvolvimento histórico, é possível observar que suas primeiras aquisições aconteceram com empresas que estavam sendo privatizadas em outros países, como no caso da mexicana Siderurgica Del Balsas, da Sidbec-Dosco Inc. pertencente ao Governo de Quebec, dentre outras.

Isto demonstra a característica inicial para F&A da Mittal: empresas com privatizações em curso ou empresas privadas em processo de falência, assumindo as dívidas e se comprometendo com os governos dos países hospedeiros a realizar obras de infraestrutura no país de destino, como na Libéria ou na Romênia.

A estratégia da Gerdau foi impulsionada pelo crescimento anterior da empresa no pós-guerra. Esta cresceu primeiro no Brasil, realizando inclusive *greenfields investments* antes mesmo de realizar sua primeira compra no exterior. A Gerdau tende a localizar suas empresas próximas das fontes de matéria-prima e dos mercados consumidores, reduzindo drasticamente o custo de logística. Em suas F&A, busca empresas que apresentam possibilidade de melhoria de gestão dos recursos e produtividade através de investimentos tecnológicos.

No entanto, raramente assume empresas endividadas. Nos Formulários 20-F são encontradas apenas três aquisições em que assumiu a dívida das empresas compradas: a SiderPeru, a Quenex e a MacSteel Inc. Tal comportamento acaba reduzindo o risco de liquidez, mesmo realizando o investimento necessário para que sejam implementadas

melhorias.

Já a CSN adota uma estratégia mais conservadora no que diz respeito às F&A. Além do menor número de fusões e aquisições realizadas pela empresa, se comparada às outras analisadas, esses processos não são a principal estratégia da empresa, como acontece nas outras duas. No entanto, seu objetivo com isso também é uma melhoria na gestão, melhor atendimento dos clientes e elevação da produtividade. Assim como a Gerdau, a CSN é mais seletiva no que diz respeito à aquisição de empresas endividadas. Sua estratégia nesse sentido é de garantir os menores riscos no processo. Neste ponto, todas as empresas enfrentam o risco de gestão das empresas adquiridas. É preciso que a empresa compradora faça um esforço no sentido de melhoria da empresa comprada, além de melhoria de processos, gestão, tecnologia e ainda garantir que os empregados sejam mantidos em alguns casos, para aproveitar o ganho advindo do *learnig by doing* além da superação das diferenças culturais, e manutenção de pessoal competente para administrar a integração das atividades.

É por isso que as empresas apresentam divergência na velocidade com a qual realizam suas aquisições. A Gerdau tenta se estabelecer e crescer em um país para depois proceder com a expansão para outros, como no caso dos Estados Unidos, onde a empresa adquiriu 15 unidades antes de realizar seu primeiro investimento na Europa (Espanha). Já a Mittal realiza aquisições em diversos países em um mesmo período, aparentando possuir maior capacidade de gestão de unidades internacionalizadas, provavelmente por toda a experiência adquirida ao longo dos anos. Com uma visão mais conservadora, a CSN tem um processo mais lento, principalmente se considerado o posicionamento nos outros países.

O sucesso da Mittal tem sido construído sobre uma estratégia que enfatiza: dimensão e escala, a integração vertical, a diversidade de produtos, contínuo crescimento em produtos de maior valor agregado e um produto diferenciado para atendimento das necessidades de seus clientes de acordo com os relatórios estudados, como mostrado anteriormente.

A Mittal foi alterando sua política de F&A ao longo do tempo, iniciando com empresas endividadas e passando para empresas líderes em seus mercados a partir de 2005, seja pela redução de empresas ineficientes ocorrida pela reestruturação do setor, ou pelo

crescimento da companhia que permitiu realizar melhores negócios. Além disso, a partir de 2007 começa a realizar *greenfield investments*, dada sua grande experiência em internacionalização.

Um ponto de divergência entre as empresas que cabe ressaltar é a questão tecnológica. Como mencionado anteriormente, a Mittal é uma grande desenvolvedora de tecnologia, recebendo recursos pelo uso de suas patentes. Já a Gerdau e a CSN realizam acordos com outras empresas para implementação de tecnologia que já existe, ou seja, ao invés de gerar, tem custo com tecnologia.

