

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS

Gabriel Reis Albrecht

**ESTRUTURA DE CAPITAL ORIUNDA DA AQUISIÇÃO DA
CHAPARRAL PELO GRUPO GERDAU COMO FERRAMENTA DE
ALAVANCAGEM E SUAS CONSEQUENCIAS FINANCEIRAS**

Porto Alegre
2009

Gabriel Reis Albrecht

Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em
Administração

Orientador: Gilberto Kloeckner

**ESTRUTURA DE CAPITAL ORIUNDA DA AQUISIÇÃO DA
CHAPARRAL PELO GRUPO GERDAU COMO FERRAMENTA DE
ALAVANCAGEM E SUAS CONSEQUENCIAS FINANCEIRAS**

Porto Alegre

2009

Gabriel Reis Albrecht

**ESTRUTURA DE CAPITAL ORIUNDA DA AQUISIÇÃO DA
CHAPARRAL PELO GRUPO GERDAU COMO FERRAMENTA DE
ALAVANCAGEM E SUAS CONSEQUENCIAS FINANCEIRAS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em
Administração

Conceito final:

Aprovado emde de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr – UFRGS

Prof. Dr - UFRGS

Prof. Dr – UFRGS

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Mercado de capitais	16
Quadro 1 – Características dos títulos de dívida	19
Figura 2 – Resumo das operações do financiamento da Chaparral	38
Gráfico 1 – Dívida bruta por EBITDA	42
Gráfico 2 – Dívida líquida por EBITDA	44
Gráfico 3 – Curva dos índices de endividamento	45
Gráfico 4 – Índice de cobertura de Juros	46
Gráfico 5 – Dívida bruta or capitalização total	47
Gráfico 6 – Margem líquida	48
Gráfico 7 – Retorno sobre ativo	49
Gráfico 8 – Retorno sobre o passivo	49
Gráfico 9 – Lucro por ação	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Custos de emissão de títulos e ações	21
Tabela 2 – Estrutura Financeira da empresa “X”	27
Tabela 3 – Estrutura corrente de capital empresa “X”	27
Tabela 4 – Estrutura de capital da empresa “X” com capital de terceiros USD 4.000,00	28
Tabela 5 – Estratégia A: Comprar 100 ações da empresa alavancada	29
Tabela 6 – Estratégia B: Alavancagem por conta própria	29

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ROA - *Return On Assets* – Retorno dos Ativos.

ROE - *Return On Equity* – Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

CAPEX - *Capital Expenditures* – gastos em capital.

BEA - *Best efforts arrangement* – entendimento dos melhores esforços.

LPA - Lucro por ação.

LJA - Lucro antes do juro.

EBITDA - *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

ICJ – Índice de Cobertura de Juros.

LAJIR: Lucro Antes dos Juros e Impostos.

RESUMO

Ao longo dos anos a Gerdau vem se internacionalizando por meio de inúmeras aquisições na América Latina, América do Norte e Europa. Porém, nenhuma destas foi tão significativa financeiramente como a compra Chaparral Steel Inc. Para tal, a empresa utilizou uma estrutura de capital complexa onde desembolsou apenas USD 300 milhões de seu caixa e utilizou outros USD 3,9 bilhões de capital de terceiros para concluir a maior aquisição de sua história superando gigantes como: Arcelor Mittal, Nucor e Severstal.

A escolha por utilizar o capital de terceiros como grande financiador da operação, típica alavancagem financeira, resultou num crescimento do endividamento considerável potencializado com a inesperada crise econômica mundial amplamente refletida no setor siderúrgico, ocasionando consequências financeiras no Grupo Gerdau e afetando diretamente o seu acionista.

Palavras-chave: Gerdau, Chaparral, estrutura de capital, alavancagem

SUMÁRIO

1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	10
2 JUSTIFICATIVA	12
3 OBJETIVOS	13
3.1 Objetivo geral	13
3.2 Objetivos específicos	13
4 ESTRURA DE CAPITAL E ALAVANCAGEM FINANCEIRA	14
4.1 MERCADO FINANCEIRO	14
4.1.1 Divisão do mercado financeiro	14
4.2 CAPTAÇÃO DE RECURSOS.....	15
4.3 FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO	15
4.3.1 Decisão entre capital próprio x capital externo	16
4.3.2 Fontes de financiamento externo	16
4.3.3 Financiamento por dívida	17
4.3.3.1 Empréstimos bancários.....	17
4.3.3.2 Comercial paper.....	18
4.3.3.3 Títulos de dívida	18
4.3.4 Financiamento por ações	19
4.4 DECISÕES PARA SE LEVANTAR CAPITAL	20
4.5 PROBLEMAS DE AGENCIAMENTO.....	21
4.5.1 Cláusulas protetoras	21
4.6 ESTRUTURA DE CAPITAL	22
4.6.1 Estrutura-alvo de capital	22
4.6.2 A ordem de captação das escolhas de financiamento	24
4.6.3 Risco empresarial e risco financeiro	25
4.7 ALAVANCAGEM FINANCEIRA E RETORNO PARA OS ACIONISTAS.....	26
4.8 PROPOSIÇÃO I DE MODIGLIANI E MILLER (MM) – SEM IMPOSTOS	28
4.9 PROPOSIÇÃO II DE MODIGLIANI E MILLER (MM) – SEM IMPOSTOS.....	29
4.9.1 Risco para os acionistas cresce com o endividamento	29

4.10 RETORNO EXIGIDO PELOS ACIONISTAS AUMENTA COM O ENDIVIDAMENTO	30
4.11 COMO OS IMPOSTOS AFETAM A ESCOLHA DA ESTRUTURA DE CAPITAL...	31
4.12 COMO A DÍVIDA AFETA O VALOR DA EMPRESA	31
5 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	32
5.1 COMO AVALIAR OS ÍNDICES	32
5.2 PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS E ECONÔMICOS	33
5.2.1 Índices de endividamento.....	33
5.2.2 Índices de lucratividade e rentabilidade.....	34
6 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS	36
7 ESTUDO DE CASO	37
7.1. O <i>TERM LOAN FACILITY</i>	39
7.2 O <i>BRIDGE LOAN</i>	39
7.3 <i>10Y BOND</i>	40
7.4 AÇÕES	40
7.5 ANÁLISE DOS INDICES FINANCEIROS	41
7.5.1 Índices de endividamento.....	42
7.5.2 Índices de lucratividade	47
8 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	51
REFERÊNCIAS	53

1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A globalização é um termo que designa o fim das economias nacionais e o aprofundamento da integração econômica, social, cultural e política entre os países.

A competitividade baseia-se na capacidade de uma organização cumprir sua missão com mais êxito que outras competidoras, ou seja, é a maneira da empresa manter-se em continuidade no mercado na disputa com seus concorrentes.

Desta forma, segundo Padoveze (2006) tendo como referência a busca pela manutenção da competitividade e dentro do ambiente globalizado as empresas necessitam se internacionalizar e tornarem-se corporações multinacionais, ou seja, expandirem.

Para tal situação as empresas necessitam de capital, seja de origem própria ou de terceiros, e a maneira pela qual a empresa organiza sua necessidade de capital é chamada de estrutura de capital. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007) a estrutura de capital indica as proporções de financiamento com capital próprio e capital de terceiros de curto e de longo prazo.

Gitman (1997) afirma que apesar da estrutura de capital ser uma das áreas mais complexas na tomada de decisões financeiras, devido ao seu inter-relacionamento com outras variáveis de decisões, uma determinada estrutura de capital pode maximizar os lucros da empresa e servir como uma excelente ferramenta de alavancagem financeira.

Alguns administradores financeiros acreditam que a essência deste sucesso está associada à estrutura ótima de capital. Esta envolve uma troca de risco e retorno aonde a utilização de mais dívida eleva o fator risco da corrente de ganhos da empresa. Entretanto, um índice maior de endividamento geralmente leva a uma taxa de retorno esperada mais alta (WESTON e BRIGHAM 2004), ou ainda, para Gitman (1997) a estrutura ótima de capital resulta do equilíbrio dos custos e benefícios dos empréstimos, para minimizar o custo médio ponderado do capital.

Recentemente as empresas brasileiras vinham efetuando inúmeras fusões e aquisições motivadas, principalmente, pela estabilidade da economia - refletida nos baixos índices de inflação e do risco-país - e baseada no aumento no ritmo do Produto Interno Bruto do país, conforme Deloitte (2006 p.21). Este processo realizado pelas corporações tem por objetivo a necessidade de expansão, aumentar seu mercado, buscar maior eficiência de produção, novas

tecnologias, diversificação e um retorno adicional de seu investimento (WESTON e BRIGHAM 2004).

Neste contexto, o Grupo Gerdau - empresa do ramo siderúrgico que conta atualmente com 337 unidades industriais e comerciais, além de cinco joint ventures e quatro empresas coligadas, fazendo com que esteja presente em 14 países: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Espanha, Estados Unidos, Guatemala, Índia, México, Peru, Republica Dominicana, Uruguai e Venezuela (Grupo Gerdau, 2009) – anunciou, em setembro de 2007, a conclusão da maior operação do ano do Brasil e de sua história, adquirindo a siderúrgica americana Chaparral Steel, segunda maior fabricante de aços estruturais na América do Norte, pelo montante de USD 4,2 bilhões de dólares. Com a aquisição desta, a organização consolidou-se como uma das maiores produtoras de aço na região (Grupo Gerdau, 2009).

Tal operação ocorreu após uma estruturação de capital realizada pelo grupo que, desta forma, viabilizou o pagamento de USD 86,00 por ação por parte da Gerdau Ameristeel Corporation (subsidiária americana) à Chaparral Steel totalizando o montante de USD 4,2 bilhões.

Inicialmente as operações financeiras tomadas para a compra foram um Term Loan Facility de USD 2,75 bilhões concedidos por duas operações sindicalizadas internacionais lideradas pelo ABN AMRO Bank., HSBC e JPMorgan, com vencimento em cinco e seis anos e tendo como garantidora a Gerdau S/A; um Bridge Loan Facility de noventa dias no montante de USD 1,15 bilhão e, por fim, USD 300 milhões oriundos do caixa da Ameristeel.

Em um segundo momento, para cobrir os empréstimos ponte de curto prazo, a Gerdau Ameristeel, emitiu USD 1,35 bilhão em ações ordinárias (USD 1,55 bilhão com *overallotment*). A Gerdau S/A subscreveu aproximadamente 84 milhões de ações desta oferta – aproximadamente USD 1,00 bilhão - para manter sua participação majoritária de 66,5% na empresa (GRUPO GERDAU, 2007).

Por fim, este mesmo montante que a Gerdau desembolsou para subscrever as ações da subsidiária Americana teve como origem uma emissão de títulos de dívida com vencimento em 10 anos no mercado internacional com taxa de 7,25% a.a., denominado de 10Y Bond, através de sua subsidiária sediada no exterior: GTL Trade Finance Inc. (Grupo Gerdau, 2007).

Tal aquisição, portanto, - muito superior ao seu lucro líquido de 2006 que foi de R\$ 3,5 bilhões (Grupo Gerdau, 2009) - só foi possível após uma complexa e bem sucedida estruturação financeira envolvendo capital próprio e de terceiros, através do mercado de

capitais e do mercado bancário, tendo como objetivo aumentar seus passivos momentaneamente em troca de maiores benefícios futuros.

No entanto, todo este capital advindo de terceiros e de instituições financeiras deverão ser empregados de tal forma que possam contribuir para o aumento e crescimento mercadológico da Gerdau. Promovendo aumento da receita bruta de vendas para que o risco financeiro possa vir a ser controlado dentro de uma estrutura de capital que proporcione o aumento do retorno esperado.

Neste contexto, encontra-se o propósito deste trabalho, a estrutura de capital oriunda da aquisição da Chaparral pela Gerdau como ferramenta de alavancagem e suas conseqüências financeiras.

2 JUSTIFICATIVA

O setor siderúrgico global segue uma tendência de consolidação de grandes *players* no mercado e a Gerdau segue neste caminho, prova disso foram as inúmeras aquisições realizadas recentemente.

O Grupo consegue aliar teoria à prática, pois sua visão é se tornar uma empresa siderúrgica global entre as mais rentáveis do setor (GRUPO GERDAU, 2009). Baseado nisso a corporação tem como estratégia ampliar a diversificação geográfica de suas operações, ocupar posições de destaque e participar dos principais segmentos de produtos da indústria siderúrgica. Portanto, seguirá atento a novas oportunidades de aquisições (Grupo Gerdau, 2007).

Frente ao desafio que o mercado altamente competitivo impõe às empresas, aliado às constantes transformações econômicas que encontramos neste mundo globalizado, uma boa administração financeira é vitalmente importante para a saúde financeira das empresas, portanto, para a nação e para o mundo (WESTON e BRIGHAM 2004).

Neste contexto, é de suma importância que a estratégia corporativa esteja integrada/alinhada com a estrutura de capital e as decisões financeiras corporativas.

