

A Combinação de Empresas Usiminas-Cosipa: Uma Investigação de seus Reflexos Societários, Fiscais e Contábeis

Autoria: Antonio Carlos Sousa, José Augusto Veiga da Costa Marques

Resumo

A globalização das atividades econômicas tem provocado o aumento da competição entre as empresas. Em tal contexto, as reestruturações organizacionais vêm se tornando cada vez mais freqüentes, como resposta às novas condições econômicas vigentes. Nesse processo, as operações de Fusões e Aquisições (*Mergers and Acquisitions*), também conhecidas como Combinações de Empresas (*Business Combination*) assumiram um papel muito importante, seja ao nível doméstico, seja ao nível internacional.

O objetivo básico desse estudo é analisar a combinação de empresas ocorrida, em 1999, entre a Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - USIMINAS e a Companhia Siderúrgica Paulista - COSIPA, cujos desdobramentos despertaram o interesse de profissionais das mais diversas áreas: financeira, acadêmica e governamental, em virtude de suas peculiaridades.

Introdução

O processo de globalização dos mercados, motivado por fatores diversos, como a desregulamentação da atividade econômica e o avanço muito rápido da tecnologia - principalmente das telecomunicações e da informática - tornou possível a disponibilização de informações em uma escala, até então, nunca observada. Em consequência, as empresas se tornaram mais vulneráveis à concorrência e, em virtude desse novo cenário, muitas delas foram obrigadas a se reorganizar, em termos corporativos, numa tentativa de assegurar a sua sobrevivência.

A decisão de alterar o rumo dos negócios - tanto no sentido de expansão quanto no de contração de atividades -, normalmente, leva as empresas a empreenderem reorganizações corporativas as quais podem ser de caráter patrimonial, operacional, financeiro ou societário. É imprescindível, porém, que sua implementação não seja intempestiva, mas sim planejada, já que certas mudanças, por terem um caráter estratégico, não devem ser implantadas como sendo uma reação ocasional motivada por eventos isolados.

Ao longo desse estudo, estaremos considerando, apenas, as reorganizações corporativas realizadas através de operações de Fusão, Incorporação e Aquisição de empresas. Tais operações (*business combinations*) são conhecidas, também, como Fusões e Aquisições (*Mergers and Acquisitions*).

A importância de tais transações decorre de sua decisiva contribuição para a criação de empresas gigantescas que não mais restringem sua atuação às fronteiras geográficas originais ou a poucos países. Por terem uma presença global, passaram a ser conhecidas como Empresas Transnacionais.

Dentro desse contexto, as combinações de empresas têm desempenhado um papel relevante, mundialmente, sendo consideradas uma das mais importantes fontes de Investimento Estrangeiro Direto da atualidade.

O movimento em direção às combinações de empresas não é um fenômeno recente. No entanto, em virtude da magnitude e do ritmo em que tais operações vêm ocorrendo, bem como de suas conseqüências, torna-se relevante o seu estudo, não apenas sob o aspecto econômico, mas também sob o enfoque contábil e tributário.

Tabela 1

Fusões e Aquisições no período 1995-2000: Visão geral
(valores em US\$ milhões)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Brasil						
Vendas	1.761	6.536	12.064	29.376	9.357	23.013
Compras	379	1.167	2.357	3.517	1.908	429
América Latina e Caribe						
Vendas	8.636	20.508	41.103	63.923	41.964	45.224
Compras	3.951	8.354	10.72	12.64	44.767	18.614
Países em desenvolvimento						
Vendas	15.966	34.7	64.573	80.755	73.601	69.664
Compras	12.729	28.127	32.544	19.204	57.702	42.135
Mundo						
Vendas	186.593	227.023	304.848	531.648	766.044	1.143.816
Compras	186.593	227.023	304.848	531.648	766.044	1.143.816

Fonte: www.unctad.org. Acesso em 20/01/2002

O acelerado crescimento das operações de Fusões, Aquisições e Incorporações de empresas, verificado até o ano 2000, não apenas ao nível internacional, mas também no Brasil, apesar da variedade de regras contábeis, dos diversos países, estimulou-nos a estudar este assunto.

A combinação de negócios de duas empresas brasileiras - cujas ações são negociadas em bolsa de valores, a Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - USIMINAS, e a Companhia Siderúrgica Paulista – COSIPA, pela sua complexidade e pela repercussão alcançada, levou-nos a querer conhecer, com maior profundidade, as razões determinantes de sua realização, bem como as suas conseqüências.