Cabe analisar detalhadamente os riscos apresentados nos relatórios das empresas. Os riscos de negócios, como os inerentes à mineração, conflitos laborais e danos às instalações por catástrofes naturais obviamente são compartilhados por todas, já que são riscos do setor em que atuam. No entanto, alguns riscos podem ser diferentes para cada empresa.

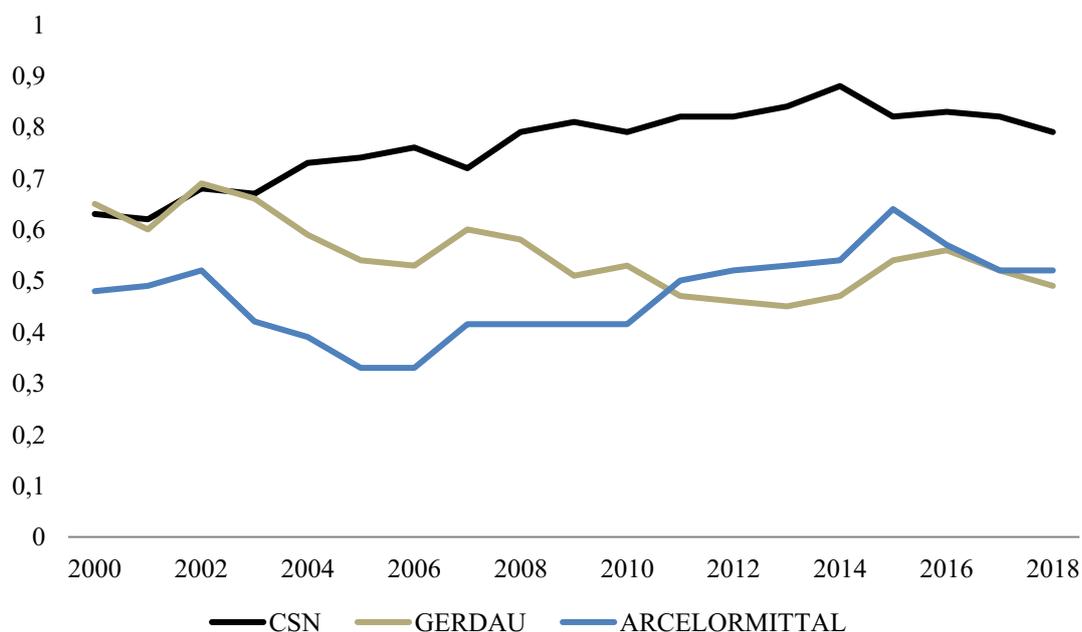
Como apresentado anteriormente, a Mittal realiza suas F&A em diversos países, incluindo aqueles ainda em desenvolvimento, gerando assim um risco alto, pois pode haver instabilidade política em tais países. Além disso, a dependência do mercado interno de algumas empresas subsidiárias pode trazer prejuízos.

Um risco citado pelas empresas é o nível de endividamento, relacionado a utilização constante de capital de terceiros. Este ponto também está ligado com a localização das firmas compradas para análise de custo de crédito, já que em países desenvolvidos as taxas de captação de recursos podem ser mais altas, mas apresentarem menos incerteza, ou ainda ao resultado no balanço da empresa mensurado por moedas desvalorizadas frente ao dólar.

### **3.2.1. Endividamento e estruturas de capital**

Para aprofundar a análise de resultados das empresas frente aos riscos apontados, cabe examinar detalhadamente alguns índices de endividamento e estrutura. A análise se inicia no quociente de participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais, medido pela participação do patrimônio líquido no passivo total das empresas. O gráfico abaixo traz os resultados encontrados, baseados em dados extraídos dos relatórios financeiros.