Dada a importância da administração financeira, a finalidade do estudo é obter conhecimento sobre as decisões de *Corporate Finance* realizadas por uma grande

multinacional brasileira e buscar informações sobre conseqüências financeiras decorrentes de sua estruturação de capital.

Por meio dos resultados deste estudo espera-se que os administradores da empresa possam avaliar melhor futuras estruturas de capital decorrentes de aquisições com o objetivo de tornar seu negocio mais rentável para seus acionistas, servir de fonte de informações para os acadêmicos, além de possibilitar melhor compreensão deste processo complexo por parte dos *stakeholders*.

3 OBJETIVOS

3.1 Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa consiste em analisar se a alavancagem financeira oriunda da estrutura de capital para aquisição da Chaparral Steel trouxe benefícios para seus acionistas.

3.2 Objetivos específicos

São objetivos específicos desta pesquisa:

- Descrever a operação e a estrutura-alvo de capital decorrente da aquisição da Chaparral pelo Grupo Gerdau;
- Confrontar teoria sobre estrutura de capital e alavancagem financeira com o estudo de caso apresentado;
- Analisar os resultados esperados, fazendo inferências às conseqüências financeiras em decorrência de uma alavancagem financeira;

4 ESTRURA DE CAPITAL E ALAVANCAGEM FINANCEIRA

Como fundamento para atingir os objetivos proposto neste estudo de caso, faz-se necessário uma revisão teórica dos conceitos relacionados ao assunto a ser desenvolvido.

4.1 MERCADO FINANCEIRO

Weston e Brigham (2004) afirmam que o mercado financeiro é caracterizado por um conjunto de agentes e instrumentos financeiros destinados a oferecer alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros. Tal situação acontece devido a entidades e indivíduos que poupam e, portanto, dispõem de recursos financeiros excedentes, enquanto outros demandam de recursos financeiros além do que possuem. Dessa forma, os mercados podem exercer a importante função de otimizar a utilização de recursos financeiros, por meio de transferência destes recursos dos poupadores para os tomadores.

4.1.1 Divisão do mercado financeiro

De acordo com Assaf Neto (1999) o mercado financeiro divide-se basicamente em três categorias, levando-se em conta, principalmente, os prazos das operações:

- a) Mercado de crédito: é composto pelo conjunto de agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de curto prazo, médio ou aleatório. Destina-se basicamente ao financiamento de consumo e à disponibilização de recursos de curto e médio prazo às empresas. Por assumir o risco da operação, a instituição financeira cobra do tomador uma taxa de juros superior à taxa cobrada na captação de recursos para cobrir despesas, riscos e obter lucro. Esta diferença é denominada de *spread*;

- b) Mercado de capitais: é composto pelo conjunto de agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de prazo médio, longo ou indeterminado. Destina-se principalmente ao financiamento de capital e a financiamentos específicos, como em aquisições. Nesse mercado, as operações são em geral efetuadas entre poupadores e tomadores, de modo que a instituição atue como facilitadora á realização do negócio;
- c) Mercado privado: São negociações efetuadas diretamente entre poupadores e tomadores, sem intermediação ou colaboração de instituição financeira, como é o caso de mútuos entre duas pessoas jurídicas.

4.2 CAPTAÇÃO DE RECURSOS

De acordo com Grimblatt e Titman (2005) para crescer e prosperar investindo de maneira inteligente, a maioria das empresas exige acesso ao mercado de capitais que constitui o lugar na qual as empresas e outras instituições que necessitam de fundos para financiar suas operações se reúnem com pessoas e instituições que têm dinheiro para investir.

4.3 FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO

Ross, Westerfield e Jaffe (2007) explicam que uma dívida a longo prazo é uma promessa, por parte da empresa devedora, em devolver o capital em uma certa data de vencimento.

Quando as empresas tomam dinheiro emprestado, prometem fazerem pagamentos regulares e programados de juros, bem como devolver o montante originalmente emprestado (principal). A pessoa ou empresa que cede o empréstimo é chamada de credor ou prestador, na outra ponta, está o devedor ou tomador.

4.3.1 Decisão entre capital próprio x capital externo

Conforme afirma Grimblatt e Titman (2005) as empresas podem levantar capital de investimentos a partir de várias fontes, mediante uma variedade de instrumentos financeiros. A política financeira da empresa descreve o *mix* de instrumentos financeiros utilizados para financiá-la, seja através de capital interno, aonde as empresas reteriam seus lucros; ou através do capital externo, para tal existe a necessidade de obter acesso ao mercado de capitais e tomar uma nova decisão sobre o tipo de fundo que é necessário levantar: dívida ou ações.

4.3.2 Fontes de financiamento externo

O quadro 1 ilustra as duas fontes básicas de financiamento externo, assim como as principais formas de financiamento de cada uma delas de acordo com Grimblatt e Titman (2005).

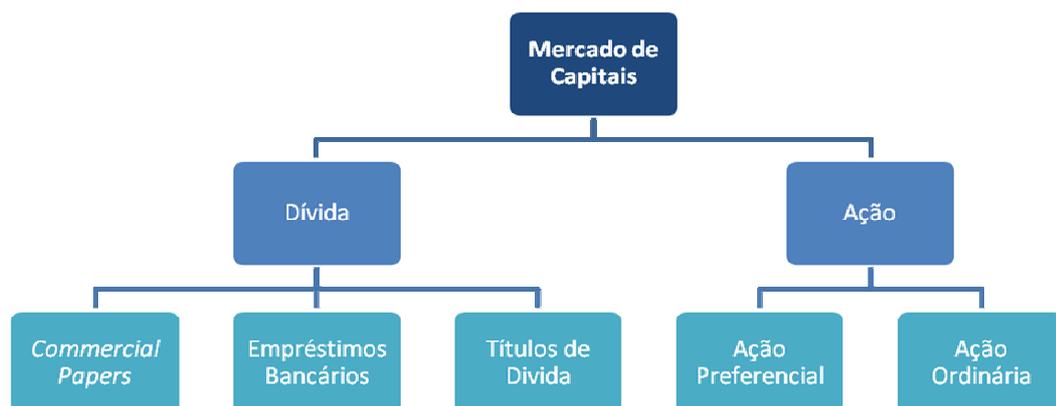


Figura 1 – Mercado de capitais

Fonte: Grimblatt e Titman (2005).

A principal diferença entre dívida e ações, conforme Grimblatt e Titman (2005), está no fato de que os portadores de dívida devem ser pagos integralmente, antes que os detentores

de ação. Uma segunda distinção importante está relacionada ao pagamento aos detentores de dívida como uma despesa dedutível do imposto devido pelas empresas. Em contrapartida, os dividendos de um instrumento acionário são vistos como um desembolso de lucros e, por esta razão, não são dedutíveis de imposto de renda. Por fim, a inadimplência referente ao pagamento de dividendos para o capital próprio não resultará na falência da empresa, o que não acontece quando existe inadimplência no pagamento de capital de terceiros.

4.3.3 Financiamento por dívida

Como explica Grimblatt e Titman (2005) em seu livro *Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa*, instrumentos de dívida são contratos que contêm promessas de pagamento futuro àqueles investidores que firmaram esses contratos. Neste estão incluídas cláusulas que determinam que o título seja negociável à terceiros ou não, a determinação do tamanho e periodicidade dos pagamentos de juros e principal, as exigências e restrições financeiras a que o prestador está sujeito, assim como os direitos dos proprietários de dívida se o prestador declarar *default*, ou seja, se violar qualquer uma das cláusulas do contrato, especialmente a promessa de pagar.

4.3.3.1 Empréstimos bancários

O empréstimo bancário é realizado através de um intermediário, no caso um banco, que faz uso de seus recursos próprios e/ou de terceiros com o intuito de dinamizar o crédito. Tais empréstimos possuem como características taxas de juros flutuantes, um *spread* fixo acima da taxa referencial que dependerá do risco do não pagamento por parte do tomador afirma Grimblatt e Titman (2005)

Os acordos de empréstimos possuem cláusulas contratuais que são exigências impostas às empresas tomadoras de crédito, como a necessidade de garantia de seus ativos, como contas de recebíveis e seus inventários. No caso de inadimplência, o banco poderá

exigir a conta de recebíveis ou inventário, que entraram como colaterais, no lugar de repagamento do empréstimo.

“Embora os empréstimos bancários continuem sendo a maior parcela do valor total da dívida que as empresas tomam, o volume de financiamento bancário vem encolhendo drasticamente desde os anos 60” (GRIMBLATT e TITMAN 2005, p. 59).

4.3.3.2 Comercial paper

Grimblatt e Titman (2005) explicam que o *commercial paper* (nota promissória comercial) é uma fonte de financiamento de curto prazo utilizado pelas empresas determinando que, através de um contrato, deverá ser pago uma quantia pré-determinada ao detentor do papel em uma data futura, normalmente estabelecida em seis meses. Tal pagamento, geralmente acontece através de uma linha de crédito de um banco anunciado anteriormente no contrato.

4.3.3.3 Títulos de dívida

“Um título de dívida (*bond*) é um contrato de longo prazo pelo qual um tomador concorda em realizar pagamentos de juros e do principal em datas específicas para o detentor do título” (WESTON e BRIGHAM, 2004, p. 787).

Ainda observando os conceitos de Weston e Brigham (2004), os títulos possuem tradicionalmente vencimento entre vinte e trinta anos, porém, nos últimos anos vencimentos mais curtos como de sete e dez anos tem sido muito utilizados. Estes são anunciados e oferecidos pelas empresas ao público em geral (individuais e institucionais) que os adquirem e recebem em troca uma remuneração, em geral fixa, e num prazo pré-determinado.

Conforme Grimblatt e Titman (2005) os títulos de dívida são papéis negociáveis de renda fixa que possuem características próprias criadas pelos emissores. Seriam elas:

Cláusulas dos títulos de dívida	Regras que especificam os direitos do prestador e as restrições daqueles que tomam emprestado. São elas: cláusulas de ativos, cláusulas de dividendos, cláusulas de financiamento e cláusulas dos títulos da dívida.
Opções	Atributos dos títulos de dívida que permitem que compradores e vendedores terminem o contrato. As opções inclusas mais importantes são: opção de recompra, a convertibilidade e o exercício.
Padrão de Fluxo de Caixa	Especificado pelos pagamentos de juros anuais, ou <i>coupons</i> , a cada USD 100 do principal, conhecido como amortização e valor de face, número que denomina o tamanho do título da dívida.
Vencimento	Período total máximo que o prestador tem para pagar o total do principal de seu título lançado. Geralmente, estes títulos possuem vencimento inferiores a trinta anos.
Preço	O montante pelo qual se vende um título de dívida, está relacionado ao principal devido.
Classificação do título de dívida	É um ranking de qualidade creditícia de uma emissão de dívida específica fornecida por uma agência especializada.

Quadro 1 – Características dos títulos de dívida

Fonte: Grimblatt e Titman (2005)

4.3.4 Financiamento por ações

As empresas obtêm capital acionário internamente, gerando lucro e retendo-o na empresa, ou emitindo novos títulos acionários. Os principais tipos de ações que uma empresa pode emitir são, segundo Grimblatt e Titman (2005):

- a) Ação Ordinária: o detentor desta ação é visto como o dono da empresa, pois representa a divisão de propriedade da corporação, além de ter direito sobre os lucros e da forma na qual ela é operada;
- b) Ação Preferencial: Instrumento financeiro que dá aos titulares da mesma o direito sobre o ganho da empresa, que devem ser pagos antes mesmo dos dividendos das ações ordinárias. Por outro lado, tais ações não possuem direito de controle sobre a empresa.

Grimblatt e Titman (2005) explicam que o mercado de emissões de ações oferece vantagens competitivas quando este se encontra em um estágio relativamente líquido, pois muitos empreendedores e capitalistas de risco teriam enorme dificuldade, ou até mesmo

ficariam impossibilitados de levantar capital através de um financiamento por dívida, tornando a operação extremamente onerosa.

4.4 DECISÕES PARA SE LEVANTAR CAPITAL

Weston e Brigham (2004) afirmam que as empresas devem tomar algumas decisões preliminares próprias, antes de levantarem capital, que seriam as seguintes:

- a) Valores a serem captados: Qual é o montante de capital necessário?;
- b) Tipo de títulos e valores mobiliários utilizados: O que deveria ser utilizado: ações, títulos de dívida ou uma combinação dos dois? Caso seja ações, estas deveriam ser oferecidas aos atuais acionistas ou ao público em geral;
- c) Licitação competitiva *versus* acordo negociado: A empresa deveria vender seus títulos e valores mobiliários pelo lance mais alto ou negociar com um banqueiro de investimento?;
- d) Seleção de um banco de investimento: Caso a emissão seja negociada, qual banco de investimento a empresa deveria utilizar?;
- e) Melhores esforços ou emissões subscritas: A empresa e o banco de investimento devem decidir se este haverá o entendimento de melhores esforços (BEA), ou seja, um acordo para a venda de títulos em que o banco não dá garantia de que os títulos e valores mobiliários serão vendidos; ou, se haverá o entendimento subscrito que é um acordo para a venda de títulos em que o banco garante a venda dos mesmos, concordando assim em assumir quaisquer riscos envolvidos na transação;
- f) Custo de emissão: São os custos envolvidos na emissão de ações e títulos. (Na tabela 3 será possível uma melhor visualização destes valores aberto por tipo de operação);
- g) Estabelecendo o preço de oferta: Se uma empresa já possui capital aberto, o preço de oferta será baseado no preço existente de mercado da ação ou do rendimento do título.