O estudo dessa combinação de negócios se justifica por vários motivos. Um deles é que ocorreu entre empresas integrantes de um setor muito importante pelos efeitos multiplicadores que gera no sistema econômico. Além disso, ambas as empresas tinham como ponto comum a sua origem estatal e, nessa condição, tomaram parte no Programa Nacional de Desestatização.

Uma outra razão deriva-se do fato de a COSIPA, a companhia controlada, ter incorporado a Usiminas, sua controladora, procedimento não muito comum, conhecido como incorporação reversa. Tal operação, do ponto de vista de um grupo de acionistas minoritários promoveu a diluição de sua participação no capital da COSIPA, o que lhes teria gerado prejuízos. No seu entender, a Usiminas deveria compensá-los, para que não se caracterizasse o abuso de poder de controle.

Portanto, as reações provocadas pela reestruturação, em virtude de seus desdobramentos reais e potenciais, provavelmente, darão ensejo à realização de outros estudos que poderão indicar a necessidade de adequação da regulamentação vigente à nova realidade econômica, constituindo-se, desta forma, em um importante aspecto no âmbito das Combinações de Empresas.

Metodologia Utilizada

Este estudo tem um caráter empírico. As técnicas de coleta de dados nele empregadas podem ser classificadas como Documental, *Ex post facto* e Estudo de Caso, tendo em vista que:

- ✓ foi realizado um estudo sistematizado, com base em material de origem nacional e estrangeira, publicado ou disponibilizado em livros, dissertações, teses, revistas, jornais, redes eletrônicas de informação etc;
- ✓ por seu intermédio, buscou-se conhecer os motivos que deram ensejo à concretização da combinação de empresas que o mesmo relata;
- ✓ foram consultados documentos produzidos pelas próprias empresas protagonistas da combinação de negócios, normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, Secretaria da Receita Federal e pareceres do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, dentre outros;
- ✓ o estudo de caso, representado pela combinação de empresas, foi realizado de forma detalhada, gerando conclusões que são apresentadas por meio do método descritivo.

As Combinações de Empresas

Uma empresa realiza investimentos sob duas formas, basicamente: a partir da “estaca zero” (*greenfield investment*) ou através de combinação com empresas já em funcionamento (fusões/incorporações/aquisições).

De acordo com Copeland (2002, p.126), o tratamento fiscal dispensado a uma combinação de empresas pode ter um reflexo muito importante sobre o seu aspecto econômico. Esta, no entanto, não é a única razão para a realização de tais transações. Na realidade, são várias as teorias que procuram explicar as razões para a efetivação dos processos de fusões/incorporações e aquisições.

Segundo Weston et al. (1990), *apud* Matias et al. (1996, p. 8) as teorias sobre o tema podem ser agrupadas em teorias de eficiência, de informação e sinalização, de problemas de *agency* e de fluxo de caixa livre, conforme apresentado no quadro seguinte:

Quadro 1
Teorias sobre Combinações de Empresas

Teoria	Características
Eficiência	A fusão é uma forma de melhorar o desempenho da administração ou obter sinergias.
Informação e Sinalização	A fusão informa ao mercado que a empresa está sub-avaliada.
Vantagens Fiscais	Uma empresa pode, através da fusão, beneficiar-se de créditos fiscais ou substituir impostos sobre ganhos de capital pelo imposto sobre a renda.
Problemas de Agência (<i>Agency</i>)	Fusões e Aquisições como solução para problemas de agência.
Fluxo de Caixa Livre	Custos de Agência causados por conflitos no pagamento de Fluxo de Caixa Livre são a maior causa das Fusões e Aquisições

Fonte: Adaptado de Matias et al.

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

Tendo em vista, porém, que uma de suas conseqüências, pode ser a redução da concorrência, as autoridades econômicas dos diversos países tendem a controlar tais operações, pois:

- a) *as concentrações podem tornar a estrutura do mercado menos competitiva, o que tende a desestimular a entrada de novos concorrentes;*
- b) *as empresas, depois de se associarem e terem alcançado maior poder econômico, podem aumentar seus preços, prevalecendo-se de sua maior força no mercado;*

No âmbito internacional, uma combinação de empresas, de acordo com o *International Accounting Standard Board*, (IASB) é a união de duas ou mais empresas – que têm vidas independentes até o momento da efetivação da transação - em uma entidade econômica única que passa a controlar os ativos e as operações de outra empresa.

As Reorganizações Corporativas

As reorganizações corporativas vêm se tornando um aspecto cada vez mais importante no cenário financeiro nos últimos anos. Aquisições e vendas de segmentos operacionais ou linhas inteiras de negócios são usadas para alterar os níveis de integração horizontal e vertical, diversificar as operações, aumentar a participação no mercado, aumentar a eficiência operacional e incrementar o valor de mercado das empresas.