#### **Gráfico 2 – Capital de terceiros comparado aos recursos totais**



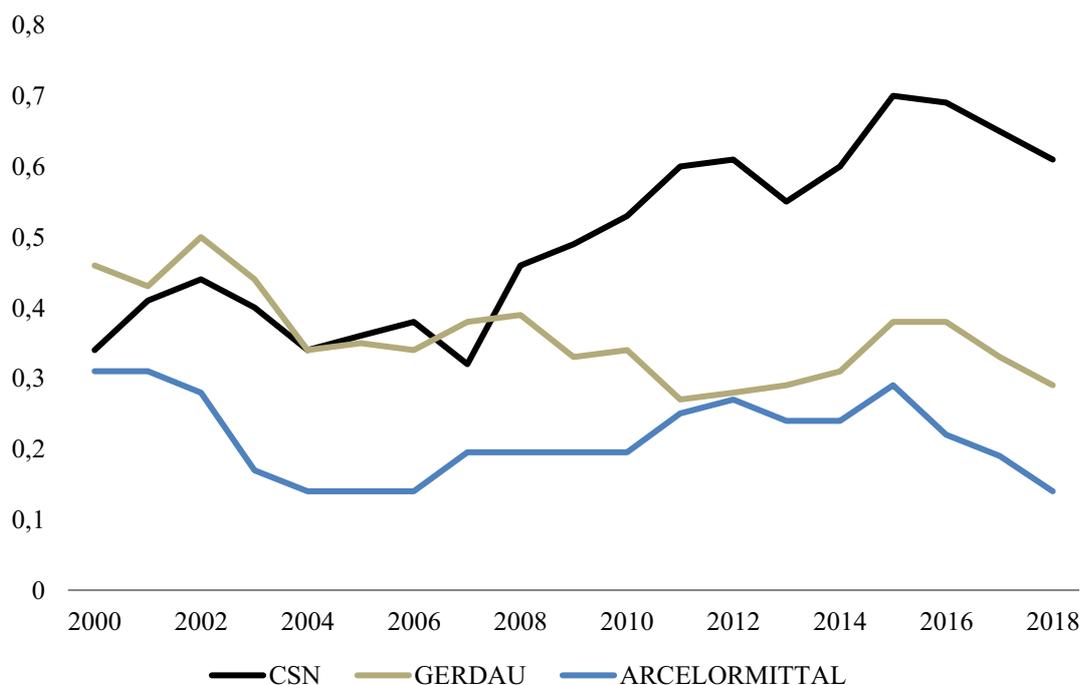
Fonte: Elaboração própria

Como pode ser observado, existe uma diferença relevante na estrutura de capital de cada uma das empresas. A CSN apresentou no período de 2000 a 2018 um elevado grau de dependência de capital de terceiros (sempre acima de 60%), chegando ao seu ápice em 2014, com 88% dos seus recursos totais na mão de terceiros. Por esse lado, a estratégia da empresa é mais arriscada que de suas concorrentes, que de forma geral apresentam percentuais menores de capital de terceiros dentro de seu capital total. Nos últimos anos, inclusive, os percentuais da Gerdaul e da ArcelorMittal chegam a se igualar na casa dos 50%.

Outro índice analisado foi o de endividamento, que traz o total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo sobre o passivo e patrimônio líquido total da empresa. Os resultados podem ser vistos no Gráfico 3.