Expressa como porcentagem dos resultados brutos

Tamanho da Emissão (USD MM)	Títulos			Ações Preferenciais			Ações Ordinárias		
	Comissão de Subscrição	Outras Despesas	Custos Totais	Comissão de Subscrição	Outras Despesas	Custos Totais	Comissão de Subscrição	Outras Despesas	Custos Totais
Abaixo de 1	10,0%	4,0%	14,0%	-	-	-	13,0%	9,0%	22,0%
1 - 1,9	8,0%	3,0%	11,0%	-	-	-	11,0%	5,9%	16,9%
2 - 4,9	4,0%	2,2%	6,2%	-	-	-	8,6%	3,8%	12,4%
5 - 9,9	2,4%	0,8%	3,2%	1,9%	0,7%	2,6%	6,3%	1,9%	8,2%
10 - 19,9	1,2%	0,7%	1,9%	1,4%	0,4%	1,8%	5,1%	0,9%	6,0%
20 - 49,9	1,0%	0,4%	1,4%	1,4%	0,3%	1,7%	4,1%	0,5%	4,6%
50 e acima	0,9%	0,2%	1,1%	1,4%	0,2%	1,6%	3,3%	0,2%	3,5%

Tabela 1 – Custos de emissão de títulos e ações

Fonte: Weston e Brigham (2004)

4.5 PROBLEMAS DE AGENCIAMENTO

Inerente aos contratos de dívida, segundo Weston e Brigham (2004), podem ocorrer problemas de agenciamento, ou seja, conflito de interesses entre acionistas, detentores de títulos e gerentes financeiro.

Os detentores de títulos possuem receio de que uma vez que emprestaram dinheiro a uma determinada empresa, esta tomará algumas medidas que beneficiarão os acionistas e prejudicarão os detentores de dívida, como por exemplo, emitindo dívidas em função de um novo projeto, ocasionando assim, um aumento no fator risco dos títulos Weston e Brigham (2004).

Neste contexto, os investidores tentam reduzir os problemas de agenciamento por meio de restrições legais que tem por objetivo assegurar a manutenção da qualidade dos títulos emitidos.

4.5.1 Cláusulas protetoras

Ross, Westerfield e Jaffe (2007) explicam que muitos acionistas pagam taxas de juros mais altas como proteção contra suas próprias estratégias egoístas, ou melhor, aos custos de

agency. No entanto, os acionistas fazem acordos frequentes com os credores na esperança de reduzir essas taxas. Tal situação é denominada de cláusulas protetoras que são incorporadas no contrato de empréstimo e quando desrespeitadas podem levar à inadimplência. Estas são podem ser divididas em dois tipos:

1. Cláusula negativa: limita ou proíbe as medidas que a empresa pode tomar, como por exemplo:
 - a) Limitação de pagamento de dividendos;
 - b) Não poderá ser ofertado qualquer ativo como garantia para seus credores;
 - c) Proibição de emissão de novos títulos de dívida.
2. Cláusula positiva: medidas que a empresa aceita tomar ou condição que a mesma deverá respeitar. Eis alguns exemplos:
 - a) A empresa concorda em manter seu capital de giro acima de um nível pré-determinado;
 - b) A empresa deverá fornecer informações financeiras periódicas ao credor.

4.6 ESTRUTURA DE CAPITAL

As empresas levantam fundos de investimentos de várias maneiras. Elas podem tomar emprestado de bancos e de outras instituições financeiras ou podem emitir vários tipos de dívida, ações preferenciais, ordinárias e *warrants*. O *mix* destas diferentes fontes de capital é referido como estrutura de capital (GRIMBLATT e TITMAN, 2005, p. 417).

4.6.1 Estrutura-alvo de capital

Uma empresa deve analisar diversos atores para então determinar sua estrutura-alvo de capital. Entretanto, esta meta poderá se alterar devido às condições econômicas e da empresa que se alteram ao longo do tempo, mesmo assim, a administração da empresa deverá estar apta para que as decisões de financiamento estejam de acordo com esse alvo. Portanto, os quatro principais fatores que influenciam as decisões sobre estrutura de capital, conforme Weston e Brigham (2004) são:

- a) Risco Empresarial: risco inerente às operações da empresa se ela não utilizasse o endividamento, ou seja, quanto maior o risco empresarial, mais baixo é seu índice ótimo de endividamento;
- b) Posição tributária: Um fator importante na decisão do uso de endividamento é que os juros são redutíveis, logo reduz o custo efetivo do mesmo;
- c) Flexibilidade financeira: Se refere a capacidade de levantar capital em termos razoáveis em condições adversas da economia, como por exemplo: uma crise de liquidez do mercado. Nesta situação os administradores sabem que uma oferta contínua de capital é necessária para operações estáveis e vital para uma operação de longo prazo;
- d) Conservadorismo ou agressividade financeira: Algumas empresas estão mais dispostas a contrair dívida em relação a outras para expandir os lucros. Esse fator influencia as estrutura-alvo de capital que as empresas estabelecem.

De acordo com Weston e Brigham (2000), as empresas consideram os seguintes fatores, que podem ter influencia importante, embora difícil de mensurar, sobre a estrutura ótima de capital:

- a) Estabilidade de vendas: As empresas que possuem vendas relativamente estáveis podem assumir dívida com mais segurança e incorrer de custos mais altos;
- b) Estrutura de ativos: Empresas cujos ativos são apropriados como garantia de empréstimos tendem a utilizarem a dívida de forma intensiva;
- c) Alavancagem operacional: Com os demais fatores mantendo constantes, uma empresa com menor grau de alavancagem operacional é capaz de utilizar mais a alavancagem financeira;
- d) Taxa de crescimento: As empresas de crescimento rápido tendem a utilizar mais de dívidas que as empresas de crescimento lento;
- e) Lucratividade: Corporações com maiores taxas de retorno sobre seus investimentos utilizam menos dívida, embora não haja justificativa teórica para tal fato;
- f) Impostos: Os juros constituem uma despesa dedutível de imposto e estas são preciosas para às empresas que sofrem com altas alíquotas tributárias, logo, quanto mais alta é sua tributação, maior é a vantagem do endividamento;

- g) Atitudes de administração: Algumas administrações tendem a ser mais conservadora utilizando-se, portanto, de menos dívida, ao contrário de administrações que usam dívida na busca de lucros maiores;
- h) Atitudes do prestador e da agência de classificação: Devido a forte influência exercidas pelas agências sobre as decisões a serem tomadas pelos administradores no momento da alavancagem;
- i) Condições de mercado: As condições nos mercados de títulos e valores imobiliários passam por mudanças de longo e curto prazo que podem ter influência importante sobre a estrutura ótima de capital de uma determinada empresa;
- j) Condições internas da empresa: As condições internas podem influenciar na estrutura-alvo de capital, como por exemplo, a não emissão de ações por acreditar que esta será valorizada por um acontecimento futuro;
- k) Flexibilidade financeira: Manter a flexibilidade financeira, ou seja, manter uma reserva adequada de captação de empréstimos em momentos mais oportunos.

4.6.2 A ordem de captação das escolhas de financiamento

“A teoria dinâmica da estrutura de capital, o processo dinâmico que governa a escolha de estrutura de capital, ainda não é bem compreendida pelos economistas financeiros” afirma (GRIMBLATT e TITMAN, 2005, p.511).

Partindo deste princípio os autores descrevem como os administradores tomam suas decisões de investimento para determinar a ordem de captação das escolhas de financiamentos:

1. As empresas preferem financiar os investimentos através de seus lucros acumulados e não com fontes externas de financiamento;
2. Devido a sua preferência em utilizar lucros para se financiarem, as empresas adaptam as políticas de dividendos que praticam para refletir suas necessidades de investimentos antecipadas;
3. Devido a uma relutância em mudar substancialmente sua política de dividendos e devido às flutuações em seus fluxos de caixa e exigências de investimentos, os lucros acumulados podem ser mais ou menos do que uma empresa precisa. Se esta

tiver caixa em excesso, tenderá a pagar suas dívidas antes de recomprar suas ações. Se for necessário financiamento externo, as empresas tenderão a emitir títulos mais seguros primeiros. Elas começam com dívida direta primeiro, depois emitem títulos conversíveis e emitem ações somente como último recurso.

Ainda observando os conceitos de Grimblatt e Titman (2005) uma quantidade substancial de evidências empíricas demonstra que empresas lucrativas tendem a usar uma quantia substancial de seus lucros para pagar dívidas ao invés de recomprar ações. Além disso, as empresas menos lucrativas que necessitam de capital externo tendem a usar dívidas para financiar seus investimentos. Como consequência destas decisões, as empresas que eram lucrativas no passado têm índices de endividamento relativamente baixos, enquanto que as que eram relativamente menos lucrativas no passado possuem índice alto de endividamento.

O que se pode observar, portanto, é que as empresas geralmente não emitem ações quando estão tendo dificuldades financeiras. A relutância delas em fazê-lo parece ser maior quando mais precisam do capital das ações.

Segundo Grimblatt e Titman (2005) é possível oferecer um grande número de explicações a respeito:

1. Impostos e custos de transação favorecem o financiamento de um novo investimento com lucros acumulados e dívida em relação a emitir novas ações;
2. Os administradores geralmente podem levantar capital de dívida sem aprovação por parte do conselho, o que não acontece na emissão de ações. Portanto, ocorrendo maior fiscalização;
3. Emitir ações pode transmitir informações negativas aos investidores;
4. Uma empresa com dificuldades financeiras pode querer manter um alto índice de alavancagem financeira.

4.6.3 Risco empresarial e risco financeiro

Risco empresarial é definido como sendo a incerteza inerente a projeções de futuros retornos sobre ativos (ROA), ou de retornos sobre o patrimônio líquido (ROE), se a empresa não utiliza dívida, e constitui o fator determinante da estrutura de capital (WESTON e BRIGHAM, 2004, pág.660).

Por outro lado, o rico financeiro é a parte do risco sobre os acionistas, adicional ao risco empresarial básico, resultante do uso de alavancagem financeira. Para ilustrar, imagine que uma determinada empresa seja formada por dez pessoas que possuem 10% de ações ordinárias cada, logo, cada investidor suportará uma parcela igual de risco empresarial. Entretanto, suponhamos que a mesma empresa seja capitalizada com 50% de dívida e 50% de capital próprio. Nesse caso, os investidores que recorrem ao capital próprio terão de suportar todo o risco empresarial, de forma que suas ações serão duas vezes mais arriscadas do que seria se a empresa fosse financiada apenas com capital próprio. “Assim, o uso de endividamento concentra o risco empresarial da companhia sobre seus acionistas” (WESTON e BRIGHAM 2004, pag.663).

4.7 ALAVANCAGEM FINANCEIRA E RETORNO PARA OS ACIONISTAS

Ross, Westerfield e Jaffe (2007) efetuaram um estudo cujo objetivo seria a determinação da estrutura ótima de capital. Tal pesquisa será evidenciada de acordo com o exemplo abaixo:

Suponhamos que a empresa X, atualmente, não possui dívida, no entanto, a empresa está pensando em emitir títulos de dívida para recomprar alguma de suas ações. A estrutura atual e as propostas da empresa são apresentados na tabela 3, na qual os ativos da empresa valem \$ 8.000 e a quantidade de ações referente a este montante são de 400, logo, o valor por ação desta empresa é de \$ 20. A emissão proposta de títulos é de \$ 4.000, deixando os outros \$ 4.000 como capital próprio.

Considerando a coluna do meio (tabela 4) cujos lucros esperados são de \$ 1.200 (Retorno sobre ativos x total de ativos) e o retorno sobre o capital próprio de 15% (Lucro/Ativo), o lucro por ação é igual a \$ 3,00 (LAJ/Qtde de ações).

O caso envolvendo alavancagem está evidenciado na tabela 5. O ROA nos três casos são os mesmos apresentados nos cenários econômicos da tabela 4, pois este índice é calculado antes da subtração de juros (Dívida x Taxa de Juros), portanto, será de \$ 400. O lucro após impostos totaliza \$ 800 no caso intermediário. Como o principal próprio vale \$ 4.000, o ROE é de 20% ($\$ 800/\$ 4.000$). O lucro por ação é de \$ 4 (Lucro depois do juros/Qtde de ações).