De acordo com Ross e Westerfield (1995, p. 588), “Há três procedimentos legais básicos que uma empresa pode adotar para adquirir outra:

- (1) *Incorporação ou Fusão,*
- (2) *Aquisição de ações; e*
- (3) *Aquisição de ativos.”*

Fusão (*Consolidation*) ou Incorporação (*Merger*)

Internacionalmente, uma transação denominada *Merger* (Incorporação) refere-se à absorção de uma empresa por outra, sendo que a compradora conserva seu nome e identidade, adquirindo todos os ativos e passivos da outra entidade, deixando esta de existir como unidade independente.

No Brasil, cabe dizer, o termo *Merger* tem sido utilizado, equivocadamente, com o significado de fusão, não obstante o artigo 227 da Lei nº 6.404/76 determinar que uma transação como a descrita acima deve ser considerada uma incorporação.

Ainda de acordo com Ross e Westerfield (1995, p. 588), a Fusão (*Consolidation*) é igual a uma Incorporação, (*Merger*), exceto pelo fato de ser criada uma empresa inteiramente nova, quando de sua ocorrência. Assim, em uma fusão (*Consolidation*), tanto a empresa adquirente quanto a empresa adquirida deixam de existir legalmente e passam a constituir uma nova entidade, não sendo importante a distinção entre adquirente e adquirida.

Em consequência, as regras aplicáveis a *Mergers* (Incorporações, no Brasil) e *Consolidations* (Fusões, no Brasil) são basicamente as mesmas. Aquisições por meio de *Merger* e *Consolidation* (Incorporação e Fusão, respectivamente, no Brasil) resultam em uma combinação dos ativos e passivos das empresas envolvidas na transação.

O termo *Consolidation*, utilizado nos EUA corresponde, pois, no Brasil, ao termo Fusão, segundo o artigo 228 da citada Lei nº 6.404/76, não havendo, na referida lei, menção específica ao termo Aquisição (*Acquisition*). Vale destacar que tanto a Fusão quanto a Incorporação provocarão, em geral, os mesmos efeitos de uma Aquisição.

Contudo, uma operação de Fusão pressupõe a existência de um grau remanescente de propriedade, com relação aos sócios da empresa objeto da transação, devendo ser este fato adequadamente ponderado quando da decisão sobre qual delas será realizada.

Por outro lado, também não deve ser esquecido que qualquer aporte de recursos na empresa remanescente, seja financeiro ou intelectual, pelos controladores, trará também benefícios aos proprietários originais, agora na condição de minoritários.

A análise dos conceitos de Incorporação e Fusão, anteriormente descritos revela que não há, na legislação societária brasileira, menção explícita à operação de aquisição, não obstante ter-se conhecimento de que a maioria das incorporações e fusões ocorre por intermédio da transação de compra, o que caracteriza uma aquisição de ativos líquidos, conforme apontado por Lopes (2001, p. 139).

Tratamento Contábil das Combinações de Empresas no Brasil

As combinações de empresas, pelas conseqüências que podem acarretar para os seus acionistas, para o mercado e para a sociedade em geral, devem ser devidamente divulgadas, a fim de que outros interessados - fornecedores, governo e credores - também fiquem a par de fatos que poderão influenciar suas decisões futuras. De acordo com a Instrução CVM nº 358/2002,

“Art. 2º Considera-se relevante pelas disposições desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I -

.....

VII - a incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas”.

Uma comparação entre os princípios contábeis internacionais, norte-americanos e brasileiros revela, dentre outros, os seguintes fatos relativos às combinações de empresas:

- a) as normas do IASB (IAS 22), não obstante a realização de estudos sobre o assunto, ainda admitem a utilização de dois métodos contábeis para o registro das combinações de empresas: o purchase method e o pooling of interests method;*
- b) as normas do FASB, a partir de julho/2001, proibiram a utilização do pooling of interest e passaram a reconhecer, apenas, o purchase method, para efeitos de registro das business combinations; e*
- c) as normas contábeis brasileiras não prevêm diretamente que método de contabilização deve ser utilizado em uma combinação de negócios.*

Segundo Lopes (2001, p. 138),

“Analisando o conceito do IAS 22 a respeito das aquisições, pode-se afirmar que, no Brasil, estas ocorrem, pois existe a figura do adquirente que obtém o controle sobre os ativos líquidos e operações de outra empresa, sendo, portanto, caracterizada a combinação de empresas”.

A Lei nº 6.404/76 – Lei das Sociedades por Ações -, no entanto, não trata da contabilização referente às combinações de empresas. Tal matéria somente veio a ser abordada com a edição do Decreto-lei nº 1.598/77, norma voltada especificamente para as questões de ordem fiscal,

evidenciando que “a legislação fiscal se antecipou na emissão de normas referentes aos investimentos permanentes”.