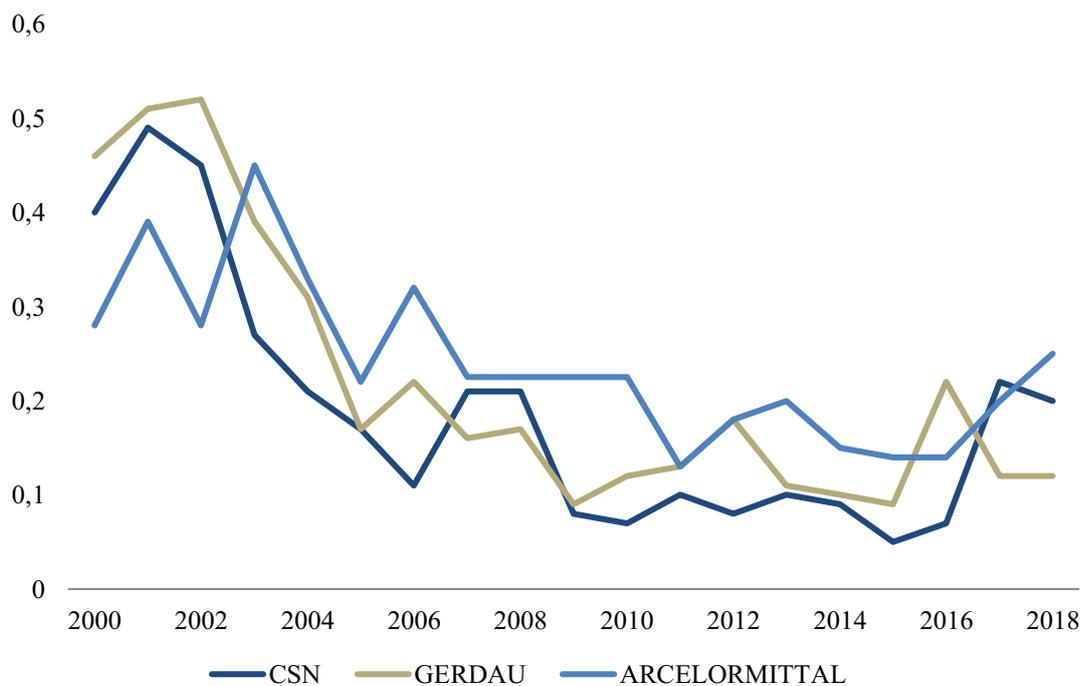
Mais uma vez a CSN se destaca das outras empresas analisadas. Do período de 2008 a 2018 a empresa vivenciou uma grande elevação de seu endividamento, que foi em média 60% do capital total da empresa no período. A ArcelorMittal tem uma posição menos arriscada em termos de endividamento, mantendo-o em níveis menores que 30% desde os anos 2000. No entanto, como mostra o gráfico abaixo, o endividamento histórico das empresas é composto principalmente por endividamento de longo prazo. Esse cenário é comum no setor siderúrgico, uma vez que os investimentos do setor costumam ser elevadíssimos e focados principalmente em grandes plantas produtivas.

**Gráfico 3 – Endividamento total**



Fonte: Elaboração própria

**Gráfico 4 – Endividamento de curto prazo**



Fonte: Elaboração própria

Percebe-se nesse indicador que, apesar do maior endividamento da CSN, seu endividamento, ainda mais que o das outras empresas, é majoritariamente composto por

dívidas de empréstimos e financiamentos de longo prazo. Das três empresas, aquela que possui mais débitos a serem quitados no curto prazo é a ArcelorMittal, no entanto os níveis ainda são baixos, beirando a média de 20%. Ao observarmos as estratégias das empresas, é possível perceber que a CSN se posiciona de uma forma que explica a diferença de seu padrão de endividamento. Seu investimento em construção de plantas próprias e expansão das existentes é proporcionalmente maior.

Podemos concluir que no que diz respeito à estrutura e endividamento, as empresas costumam recorrer a capital de terceiros. Na CSN, o risco é maior pela maior participação de capital de terceiros e pelo nível mais elevado de endividamento, mas esses indicadores estão muito relacionados ao posicionamento da empresa, que apesar de ter um posicionamento internacional bem mais tímido que das outras empresas, ainda se figura como uma das maiores produtoras de aço do mundo.