Neste contexto, as tabelas 4 e 5 mostram que o efeito da alavancagem financeira depende do lucro da empresa antes dos juros. Se o lucro antes dos juros for igual a \$ 1.200, o ROE será mais alto na estrutura proposta, mas se o lucro antes dos juros alcançar o valor de \$ 400, como no caso de uma recessão, o ROE será mais elevado na situação atual.

Portanto, um investidor com aversão a risco talvez preferisse a empresa que use somente capital próprio, por outro lado, um investidor indiferente ao risco, escolheria a situação com alavancagem.

	Atual	Proposta
Ativos	\$8.000	\$8.000
Capital de terceiros	\$0	\$4.000
Capital próprio (valor de mercado e valor contábil)	\$8.000	\$4.000
Taxa de juros	10%	10%
Valor de mercado por ação	\$20	\$20
Numero de ações existentes	400	400

Tabela 2 – Estrutura Financeira da empresa “X”
Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2007)

	Recessão	Esperado	Expansão
Retorno sobre ativo (ROA)	5%	15%	25%
Lucro	\$400	\$1.200	\$2.000
Retorno sobre capital próprio (ROE) = Lucro sobre capital próprio	5%	15%	25%
Lucro por ação (LPA)	\$1,0	\$3,0	\$5,0

Tabela 3 – Estrutura corrente de capital empresa “X”
Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2007)

	Recessão	Esperado	Expansão
Retorno sobre ativo (ROA)	5%	15%	25%
Lucro antes do juros (LAJ)	\$400	\$1.200	\$2.000
Juros	-\$400	-\$400	-\$400
Lucro depois do juros	\$0	\$800	\$1.600
Retorno sobre capital próprio (ROE) = Lucro sobre capital próprio	0%	20%	40%
Lucro por ação (LPA)	\$0,0	\$4,0	\$8,0

Tabela 4 – Estrutura de capital da empresa “X” com capital de terceiros USD 4.000,00

Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2007)

4.8 PROPOSIÇÃO I DE MODIGLIANI E MILLER (MM) – SEM IMPOSTOS

Conforme ambigüidade discutida no item anterior, “Modigliani e Miller (MM) apresentam argumentos convincentes de que uma empresa não é capaz de alterar o valor total de seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital”, ou ainda, “nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que qualquer outra para os acionistas da empresa” (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE 2007, P. 322). Baseado nisso encontra-se a proposição I de MM conforme estratégias abaixo:

1. Estratégia A: Comprar 100 ações da empresa alavancada. Na tabela 6: A primeira linha apresenta o LPA da estrutura alavancada proposta nos cenários anteriores. A segunda mostra o lucro do investidor que adquire as 100 ações e, por fim, a linha que indica o custo destas ações.
2. Estratégia B: Dividida em duas partes na qual a primeira consiste em tomar \$ 2.000 emprestados de um banco e a segunda, usar o dinheiro, mais o investimento próprio de \$ 2.000 (totalizando \$ 4.000) para adquirir 200 ações da empresa não alavancada.

Na tabela 7: A parte inferior apresenta os resultados com a estratégia B, definida como uma estratégia de alavancagem por conta própria. Observe que na coluna do meio, onde está indicado que o esperado que 200 ações de uma empresa não alavancada gerem lucro de \$ 200. Supondo que as despesas de juros sejam de \$ 200 (valor tomado x taxas de juros de 10%).

Desta forma, o lucro líquido esperado de \$ 0, \$ 400 e \$ 800 nos cenários da estratégia A são idênticos ao da estratégia B. Portanto, tanto o custo quanto os retornos das duas estratégias são os mesmos, ou seja, um investidor não está recebendo, com a alavancagem feita pela empresa, algo que não possa receber por conta própria.

Estratégia A: Comprar 100 ações da empresa alavancada	Recessão	Esperado	Expansão
LPA da empresa alavancada (extraído da ultima tabela)	\$ 0	\$ 4	\$ 8
Lucro por 100 ações	\$ 0	\$ 400	\$ 800
Custo inicial = 100 ações a \$ 20 por ação = \$ 2.000			

Tabela 5 – Estratégia A: Comprar 100 ações da empresa alavancada
Fonte: ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2007)

Estratégia B: Alavancagem por conta própria	Recessão	Esperado	Expansão
Lucro por 200 ações na empresa X, não alavancada	\$ 1 x 200 =	\$ 3 x 200 =	\$ 5 x 200 =
	\$ 200	\$ 600	\$ 1.000
Juros a 10% sobre \$ 2.000	-\$ 200	-\$ 200	-\$ 200
Lucro Líquido	\$ 0	\$ 400	\$ 800
Custo inicial = 200 ações a \$ 20 por ação - \$ 2.000 = \$ 2.000			

Tabela 6 – Estratégia B: Alavancagem por conta própria
Fonte: ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2007)

4.9 PROPOSIÇÃO II DE MODIGLIANI E MILLER (MM) – SEM IMPOSTOS

4.9.1 Risco para os acionistas cresce com o endividamento

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2007), se por um lado o retorno esperado aumenta em função do endividamento, por outro, o risco também se eleva. Isso pode ser percebido nas tabelas 6 e 7. Quando o LAJ varia entre \$ 400 e \$ 2.000, o LPA da empresa não alavancada varia entre \$1 e \$5. Já o lucro por ação da empresa alavancada, por sua vez, varia entre \$ 0 e \$ 8. Essa maior amplitude, conseqüentemente, resulta em maior risco para os acionistas das

empresas alavancadas, ou seja, os acionistas da empresa alavancada conseguem melhores retornos em cenários favoráveis, porém, em cenários adversos obtêm retornos piores.

4.10 RETORNO EXIGIDO PELOS ACIONISTAS AUMENTA COM O ENDIVIDAMENTO

“Como ações de empresas alavancadas possuem maior risco, também devem ter retornos esperados mais elevados como recompensa” (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE 2007, p.325). Desta forma, o retorno esperado de uma ação está positivamente relacionado ao grau de endividamento da empresa.

Para desenvolver esta colocação apresentaremos a fórmula do custo médio ponderado de capital da empresa (rWACC), que pode ser assim escrito, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007):

$$\frac{B}{B + S} \times r_B + \frac{S}{B + S} \times r_S$$

Onde:

r_B : é a taxa de juros, também chamada de custo de capital de terceiros

r_S : é o retorno esperado do capital próprio, também chamado de custo de capital próprio, ou retorno exigido do capital próprio.

rWACC : é o custo médio ponderado de capital da empresa.

B: é o valor de capital de terceiros.

S: é o valor das ações, ou seja, do capital próprio.

A fórmula acima diz que o custo médio ponderado de capital de uma empresa é uma média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros da mesma.

Através desta fórmula, concluímos que na medida que a empresa eleva o quociente entre capital de terceiros e capital próprio, cada unidade investida de capital próprio é

alavancado com capital de terceiros adicional, elevando o risco das ações e o seu retorno exigido Ross, Westerfield e Jaffe (2007).

4.11 COMO OS IMPOSTOS AFETAM A ESCOLHA DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Grimblatt e Titman (2004) afirmam que os impostos possuem efeito importante no fluxo de caixa das empresas e por conseqüência influenciam na escolha da estrutura de capital desta, pois minimizando o montante pago em impostos maximiza os fluxos de caixa para os portadores de ação e portadores de dívida da corporação, maximizando, portanto, o valor total da empresa.

Por outro lado, conforme seções anteriores deste trabalho indicaram que, na ausência de impostos, o valor da empresa não depende de sua estrutura de capital (proposição de MM).

O financiamento por dívida, neste caso, é favorecido pelo fato dos juros constituem uma despesa corporativa dedutível de dos impostos. No entanto, dado que os dividendos são vistos como distribuição de lucro, eles não são dedutíveis de impostos.

4.12 COMO A DÍVIDA AFETA O VALOR DA EMPRESA

“A dívida dedutível de imposto pode aumentar os fluxos de caixa para os acionistas, assim como aumentar o valor da empresa” (GRIMBLAT e TITMAN, 2005, p.429).

5 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Para Weston e Brigham (2004) as demonstrações financeiras evidenciam a posição de uma empresa em um ponto do tempo, quanto suas operações no decorrer de algum período passado. Entretanto, seu principal valor está no fato de que elas podem ser usadas para ajudar a prever o futuro. Do ponto de vista de um investidor, a previsão do futuro é a base da análise da demonstração financeira, ao passo que, do ponto de vista da administração, a análise da demonstração financeira é útil como meio de antecipar condições futuras, assim como, ponto de partida para o planejamento de medidas que influenciarão o curso de eventos futuros.

Desta forma, os índices obtidos através das demonstrações constituem a técnica de análise mais empregada atualmente e tem como característica fundamental fornecer visão ampla da situação econômica ou financeira da empresa, conforme Matarazzo (2008).

5.1 COMO AVALIAR OS ÍNDICES

Matarazzo (2008) afirma que existem três tipos básicos de avaliações de um índice. São eles:

- a) Pelo significado intrínseco: Avalia o índice pelo seu significado intrínseco. Este método é limitado e só pode ser utilizado quando não se dispõe de índices-padrões proporcionados pela análise de um conjunto de empresas.
- b) Pela comparação de vários exercícios: A utilização do método de avaliação pela comparação de vários exercícios permite ao analista formar uma opinião a respeito de diversas políticas seguidas pela empresa, bem como das tendências que estão sendo registradas.
- c) Pela comparação com índices de outras empresas – índices-padrões: Este é um processo onde todas as avaliações são feitas por comparações de índices com outras empresas do mesmo ramo, ou médias setoriais.

5.2 PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS E ECONÔMICOS

5.2.1 Índices de endividamento

O endividamento de uma empresa tem relação geralmente com os recursos de terceiros. "A situação de endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado, na tentativa de gerar lucros." GITMAN (1997 p. 115).

De forma geral, quanto mais recursos de terceiros a empresa utiliza em relação ao seu ativo, maior será a sua alavancagem financeira, termo utilizado para descrever a ampliação do risco e do retorno ocasionada pelo uso de financiamento a custos fixos. Em outras palavras, "quanto maior o endividamento a custos fixos, ou alavancagem financeira, de uma empresa, maior serão o seu risco e retorno esperados." GITMAN (1997 p. 116).

→ **Dívida Líquida:** É a soma de todas as obrigações financeiras de uma empresa, sejam elas de curto ou longo prazo. Deste montante, devem ser deduzidas as disponibilidades da empresa, ou seja, o caixa.

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa}$$

→ **Dívida líquida por EBITDA:** Indica qual a proporção da dívida onerosa em relação à geração operacional de caixa medido pelo EBITDA, ou então, quanto tempo é necessário para a empresa honrar suas dívidas (Revista Capital Aberto, 2009).

$$= \frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$$

→ **Dívida Bruta por EBITDA:** Indica qual a proporção da dívida onerosa em relação à geração operacional de caixa medido pelo EBITDA, levando em consideração o seu caixa.

$$= \frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{EBITDA}}$$

→ Índice de dívida bruta por capitalização total: “ O índice indica a quantidade dos recursos totais da empresa que foram fornecidos por credores” informa Gitman (1978).

$$\text{Dívida Bruta por Capitalização Total} = \frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{Dívida Bruta} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

→ Índice de Cobertura de Juros (ICJ): “é determinado dividindo-se os lucros antes dos juros e impostos (LAJIR) pelos juros” afirma (WESTON E BRIGHAM, 2004, p. 59). Para o autor, o ICJ mede a capacidade da empresa de atender aos seus pagamentos de juros.

$$\text{Índice de Cobertura de Juros (ICJ)} = \frac{\text{LAJIR}}{\text{Juros}}$$

5.2.2 Índices de lucratividade e rentabilidade

Existem muitas formas de se avaliar a rentabilidade de uma empresa. Cada uma delas se relaciona a um tipo de retorno da empresa, por exemplo, às vendas, aos seus ativos, ao seu patrimônio líquido, ou ao valor das suas ações. Como um todo, "essas medidas permitem a quem analisa, avaliar os lucros da empresa em confronto com um dado nível de vendas, um certo nível de ativos, o investimento dos proprietários, ou o valor da ação." GITMAN (1997 p. 120).

→ EBITDA: Para Assaf Neto (1999) o EBITDA - na linguagem inglesa, Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, ou seja, lucro antes dos juros, impostos (sobre o lucro), depreciação e amortizações - representa o potencial de geração genuinamente operacional de caixa que o ativo operacional de uma empresa é capaz de produzir.