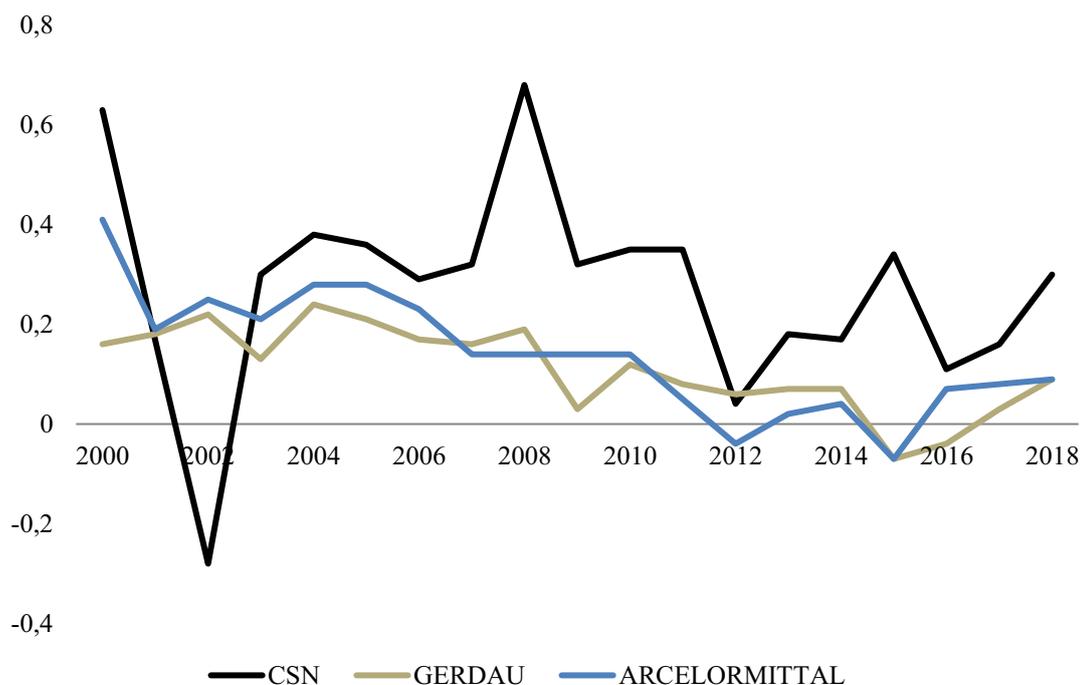
### **3.2.2. Lucro e rentabilidade**

Outros indicadores econômicos devem ser analisados para que uma comparação mais precisa seja realizada, com o intuito de demonstrar como empresas de um mesmo setor e com alguns princípios semelhantes, sejam eles o investimento em expansão, internacionalização e crescimento através de F&A, apresentam resultados.

Para tal, analisaremos indicadores de lucro e rentabilidade das empresas, sendo eles o lucro líquido comparado à receita líquida operacional, que representa a eficiência global das companhias. O lucro operacional sobre a receita líquida operacional, que representa o desempenho operacional da empresa e se diferencia do primeiro indicador citado por não descontar os resultados não-operacionais e impostos e contribuições.

Comparando as margens operacionais, a CSN apresenta uma volatilidade muito maior que as outras empresas, apresentando consecutivas elevações e quedas, enquanto o resultado das outras empresas é mais consistente no período de 2000 a 2018. No entanto, seu lucro operacional líquido é em média maior que o das outras empresas. Considerando as outras duas, que possuem as operações de fusão e aquisição como um dos principais pontos de suas estratégias, os resultados mostram uma certa ineficiência operacional das empresas. Considerando que as fusões e aquisições são uma estratégia de redução de custos e melhora principalmente desse índice, percebe-se que a redução contínua vai contra o resultado esperado.

**Gráfico 5 – Margem operacional**

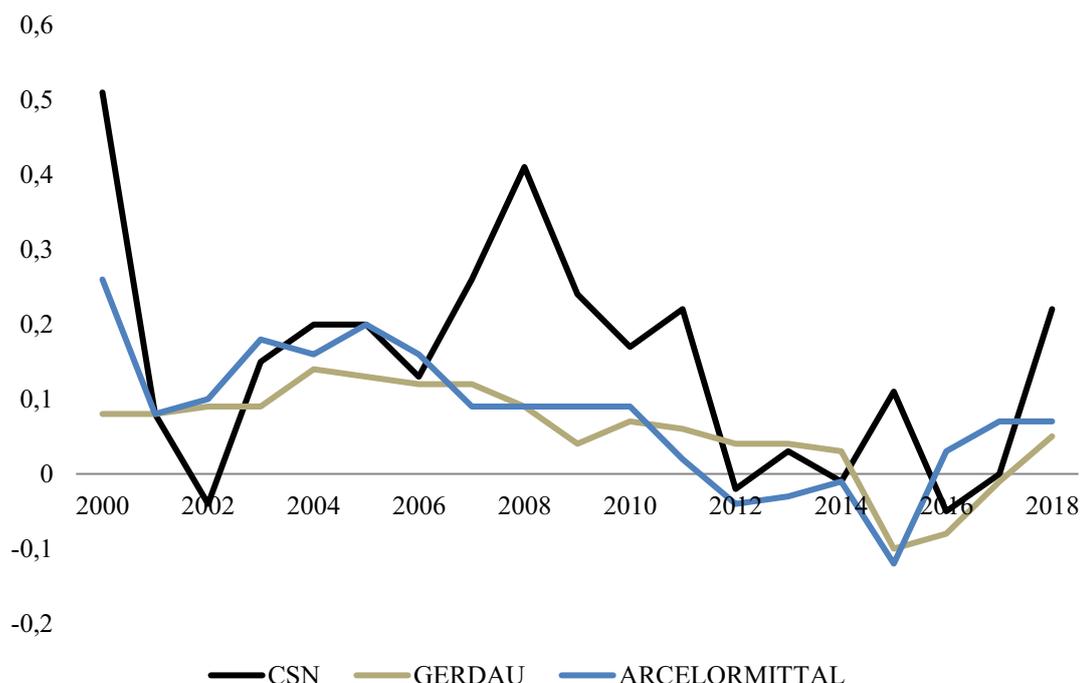


Fonte: Elaboração própria

Realizada essa análise, é possível concluir que a Gerdau e a ArcelorMittal assumem mais riscos em seus desenvolvimentos que a CSN e isso se reflete nos resultados. No entanto, o fato de a CSN ser uma empresa mais conservadora na sua expansão e no direcionamento de seu investimento explica bem os motivos disso.

Um ponto a favor dos resultados da CSN é seu foco em fusões e aquisições que visam aproximar a empresa de seus fornecedores e de seus consumidores finais, o que favorece a redução dos custos de transporte da empresa. Esse também é um ponto positivo para as outras empresas, que adotam essa estratégia em nível internacional.

**Gráfico 6 – Margem líquida**



Fonte: Elaboração própria

Quando analisamos as margens líquidas gerais, é possível identificar que a CSN também se destaca no quesito volatilidade, enquanto as outras empresas apresentam resultados mais consistentes. A maior concentração das atividades da CSN e seu comportamento mais conservador no que diz respeito à expansão é um ponto que colabora para os melhores resultados vistos em parte do período analisado.

As outras duas empresas mantêm um nível baixo de margem e os motivos operacionais ainda são os responsáveis aqui, visto que não existem muitas mudanças na evolução dos dois indicadores analisados.

De forma geral, as estratégias adotadas por cada uma das empresas mostram como é possível que os resultados de produção delas seja tão distinto. A Gerdau e a ArcelorMittal, com suas estratégias bem similares, apresentam diferenças relevantes pois a primeira adota uma estratégia de expansão internacional menos arriscada, buscando se estabelecer em um país antes de buscar o início da operação em outros. Isso ajuda a reduzir os riscos advindos da internacionalização, mas é um ponto que deixa a empresa atrás de sua principal concorrente, a ArcelorMittal. No entanto, a Gerdau tem em seu portfólio produtos de alto valor agregado e altamente especializados, tendo oportunidades de crescimento com riscos menores se comparada com a ArcelorMittal. Já a CSN, com seu foco no mercado brasileiro

e sua posição conservadora, mantém resultados melhores, mesmo que em termos absolutos bem menores que os de suas concorrentes.

## Considerações finais

No primeiro capítulo do trabalho, foi construído o embasamento teórico para análise das F&A realizadas pelas empresas comparadas no trabalho, quais sejam a ArcelorMittal, a Gerdau e a CSN. Já no segundo capítulo, foi analisado o desenvolvimento da indústria como um todo, abordando os fatos históricos pertinente ao entendimento do desenvolvimento das empresas. O terceiro capítulo trouxe uma análise detalhada do desenvolvimento de cada uma das empresas e realizou as devidas comparações entre elas.