EBITDA = Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

→ Margem líquida: De acordo Weston e Brigham (2004) a margem líquida é calculada ao dividir o lucro líquido pelas vendas, proporcionando o lucro por unidade monetária de vendas.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquida}}$$

→ Retorno sobre os ativos (ROA): Para Matarazzo (2008) o ROA mostra quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao seu ativo, ou seja, uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido para assim poder capitalizar-se.

$$\text{Retorno Sobre o Ativo (ROA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

→ Rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE): “O papel do ROE é mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio. Esta taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos no mercado com o intuito de avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou não a essa opção” informa (MARAZZO, 2008, p. 181).

$$\text{Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

→ Lucro por ação (LPA): “Indica quanto do lucro da empresa corresponde a cada ação” relata (MARAZZO, 2008, p. 181).

$$\text{Lucro por Ação (LPA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Qtde de Ações}}$$

6 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS

Para que os objetivos deste trabalho sejam atingidos, foram coletadas informações sobre financiamento de longo prazo, estrutura de capital e análise de demonstrações financeiras a fim de consolidar embasamento teórico para pesquisa. Em seguida, o tema será analisado através do método “estudo de caso” segundo Roesch (1999),

Ainda observando os conceitos de Roesch (1999) o estudo de caso, como estratégia de pesquisa, permite o estudo de fenômenos em profundidade dentro de seu contexto, pois investiga os acontecimentos em seu ambiente natural. Além disso, é adequado à análise de processos por explorá-los dentro das organizações e observa fenômenos com base em diferentes ângulos.

Mais especificamente, este estudo de caso é do tipo exploratório, pois “a pesquisa tem como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vista a torná-lo mais explícito ou a constituir hipóteses. Pode-se dizer que esta pesquisa tem como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de instituições” (GIL, 2002, p. 41).

Como parâmetro para comparação de dados, será realizado um levantamento de dados relacionados às operações (como contratos entre as partes), demonstrações financeiras e entrevista com pessoas que tiveram experiências práticas com o tema pesquisado.

De acordo com Ribeiro (1999) a última etapa deste trabalho consiste na elaboração de uma conclusão, por meio de uma atividade individual, envolvendo dados e opiniões coletadas, a revisão teórica e as projeções de sugestões.

Neste contexto, o estudo de caso será analisado a partir de uma operação financeira efetuada pelo Grupo Gerdau na qual foi possível avaliar as consequências financeiras através dos dados e informações coletadas. As conclusões encontradas auxiliarão na tomada de decisões da área financeira, além de possibilitar uma melhor compreensão do processo por parte dos *stakeholders*.

7 ESTUDO DE CASO

Uma das mais importantes aquisições do Grupo Gerdau foi a aquisição da Chaparral Steel Company, segunda no ranking na produção de aços especiais para o segmento da construção (atrás somente da Nucor). Em 2007, a empresa com suas duas usinas localizadas em Midlothian (Texas) e Dinwiddie County (Virgínia) produzia 2,14 toneladas de aço/ano, podendo alcançar até 2,9 toneladas aço/ano, o que acrescentaria 14% na capacidade produtiva consolidada da Gerdau.

Tal aquisição ocorreu em 14 de setembro de 2007 através do pagamento de USD 86,00 por ação, o que representou um prêmio de 13,6% sobre o fechamento da Chaparral. A proposta da Gerdau foi agressiva a qual superou seus concorrentes como Arcelor Mittal, Nucor e Severstal.

A primeira vista, a compra pareceu cara, especialmente quando comparada às aquisições realizadas pelo Grupo na América do Sul. A Gerdau pagou USD 4,2 bilhões por uma usina de 2,9 milhões de toneladas. Isso indica um preço de USD 1406 por tonelada disponível de aço, valor superior à média de USD 292 das demais empresas adquiridas pela companhia durante o período de 2001 a 2007 (Globo.com, 2007).

É importante ressaltar, no entanto, que apesar do negócio ter sido efetivado a um custo mais elevado, a Chaparral possuía margens melhores que seus pares de mercado em função dos produtos de maior valor agregado. Para se ter idéia, o *spread* metálico obtido pela Gerdau Ameristeel encontrava-se na faixa de USD 400/ton enquanto que o da Chaparral estava em média USD 460/ton. (Banif, 2007).

Além de sua forte *performance* financeira, a empresa adquirida apresentava alto *know How* técnico, grande potencial de sinergia e posicionamento geográfico. Este, por sinal, uma qualidade extremamente estratégica e valorizada dada a constante proteção ao mercado de aço exercido pela Comissão Americana de Negócios Internacionais que sobretaxava a importação de perfis. Desta forma, o Grupo Gerdau estava consolidado e inserido no mercado Norte Americano de forma mais competitiva.

Neste contexto, a Chaparral Steel Company foi adquirida pela Gerdau pelo valor de USD 4,2 bilhões financiados através de uma estrutura de capital envolvendo um Term Loan Facility de USD 2,75 bilhões; um Bridge Loan Facility de USD 1,15 bilhão e USD 300 milhões oriundos do caixa da Gerdau Ameristeel, subsidiária americana.

Em um segundo momento, para cobrir os empréstimos ponte de curto prazo (Bridge Loan) a Gerdau Ameristeel emitiu USD 1,35 bilhão em ações ordinárias (USD 1,55 bilhão com *overallotment*). Para manter sua participação majoritária de 66,5% na empresa, a Gerdau S/A subscreveu aproximadamente 84 milhões de ações desta oferta – aproximadamente USD 1,00 bilhão.

Por fim, este mesmo montante que a Gerdau desembolsou para subscrever as ações da subsidiária Americana teve como origem uma emissão de títulos de dívida no mercado internacional denominado de 10Y Bond.

No quadro abaixo, encontra-se o resumo das operações que em seguida serão melhor detalhadas:

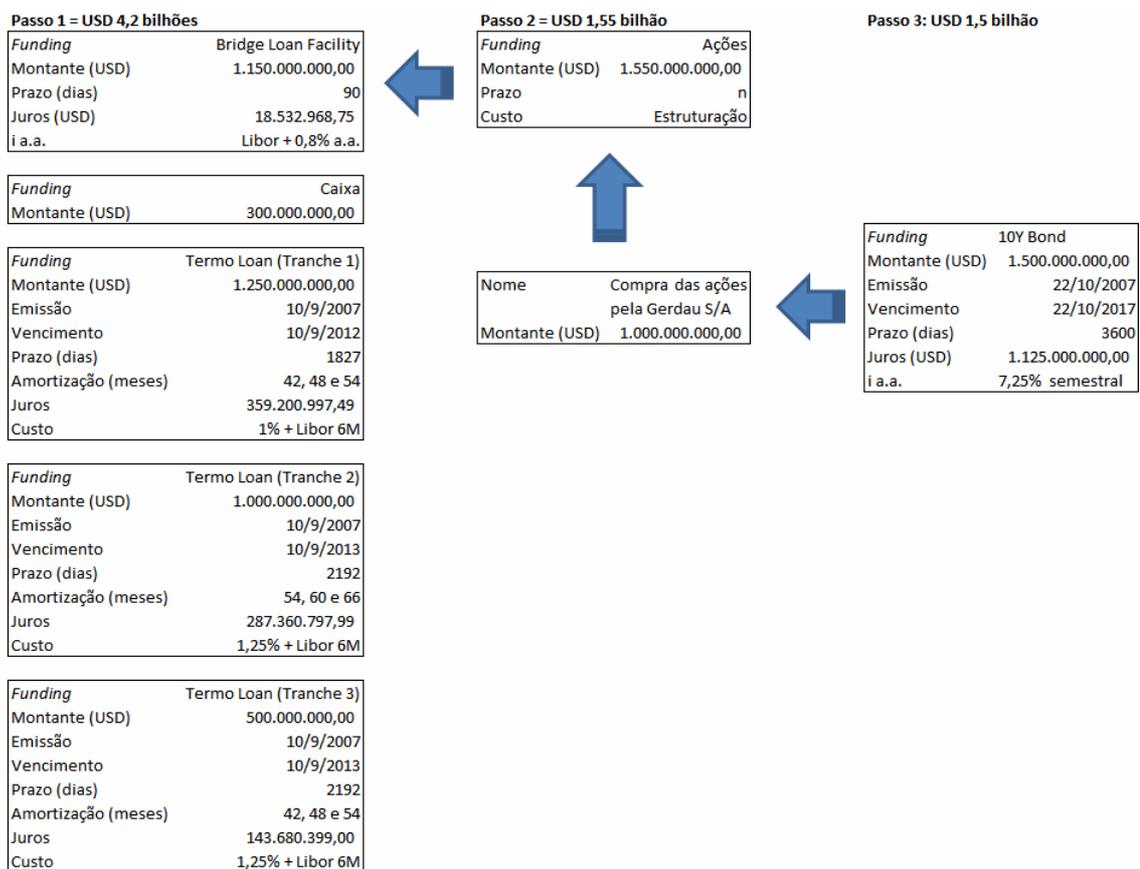


Figura 2 – Resumo das operações do financiamento da Chaparral

Fonte: Gerdau (2007) adaptado pelo autor

Essa aquisição, portanto, criou a segunda maior siderúrgica de produtos de aço para estruturas da América do Norte e possibilitou a expansão do conjunto de produtos da Gerdau Ameristeel, permitindo assim, o seu crescimento contínuo.

7.1. O *TERM LOAN FACILITY*

O *Term Loan Facility* foi uma operação de empréstimo bancário, diferentemente do Bond (emissão de título), realizada pela Gerdau Ameristeel. Em função do volume da captação, a mesma foi realizada através de bancos sindicalizados; ou seja, diversas instituições financeiras se reuniram para poder levantar o montante necessário; tendo como líderes o ABN AMRO, HSBC e JPMorgan.

O total captado neste empréstimo bancário foi de USD 2,75 bilhões (garantidos pela Gerdau S/A e suas subsidiárias brasileiras) dividido em três *Tranches*:

- *Tranche 1*: Montante de USD 1,25 bilhão a um custo de 1% + LIBOR 6M tendo cinco anos de prazo;
- *Tranche 2*: Montante de USD 1,00 bilhão a um custo de 1,25% + LIBOR 6M tendo seis anos de prazo;
- *Tranche 3*: Montante de USD 0,5 bilhão a um custo de 1,25% + LIBOR 6M tendo seis anos de prazo também.

Cabe ressaltar que durante este mesmo período de 2007 o mercado apresentava uma certa instabilidade já influenciada pelos papéis ligados ao *subprime*. Apesar disso, houve uma grande quantidade de bancos participantes na operação devido, principalmente, a credibilidade da Gerdau no mercado financeira e, por consequência, o baixo risco na operação.

7.2 O *BRIDGE LOAN*

O Bridge, um empréstimo ponte, de USD 1,150 bilhão foi captado enquanto era estruturada a emissões de ações para poder pagar a compra de acordo com o prazo estabelecido entre as partes.

A operação foi tomada pela Gerdau Ameristeel e ficou ativa por somente noventa dias. Esta foi liquidada com os recursos provenientes das ações compradas pelos investidores. O custo da operação foi de 18,5 milhões pagos em juros, a uma taxa de LIBOR acrescida de

0,8% a.a. Como a LIBOR estava em 5,64625%, a taxa final de juros foi de 6,45% a.a. pelo período de noventa dias.

7.3 10Y BOND

Bond (Bônus) é um título de dívida lançado para captação de recursos em valores elevados por empresas nacionais com penetração internacional, como foi o caso do 10Y Bond emitido pelo Grupo Gerdau através de sua empresa subsidiária GTL Trade Finance Inc.

A emissão, listada na Bolsa de Valores de Luxemburgo (Euro MTF), captou um montante de USD 1,5 bilhão com taxa pré-fixada de 7,25% a.a., sendo pago semestralmente aos detentores.

Em função dos bons indicadores financeiros apresentados pelo Grupo Gerdau no período, a emissão do Bond recebeu Grau de Investimento BBB- pelas agências S&P e Fitch resultando num *Yield* apenas 283 pontos-base acima da *treasury* do governo americano e muito inferior as demais emissões dos Bônus de empresas brasileiras ocorridas no mesmo mês como Brasken, GP Investimentos, Odebrecht e Rede Empresas de Energia (Gerdau, 2007).

A operação, que teve como objetivo levantar capital para subscrever as ações emitidas pela Gerdau Ameristeel, teve como empresas garantidoras a Gerdau S/A, Gerdau Açominas S/A, Gerdau Aços Longos S/A, Gerdau Aços Especiais S/A e Gerdau Comercial de Aços S/A. Do outro lado, as instituições financeiras líderes desta operação foram: ABN AMRO, HSBC e JPMorgan.

7.4 AÇÕES

Um total de 1,350 bilhão de dólares foi captado pela Gerdau Ameristeel através da venda de ações no mercado americano, sendo que os investidores compraram somente 350 milhões de dólares, já que a Gerdau SA entrou com o valor de 1 bilhão para manter o controle

majoritário da empresa. Este USD 1 bilhão teve como origem a emissão do bônus de 10 anos pela GTL no mercado internacional.

7.5 ANÁLISE DOS INDICES FINANCEIROS

A análise financeira de balanço, através de seus índices financeiros, propicia inúmeras informações que embasam os administradores, acionistas, clientes, fornecedores e instituições financeiras sua tomada de decisão nos mais diferentes aspectos.

Neste contexto, no capítulo em questão serão analisados os índices de endividamento e rentabilidade/lucratividade resultantes dos demonstrativos financeiros divulgados pela Gerdau S/A utilizando o método de avaliação pela comparação de exercícios trimestrais (entre setembro de 2006 a setembro de 2009) permitindo assim, formar uma opinião a respeito das conseqüências financeiras oriundas da estrutura de capital e alavancagem financeira utilizada para aquisição da Chaparral pelo Grupo Gerdau, bem como as tendências que estão sendo registradas.

É importante ressaltar que durante o período estudado ocorreram fenômenos econômicos atípicos que influenciaram e determinaram uma série de decisões financeiras da empresa. Desta forma, para melhor compreensão dos fatos será convencionado três períodos da seguinte forma:

- a) Pré-aquisição: Período que precede a aquisição da Chaparral - 3º Trimestre/2006 ao 2º Trimestre/2007;
- b) Pós-aquisição: Período pós-aquisição e anterior a crise econômica - 3º Trimestre/2007 ao 3º Trimestre/2008;
- c) Crise: Período na qual a Gerdau é afetada pela crise econômica mundial - 4º Trimestre/2008 ao 3º Trimestre/2009

7.5.1 Índices de endividamento

A dívida bruta por EBITDA é um índice financeiro muito utilizado para medir o grau de endividamento das empresas. É por meio desta informação que se controla um possível problema de agenciamento na qual os detentores de títulos, ou instituições financeiras, possuem receio uma vez que emprestaram dinheiro a uma determinada empresa, e esta continue se endividando em função de um projeto que beneficiará o acionista, aumentando o fator risco/inadimplência.

Neste contexto, os investidores tentam reduzir os problemas de agenciamento por meio de restrições legais objetivando a qualidade dos títulos emitidos.

Baseado nisso, a Gerdau possui como *benchmark* definido pela própria empresa, através da metodologia Balanced Scorecard, indicadores chaves para a área financeira, dentre eles a Dívida Bruta por EBITDA**¹ que deve estar entre 2x e 3x.

Analisando, portanto, a evolução do índice conforme o gráfico 1 verifica-se, inicialmente, que a dívida bruta se mantém constante no período pré-aquisição até o momento em que acontece de fato a compra da Chaparral. Neste momento o endividamento aumenta 89% saindo de R\$ 8,65 bilhões para R\$ 16,73 bilhões, impulsionando o *ratio* para 2,84x.

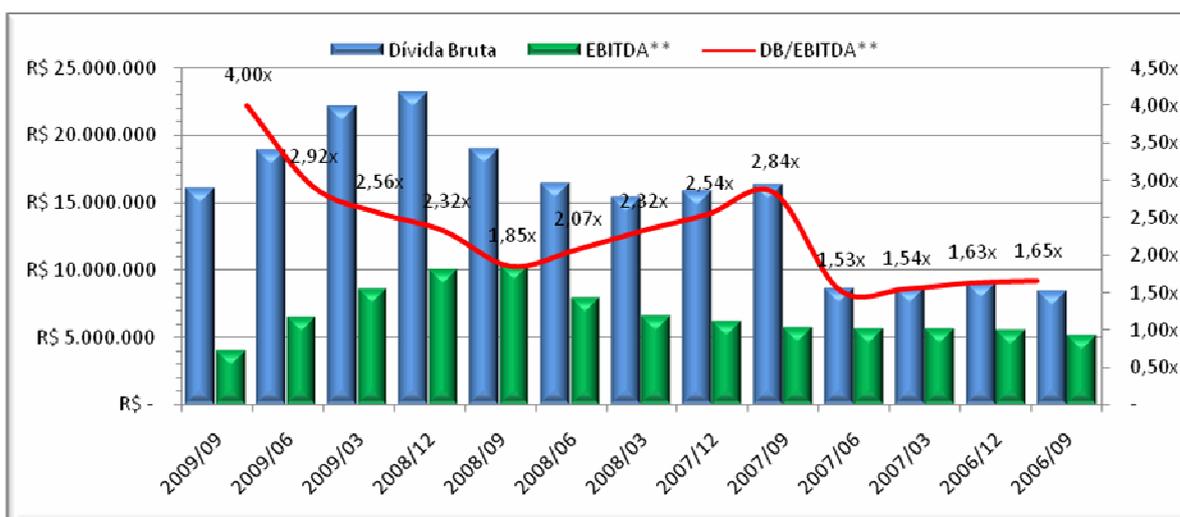


Gráfico 1 – Dívida bruta por EBITDA

Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

¹ Valor acumulado dos últimos 12 meses

Pós-aquisição o índice apresenta uma queda em função do aumento do EBITDA acumulado, bem como a diminuição do valor da dívida influenciada pela valorização do real frente ao dólar, chegando a 1,85x em Setembro de 2008. Valor próximo aos de antes da aquisição.

No entanto, o cenário muda a partir de setembro de 2008 em função da crise econômica mundial que teve como conseqüências o desaquecimento do mercado siderúrgico e a valorização do dólar. Com isso a Gerdau reduziu consideravelmente as vendas no mercado norte americano através de suas subsidiárias, assim como diminuiu suas exportações, ou seja, minimizou sua arrecadação na moeda estrangeira. Aliado a isso, existiam os empréstimos vinculados ao dólar valorizado. O resultado desta combinação é a atual relação de 4x dívida bruta por EBITDA extrapolando o *benchmark* estabelecido pela companhia.

Durante o segundo trimestre de 2009, temendo o pior, a administração financeira da companhia realizou projeções e análises de cenários. Caso a economia não esboçasse sinais de retomada a médio-prazo, a Gerdau poderia encontrar problemas com suas cláusulas protetoras existentes nos empréstimos, ou seja, os *covenants*. A penalidade prevista em contrato em caso de não cumprimentos destes é a possibilidade de declaração de *default* pelos bancos e o vencimento antecipado de todos os contratos.

Baseado nesta avaliação, a área financeira executou uma política de pré-pagamento de dívidas (desembolsando R\$ 3,2 bilhões no segundo trimestre de 2009) e troca de dívidas de curto para longo-prazo.

Ainda sob esta ótica, os administradores da companhia resolveram negociar pró - ativamente a flexibilização temporária das clausulas de *performance – covenants* - junto às instituições financeiras credoras. O acordo envolveu mais de 40 instituições e teve a aprovação unânime ao montante das dívidas sujeita às cláusulas. Este terá vigência até 30 de setembro de 2010 podendo ser revogado a qualquer momento pela Gerdau. As novas condições negociadas são as seguintes:

- a) De dívida bruta por EBITDA menor que 4x para dívida líquida sobre EBITDA menor que 5 vezes;
- b) De EBITDA sobre despesas financeiras maior que 3 vezes para EBITDA sobre despesas financeiras maior que 2,5 vezes e;
- c) Limite máximo de dívida bruta de USD 11 bilhões.

Quando realizamos esta análise utilizando como parâmetro a dívida por EBITDA (acumulado 12 meses), verificamos que em função do alto valor disponível no caixa, os

índices obtidos estão inteiramente dentro das políticas da empresa e das instituições financeiras não correndo risco de quebra de cláusulas de *performance*.

No entanto, cabe uma ressalva no período referente a aquisição da Chaparral em que a empresa utilizou uma estrutura de capital complexa desembolsando apenas USD 300 milhões do caixa e utilizou outros USD 3,9 bilhões de capital de terceiros para concluir o negócio. Esta alavancagem financeira resultou num alto crescimento do endividamento como um todo e, por consequência, um pulo enorme da relação dívida líquida por EBITDA de 0,65x para 1,96x, conforme gráfico 2, a seguir:

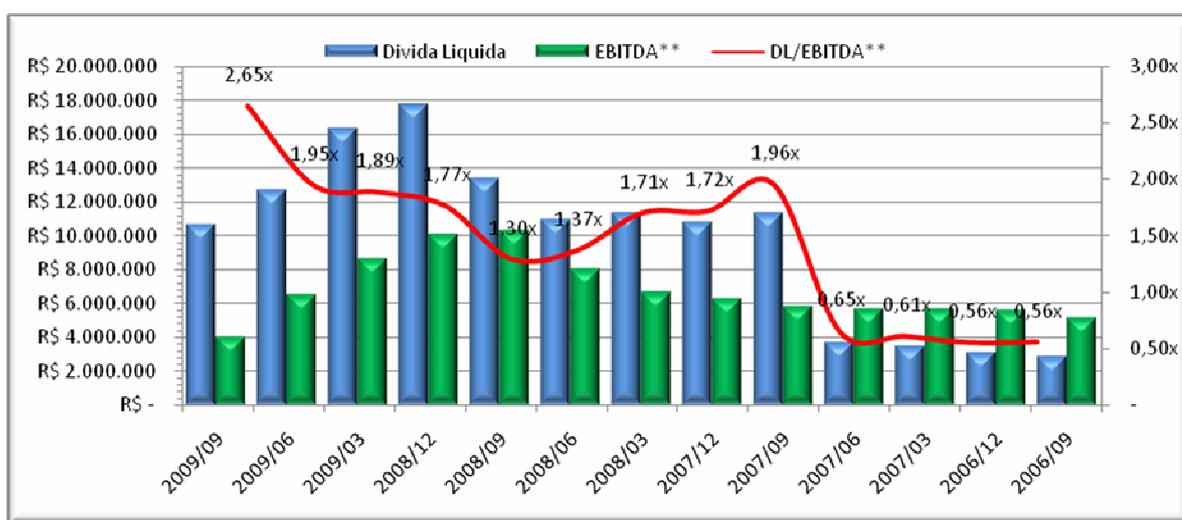


Gráfico 2 – Dívida líquida por EBITDA

Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

Quando analisada em conjunto as curvas dos índices explicitados anteriormente (gráficos 1 e 2), constata-se que estas mantêm uma amplitude praticamente constante. Isso se deve a baixa variação do caixa da companhia que rapidamente se adapta às diferentes situações internas e externas, seja reduzindo custos, estoques e realizando investimentos mais conservador, bem como estruturando seu capital na aquisição de empresas siderúrgicas utilizando capital de terceiros não afetando seu caixa.

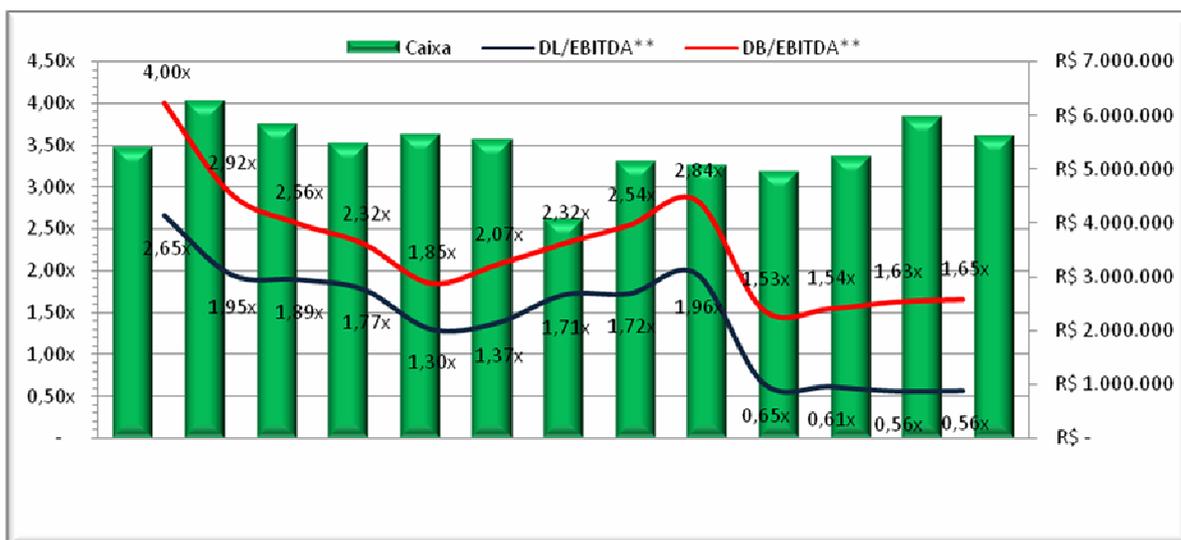


Gráfico 3 – Curva dos índices de endividamento

Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

O índice de cobertura de juros (ICJ), que tem por objetivo medir a capacidade da empresa atender os seus encargos financeiros, demonstrado no gráfico 4, revelou que a Gerdau possuía uma imensa capacidade de cobrir seus encargos antes da aquisição da Chaparral devido ao baixo grau endividamento, chegando a uma proporção de 30,41x.

No trimestre em que se configurou a compra da empresa americana, apesar do aumento no lucro antes dos juros e impostos, o endividamento aumentou numa proporção superior ocasionando uma diminuição nesta relação para 4,13x, porém tranquilizante dada a projeção do retorno sobre o ativo.

Com os efeitos da sinergia, mesmo que numa visão de curto prazo, e com a forte demanda por aço no mercado internacional, impulsionaram os negócios da Gerdau retomando pouco a pouco a capacidade de atender suas despesas financeiras. Em função da crise, no entanto, as despesas financeiras aumentaram em função da variação cambial, porém o LAJIR diminuiu ocasionando queda na relação LAJIR por despesas financeiras.