A indústria siderúrgica iniciou seu processo de internacionalização somente em 1998 de acordo com De Paula (2002), bem depois do início do processo realizado pela Mittal e Gerdau. Este é um dos motivos para tamanha dificuldade em encontrar estudos específicos sobre o tema, quando tratando especificamente de fusões e aquisições.

Das empresas analisadas, a Gerdau e a ArcelorMittal optaram pela redução dos custos de transação como forma de crescimento, utilizando as F&A ao invés de *greenfields investments* para expandir sua capacidade produtiva. Também apresentam interesses em integrações verticais e horizontais, aproveitando ganhos de escala e escopo e criando barreiras à entrada, como explicado no primeiro capítulo. A CSN adotou uma estratégia diferente, sua estratégia de crescimento, apesar de contemplar as fusões e aquisições, esteve mais relacionada à construção e expansão de novas plantas.

A Mittal mostra em seus relatórios que realiza reestruturações das operações globais para obter vantagens em um curto espaço de tempo, reconhecendo que as F&A são essenciais para seu crescimento. Enquanto isso, as expansões da Gerdau ocorriam em busca de proximidade com as fontes de matéria-prima e dos mercados consumidores. Como colocado no capítulo dois, a reestruturação do setor na década de 90 contribuiu para a consolidação das duas empresas, pois ambas optaram pela especialização produtiva facilitada através das F&A realizadas. Já a CSN realizou sua expansão através de fusões e aquisições com o objetivo de obter ganhos na sua gestão e se aproximar de minas de extração mineral e de seu mercado consumidor.

Em sua expansão a Gerdau concentrou suas aquisições nos Estados Unidos e Canadá, enquanto a Mittal se expandiu para países onde encontrava oportunidades de aquisição de empresas em processo de privatização. O posicionamento internacional da CSN é bem mais tímido que de suas concorrentes, com algumas poucas aquisições da Europa e na América do Sul.

As diferenças nas estratégias adotadas refletem em distintos resultados para cada

uma delas. No que diz respeito ao endividamento, a CSN se destaca por apresentar um endividamento muito maior que de suas concorrentes. Isso se explica graças fato trazido anteriormente de que a empresa opta por um crescimento mais focado em construção de novas plantas e expansão das existentes, o que acaba influenciando nos indicadores de empréstimos e financiamentos de longo prazo da empresa.

O posicionamento mais conservador no que diz respeito à gestão e expansão da CSN também permite que a empresa apresente resultados de rentabilidade melhores que de suas concorrentes, que ao se arriscarem mais acabam sacrificando parte de seus resultados. No entanto, esse sacrifício é o que permite que a ArcelorMittal e a Gerdau estejam no topo das maiores produtoras de aço do mundo.

A tendência do setor nos últimos anos é a de redução de riscos, mesmo em empresas mais aptas a aceitá-lo como a ArcelorMittal. Isso se deve a crise global que o setor vem enfrentando a alguns anos, com produção excedente e capacidades muito mais elevadas que a demanda do mercado.

## Referências

ARCELORMITTAL. **Form 20-F**. Luxembourg: Arcelormittal, 2000-2018. Disponível em: <https://corporate.arcelormittal.com/investors>. Acesso em: 09 dez. 2019.

ARCELORMITTAL. **Annual Report**. Luxembourg: Arcelormittal, 2000-2018. Disponível em: <https://corporate.arcelormittal.com/investors>. Acesso em: 09 dez. 2019.

CÂMARA, Guilherme Augusto. **Fusões e aquisições, análise do desempenho, da performance e da competitividade**: estudo de caso do sistema usiminas. 2007. 125 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Ufmg, Belo Horizonte, 2007.

CASTILHOS, Clarisse Chiappini. Os números favoráveis da indústria e sustentabilidade do crescimento. **Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v. 32, n. 4, p. 119-142, mar. 2005. Disponível em: <https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/1032/1346>. Acesso em: 09 dez. 2019.