Em setembro de 2009 a Gerdau S/A divulgou seus resultados e estes indicaram uma recuperação do ICJ para a proporção de 2,7x. Apesar de ainda não ser um valor satisfatório para o grupo, ao menos reflete o reaquecimento do mercado siderúrgico e a retomada da empresa frente a crise que assolou a economia mundial. Importante ressaltar que em breve acontecerão as amortizações dos empréstimos, a diminuição dos encargos financeiros e a sinergia total das empresas potencializando ainda mais o seu lucro antes dos juros e impostos.

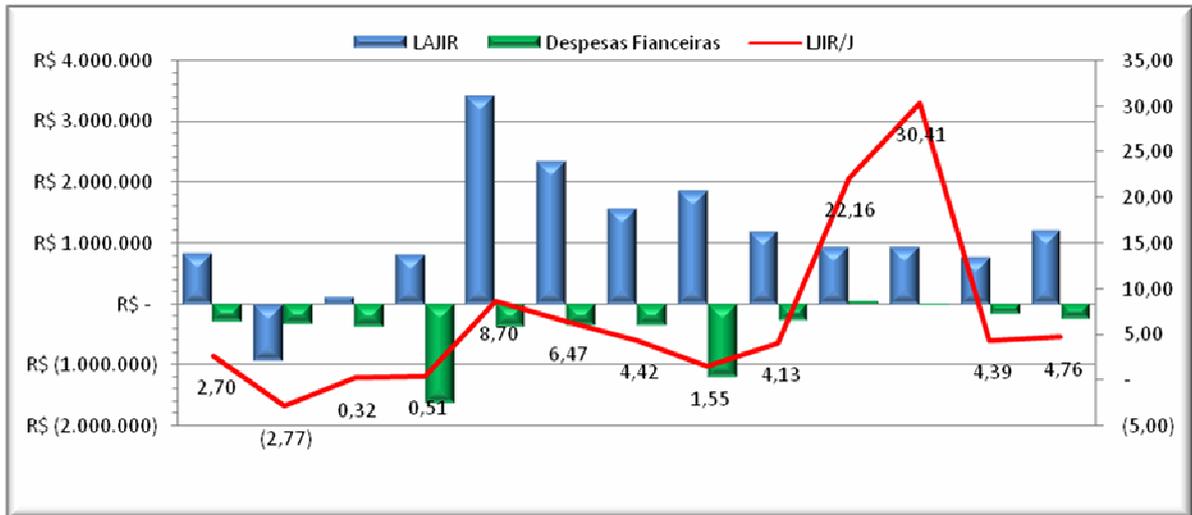


Gráfico 4 – Índice de cobertura de Juros
 Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

Não menos importante, o índice dívida bruta por capitalização total da Gerdau - que indica a proporção dos recursos totais da empresa - seguiu a tendência dos índices já apresentados anteriormente, influenciados pelos motivos compreendidos nos períodos convencionados de pré-aquisição, pós-aquisição e crise, conforme gráfico 5.

No terceiro trimestre de 2009 encontra-se a maior utilização de capital de terceiros da Gerdau (quando comparado aos demais trimestres analisados) alcançando a proporção de 49,81%, equivalente a um aumento brusco de 5,97 pontos percentuais. Tal dado, portanto, explica a estrutura de capital e a alavancagem financeira realizada para a aquisição da Chaparral.

É importante ressaltar que em junho de 2009 a Gerdau pré-pagou uma grande quantidade de dívida e, combinado com a valorização do real frente ao dólar, contribuíram para a redução desta proporção que no terceiro trimestre de 2009 chegou a 42,17%, inferior inclusive ao registrado no período pré-aquisição.

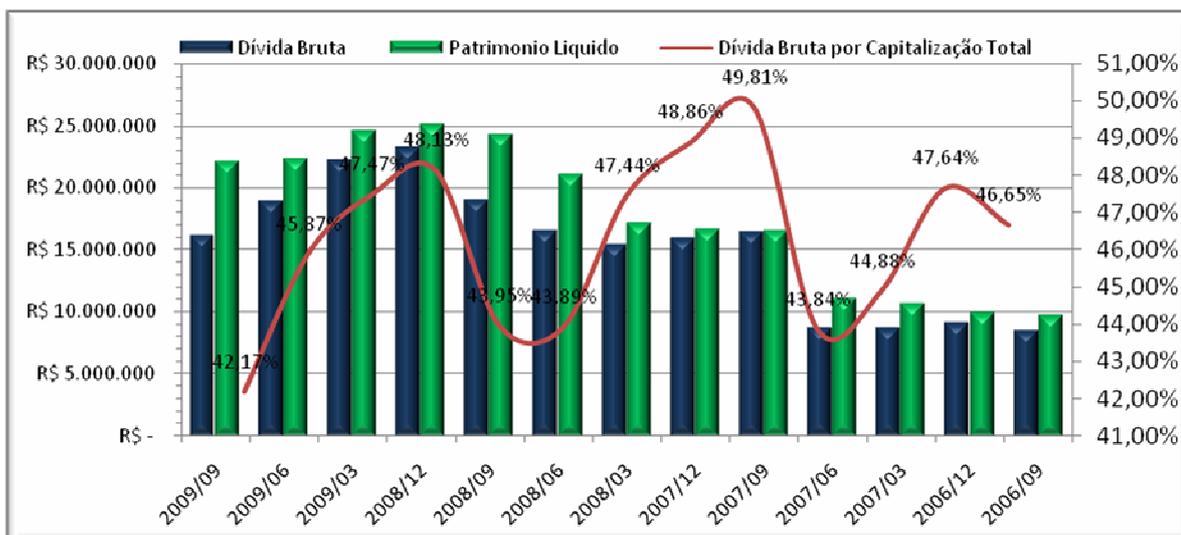


Gráfico 5 – Dívida bruta or capitalização total

Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

7.5.2 Índices de lucratividade

Em setembro de 2007 a receita líquida de vendas, em termos consolidados, atingiu R\$ 7,7 bilhões apresentando um crescimento de 16,0% em relação ao 3º trimestre de 2006, conforme apresentado no gráfico 6. A maior demanda por produtos da Empresa no Brasil e a consolidação de empresas adquiridas no exterior foram os responsáveis pelo resultado alcançado no período.

Quando analisamos os resultados nos Estados Unidos e no Canadá, local onde atua a Chaparral, a consolidação desta a partir de 15 de setembro contribuiu para que as vendas crescessem 7,1% no 3º trimestre de 2007 em relação a igual período do ano anterior.

O aumento da receita líquida, o ganho de sinergia e a maior rentabilidade da Chaparral contribuíram para o crescimento da margem líquida consolidada da empresa para o terceiro trimestre de 2007.

No segundo semestre de 2008 as vendas líquidas tiveram grande evolução devido a maior demanda pelos produtos siderúrgicos, bem como a consolidação das novas empresas. Aliado a esses fatores, o custo das vendas foram reduzidos devido à evolução dos preços dos produtos siderúrgicos no mercado internacional que superaram os custos das matérias-primas.

Desta forma, a margem líquida alcançada pela companhia no segundo semestre de 2008 foi a maior de todos os períodos analisados chegando a 19,1% (gráfico 6)

Após ter registrado um desempenho recorde nos primeiros nove meses de 2008, a Gerdau foi fortemente afetada pela deterioração do ambiente econômico no quarto trimestre de 2008 e primeiro semestre de 2009, especialmente, em razão de sua expressiva exposição aos mercados dos Estados Unidos e da América Latina e aos setores automobilísticos brasileiro, norte-americano e europeu. Tendo como consequência a deterioração da rentabilidade do Grupo Gerdau que chegou a incrível marca de -5,1%.

De acordo com os resultados apresentados pela empresa no terceiro trimestre de 2009 a Gerdau na América do Norte, região mais afetada pela crise, voltou ao campo positivo impulsionada pela recuperação de seus estoques. No mercado nacional destacam-se os incentivos proporcionados pelo governo nos diferentes setores da economia contribuindo para a retomada do consumo doméstico e aumento das vendas líquidas.

Neste contexto, os dados apresentados no terceiro semestre revelam uma retomada no mercado siderúrgico global, ao passo em que a empresa ajusta suas operações aos novos níveis de demanda, possibilitando assim, elevação nas margens operacionais que em setembro de 2009 apresentou uma margem líquida de 9,6%, superior ao dos últimos quatro semestres.

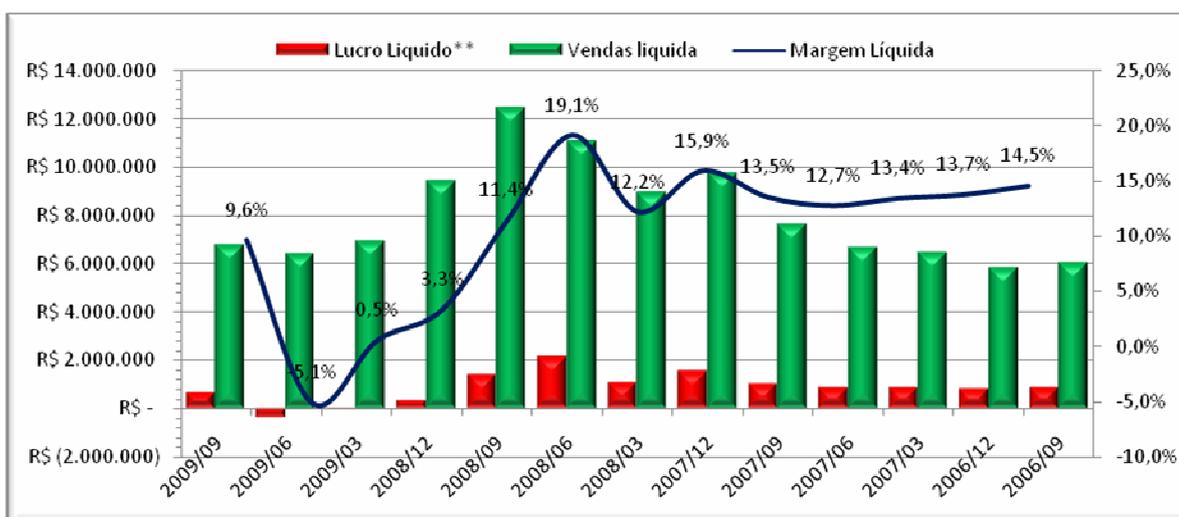


Gráfico 6 – Margem líquida
Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

O retorno sobre os ativos (ROA), que tem por objetivo medir quão eficiente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações, e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE),

responsável pela medida de desempenho dos acionistas; demonstraram ao longo do período estudado comportamentos parecidos conforme ilustrado no gráfico 7 e gráfico 8.

No terceiro trimestre de 2007 ambos sofrem forte queda em função da aquisição da Chaparral, pois com esta, tanto o Patrimônio Líquido quanto do Ativo tiveram um forte crescimento que não foi acompanhado proporcionalmente pelo lucro líquido. Por outro lado, nos semestres seguintes, percebe-se crescimento nos índices ROE e ROA devido ganho de escala operacional.

Tal crescimento, entretanto, não foi constante e no terceiro semestre de 2008 apresentou declínio acarretado pela crise e suas consequências no Grupo Gerdau.