CSN. **Form 20-F**. São Paulo: CSN, 2000-2018. Disponível em: <http://ri.csn.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 09 dez. 2019

CSN. **Relatório Anual**. São Paulo: CSN, 2000-2018. Disponível em: <http://ri.csn.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 09 dez. 2019

FIANI, Ronaldo. Teoria dos custos de transação. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia (org.). **Economia Industrial**: fundamentos teóricos e práticas no Brasil. São Paulo: Elsevier, 2013. 2ed.

GERDAU. **Form 20-F**. São Paulo: GERDAU, 2000-2018. Disponível em: <https://ri.gerdau.com/divulgacao-e-resultados/central-de-resultados#2019>. Acesso em: 09/12/2019

GERDAU. **Relatório anual**. São Paulo: GERDAU, 2000-2018. Disponível em: <https://ri.gerdau.com/divulgacao-e-resultados/central-de-resultados#2019>. Acesso em: 09/12/2019

GOMES, Cleomar; AIDAR, Otávio; VIDEIRA, Raphael. FUSÕES, AQUISIÇÕES E LUCRATIVIDADE: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 34., 2006, Salvador. **Área 8 - Economia Industrial e da Tecnologia**. Salvador: Anpec, 2006. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A017.pdf>. Acesso em: 09 dez. 2019.

GRINBLAT, M; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégias corporativas**. Porto Alegre: Bookman, 2005

HITT, Michael A; SHIMIZU, Katsuhiko; VAIDYANATH, Deepa; PISANO, Vincenzo. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: a review of current research and recommendations for the future. **Journal Of International Management**, [S.L.], v. 10, n. 3, p. 307-353, jan. 2004. Elsevier BV.

HOLMO, Ricardo Zöllner; NETO, Carlos de Moura. Cenários futuros para a indústria siderúrgica da China: oportunidades e ameaças. **Parcerias Estratégicas**, Vol. 12,

No 25 (2007).

HOLMSTRÖM, B. & ROBERTS, J. (1998). **The boundaries of the firm revisited**. *Journal of Economic Perspectives*, vol.12, n°4, p. 73 - 94.

JONANOVIC, B. & ROSSEAU, P. L. (2002). **The q-theory of mergers**. *National Bureau Of Economic Research – NBER*, Cambridge, NBER working paper 8740. P.1-15.

KON, Anita. **Economia industrial: teorias e estratégias**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017. 256 p.

KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia (org.). **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. São Paulo: Elsevier, 2002.

LOOTTY, Marian. SZAPIRO, Marina. Economias de Escala e Escopo. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia (org.). **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. São Paulo: Elsevier, 2013. 2ed.

MARX, K. **O capital**. V. I, tomo 2. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

MINERVINI, N. **O exportador: ferramentas para atuar com sucesso no mercado internacional**. 5.ed. São Paulo: Parson Prentice Hall, 2008.

MIRANDA, J. C. & MARTINS, L. (2000). Fusões e Aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, (14): 67-88, jun. 2000.

MORAES, Márcia Azanha Ferraz Dias de; NASSAR, André Meloni. **Estudo da competitividade de cadeias integradas no Brasil: impactos das zonas de livre comércio**. [S.l: s.n.], 2002.

MORANDI, Ângela Maria. A siderurgia e sua adaptação ao novo paradigma tecnológico. **Análise Econômica**, UFRGS, Ano 15, n°28, p.5-35, setembro 1997.

PAULA, Germano Mendes de. Estratégias corporativas e de internacionalização de grandes empresas na América Latina. **Cepal**. Santiago, maio 2003.

PAULA, Germano Mendes de. **Siderurgia Brasileira em 2002: Turbulências Internacionais, Dilemas Nacionais**. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, 2003 a.

PENROSE, Edith. **A teoria do crescimento da firma**. Londres: Unicamp, 1959. 398 p.

PINHO, Marcelo Silva. **Reestruturação produtiva e inserção internacional da siderurgia brasileira**. 2001. 212p. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <<http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/285609>>. Acesso em: 09 dez. 2018.

ROSS, S A. et al. **Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: AMGH, 2015.

VISCUSI, W. K., VERNON, J. M. & HARRINGTON, J. E. (1999). **Economics of Regulation and Antitrust**. Cambridge: MIT Press, 3ª ed.