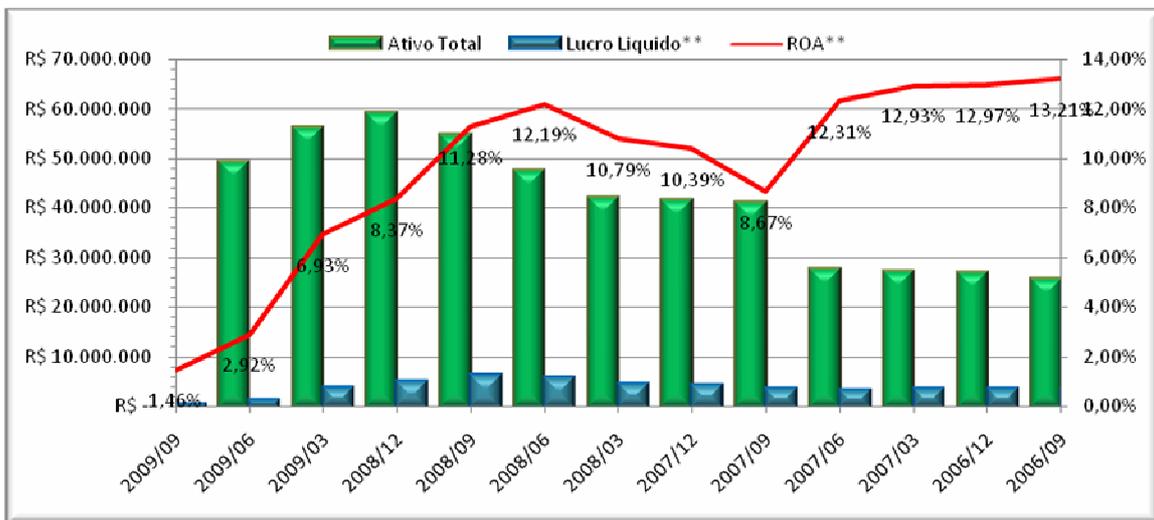


Gráfico 7 – Retorno sobre ativo
Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

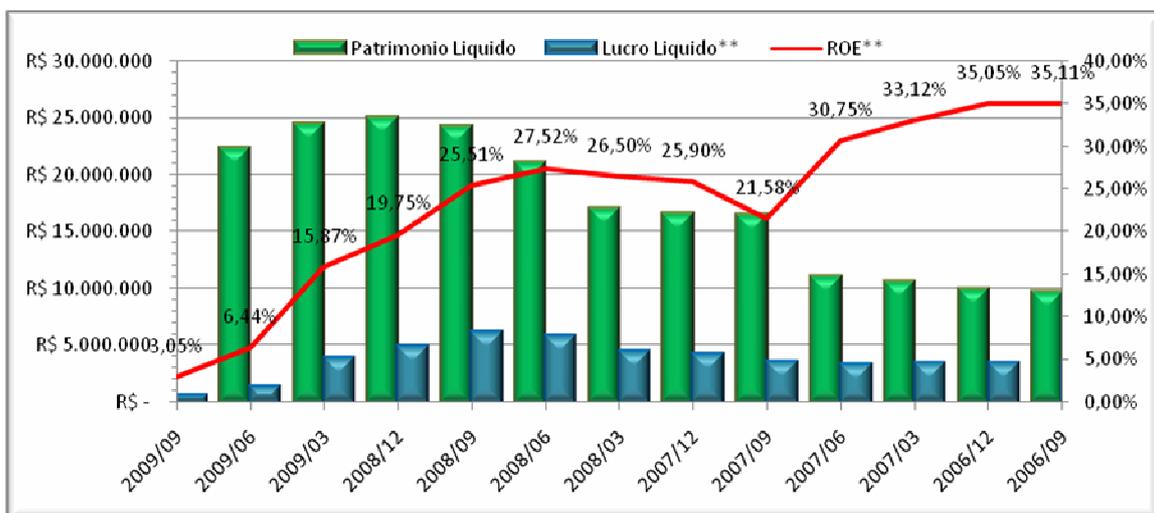


Gráfico 8 – Retorno sobre o passivo
Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

Por fim, o Lucro por Ação que objetiva avaliar a viabilidade de investimentos de ações de determinada empresa, ou melhor, indicar quão lucrativa se apresentou um empreendimento pela utilização dos recursos disponibilizados pelo acionista.

Quando uma empresa utiliza-se de capital de terceiros, ou seja, se alavanca para financiar seu crescimento, maior é o retorno esperado pelo acionista; que não foi diferente nos dois primeiros subsequentes à aquisição da Chaparral, inclusive em Dezembro de 2008, o LPA apresentado foi o maior registrado no períodoo estudado devido a estrutura de capital utilizada pela comanhia (gráfico 9)

A queda repentina do LPA em Junho de 2008 é explicada pela emissão de novas ações realizada pela Gerdau S/A. Para os meses seguintes, os efeitos da crise e a sinalização de retomada do mercado siderurgico apontada no terceiro semestre de 2009, ambos amplamente abordados anteriormente, foram os fatores que influenciaram o índice em questão para os demais trimestres.

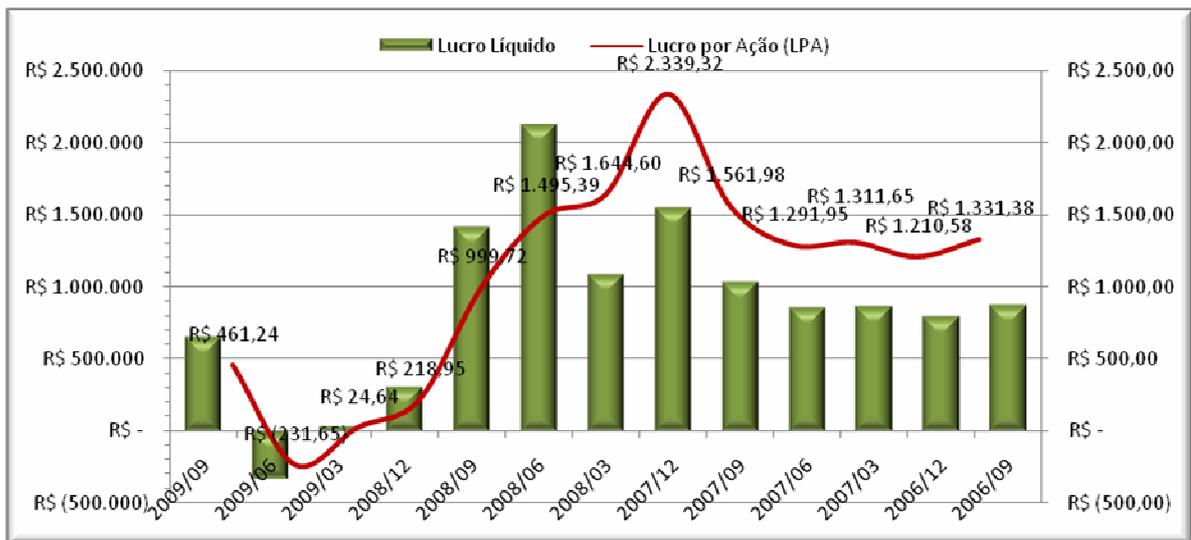


Gráfico 9 – Lucro por ação
Fonte: Adaptação – Web site Gerdau

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O setor siderúrgico global segue uma tendência de consolidação de grandes players no mercado, mediante tal movimento a Gerdau vem realizando sua política expansionista baseada em aquisições. Em Setembro de 2007 a companhia efetuou a maior e mais ousada aquisição de sua história, a americana Chaparral Steel Inc, pelo montante de USD 4,2 bilhões.

Muitos analistas de mercado afirmaram que o valor de tal operação havia sido elevado demais dado a relação dólares por toneladas produzidas pela Chaparral. No entanto, o prêmio de 13,6% pago sobre as ações dessa possuíam explicações para o Grupo Gerdau: maior valor agregado de seus produtos, maior rentabilidade, alto know How técnico, grande potencial de sinergia e posicionamento geográfico.

Baseado nestes aspectos, a proposta deste trabalho foi relatar a estrutura de capital realizada pela empresa, analisar - através de índices - os benefícios para os seus acionistas e as conseqüências da alavancagem financeira.

Primeiramente, a estrutura financeira chama atenção pelas diversas fontes de financiamento obtidas, quantidade de instituições financeiras envolvidas, volume total captado e pelo baixo custo da dívida frente a seu potencial de rentabilidade. Como reconhecimento à estrutura o Grupo Gerdau recebeu em Londres o prêmio International Financing Review Awards 2007 como a melhor operação de empréstimo feita por uma empresa da América Latina.

Conforme análise apresentada no capítulo anterior, a compra da Chaparral em Setembro de 2007 ocasionou forte impacto sobre os resultados consolidados da Gerdau S/A. Porém, o que se verificou a partir do terceiro trimestre de 2009 foi uma variação positiva e gradual nos índices de endividamento e lucratividade que agregaram valor à companhia e maximizaram o lucro dos acionistas. Esta tendência, entretanto, ficou limitada até o terceiro trimestre de 2008, momento em que desencadeou uma forte crise econômica afetando diretamente o mercado siderúrgico e, por conseqüência, os resultados da Gerdau S/A.

Tal situação, entretanto, oportunizou a análise das conseqüências financeiras oriundas da alavancagem financeira no momento de recessão que foi a colocação da Gerdau S/A em CreditWatch negativo por parte do Standard & Poor's devido a deterioração de sua rentabilidade, elevado grau de endividamento e baixa geração de caixa (EBITDA). Neste aspecto, coube a Gerdau efetuar uma política de pré-pagamento de suas dívidas utilizando

grande liquidez do caixa, esticando o prazo médio de suas obrigações e renegociando com mais de 40 instituições financeiras a flexibilização dos covenants.

Apesar dos efeitos da crise, o terceiro trimestre de 2009 apresentou uma forte retomada na economia nacional e internacional potencializando, novamente, o crescimento contínuo do Grupo Gerdau que busca maximizar a eficiência e o retorno dos investimentos já realizado, muito focado na equação de custos e pela busca de sinergia entre as operações.

Assim, conclui-se que a estrutura de capital realizada na compra da Chaparral como ferramenta de alavancagem financeira foi positiva, dada a sua estratégia de crescimento pautada em aquisições e nas circunstâncias econômicas em que o mercado do aço se encontrava no momento, pois gerou valor para a empresa e para seus acionistas

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre Assaf,. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 1999.

BANCO GERDAU – **Notícia: Aquisições e aumento da demanda brasileira elevam faturamento do Grupo Gerdau para R\$ 25,1 bilhões** - Disponível em: http://www.bancogerdau.com.br/noticia/noticias_geral_pop.asp?cd_noticias=1834&categoria=15&site=BG. Acesso em 22/11/2009

BANIF INVESTMENT BANKING – Latam Equity Research – 12/07/2009 – Artigo disponível através de correio eletrônico.

BIANCONI, César - **Compra da Chaparral é boa para Gerdau apesar de preço** – 11/07/2007 – Disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,AA1584618-9356,00.html. Acesso em 25/11/2009

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU – **Idéia & Perspectivas, Estudos e Pesquisas** – Disponível em: http://www.deloitteandtouche.org/dtt/cda/doc/content/Pesquisa_Fusoes_e_Aquisicoes_no_Brasil.pdf. Acesso em: 23/05/2009

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços** – 16 ed – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2006

GITMAN, Lawrence J.. **Princípios da Administração Financeira** – São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1978.

GRIMBLATT, M,; TITMAN, S. **Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa** - 2.ed - Porto Alegre: Bookman, 2005

GRUPO GERDAU (a), **A Gerdau** Disponível em: <http://www.gerdau.com.br/port/agerdau/index.asp> Acesso em: 23/05/2009

GRUPO GERDAU (b), **A Gerdau** Disponível em: http://www.gerdau.com.br/port/agerdau/visao_missao.asp > Acesso em: 10/06/2009

GRUPO GERDAU (c), – **Gerdau Ameristeel**, Press Release - Disponível em: <http://www.gerdauameristeel.com/equicom/PressRelease.aspx?reqId=1051791>)> Acesso em: 23/05/2009

GRUPO GERDAU (d) – **Relações com Investidores**, Balanços Anuais - Disponível em: <<http://www.gerdau.com.br/port/ri/informacoes-financeiras-balancos-anuais.asp>> Acesso em: 23/05/2009

GRUPO GERDAU (e) – **Relações com Investidores**, Comunicados - Disponível em: <<http://www.gerdau.com.br/port/ri/infmercado/comunicados.asp?id=%7B6D18DD4A-C3A8-4EBD-8572-F9161DD0FC89%7D>> Acesso em: 23/06/2009

GRUPO GERDAU (f) – **Relações com Investidores**, Comunicados - Disponível em: <<http://www.gerdau.com.br/port/ri/infmercado/comunicados.asp?id=%7B8925FB37-4747-4435-B52E-D33F37387E09%7D>> Acesso em: 23/06/2009

GRUPO GERDAU (g) – **Relações com Investidores**, Comunicados - Disponível em: http://www.gerdau.com.br/RelatorioGerdau/2007/ra-br/download/07_estrategia.pdf> Acesso em: 23/06/2009

GRUPO GERDAU (h) – **Comunicado 17 de Outubro de 2007** - Bolsa de Madrid. Disponível em: http://www.latibex.com/act/esp/empresas/hechosrelev/2007/BRACN-hecho20071018_1227.pdf. Acesso em 22/11/2009

GRUPO GERDAU (j) – **Relação com Investidores, Informações Financeiras** - Disponível em: <http://www.gerdau.com.br/investidores/informacoes-financeiras-balancos-anuais.aspx>. Acesso em: 10/11/2009

LIPPI, Roberta – **Calculando o Futuro** - Revista Capital Aberto, Ano 6 No. Guia de Análise de Ações, pág. 28 a 45 - Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=4&sec=29&i=2182. Acesso em 22/11/2009

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços** - 6 ed – São Paulo: Atlas, 2008.

PADOVEZE, C.L. **Administração Financeira de Empresas Multinacionais** – São Paulo: Thomsom Learning, 2006.

RIBEIRO, Hugo Pinto. **Uma Estratégia Competitiva para a Guaibacar**. Dissertação de Mestrado. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1999.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guias para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudo de casos**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. Colaboração de: BECKER, Grace Vieira, MELLO, Maria Ivone de.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira** – 2.ed – São Paulo: Atlas, 2002

WESTON, J.F.; BRIGHAM, E.F. **Fundamentos da Administração Financeira** – 10.ed – São Paulo: Pearson Makron Books, 2000