De acordo com El Hajj e Lisboa, (2001, p. 33-58),

“No Brasil, existe uma evidenciação diferente dos investimentos permanentes em outras sociedades que não consta nas determinações internacionais. Conforme a Lei nº 6.404, os investimentos permanentes em sociedades coligadas e controladas são classificados como subgrupo do ativo permanente. Ressalta-se que, de acordo com os US-GAAP e IASB, o ativo é classificado em apenas dois subgrupos: corrente/circulante e não corrente/não circulante.

A Lei societária brasileira autoriza a CVM a expedir normas sobre as sociedades cujas demonstrações são abrangidas na consolidação, sendo que o processo de regulamentação dos investimentos permanentes iniciou-se com as Instruções nº 1 de 1978 e nº 15 de 1980.

Atualmente, a CVM ampliou a evidenciação das operações de fusões e aquisições por meio das Instruções nº 319 e nº 320 de dezembro de 1999 e nº 349 de março de 2001. Estas abordam o tratamento contábil e, especificamente, a transparência e os critérios contábeis adotados em relação aos acionistas não controladores”.

Tratamento Tributário das Combinações de Empresas no Brasil

Um dos fatores motivadores das combinações de negócios tem sido a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais, provenientes da compensação de prejuízos gerados pelas empresas.

Para melhor compreensão do significado de prejuízos deve ser ressaltado que existem, no que nos interessa, para efeitos desse estudo, duas classificações: relativas a este termo: o prejuízo contábil, que é apurado pela Contabilidade e apresentado na Demonstração de Resultado do Exercício, e o prejuízo fiscal, apurado na Demonstração do Lucro Real.

A absorção do prejuízo contábil cumpre as determinações da legislação societária, enquanto as regras relativas à compensação de prejuízos fiscais são determinadas pela legislação do imposto de renda. Consequentemente, o prejuízo compensável, para efeito tributário, é aquele apurado na demonstração do lucro real do período a que se refere, sendo registrado no LALUR (Livro de Apuração do Lucro Real), para compensação nos períodos subsequentes, independentemente da compensação ou absorção do prejuízo contábil.

A utilização desse prejuízo, para compensação com o lucro real apurado em períodos-base subsequentes, poderá ser feita de forma parcial ou integral, independentemente de prazo. No entanto, a partir de 1º de janeiro de 1995, para efeito da determinação do lucro real, o lucro líquido ajustado pelas adições e exclusões previstas ou autorizadas pela legislação do imposto de renda somente poderá ser reduzido em, no máximo, 30% (trinta por cento).

A partir de 01/01/96, o artigo 31 da Lei nº 9.249/95 estabeleceu restrições à compensação de prejuízos não operacionais, os quais somente poderão ser compensados com lucros da mesma natureza, observando-se o limite legal de compensação.

Por outro lado, quando um ativo está com o seu custo contábil defasado, em relação ao seu valor de mercado, pode ser objeto de um processo de reavaliação. O aumento decorrente de tal procedimento não é considerado como ganho de capital, para efeitos tributários, gerando benefícios fiscais para a empresa.

As pessoas jurídicas sucessoras das sociedades objeto da combinação de negócios respondem pelo imposto devido pelas sucedidas. Tal responsabilidade abrange os créditos tributários já constituídos ou em constituição, na data da combinação de negócios e também aqueles formados posteriormente, desde que relativos a obrigações tributárias surgidas antes da referida data.

A pessoa jurídica incorporada, fusionada ou cindida deverá levantar balanço específico para a operação a ser realizada, no qual os bens e direitos serão avaliados pelo valor contábil ou de mercado. A apuração da base de cálculo e do imposto devido será efetuada na data do evento, devendo a pessoa jurídica levantar balanço específico para esse fim, até 30 dias antes do evento.

Compensação de Prejuízos Fiscais

De acordo com o art. 189 da Lei nº 6.404/76, antes de distribuir qualquer lucro, a sociedade tem de deduzir os prejuízos anteriores. A justificativa para o seu teor é que, caso a companhia desconsidere tais prejuízos não estarão sendo distribuídos lucros, mas sim capital, o que comprometeria o princípio da conservação de capital.

A compensação de prejuízos fiscais anteriores é usada pelas empresas como forma de reduzir legalmente o lucro sobre o qual será calculado o Imposto Sobre a Renda - IR - e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL. Isto significa dizer que elas descontam dos novos lucros os prejuízos que tiveram no passado. Portanto, quanto maior a compensação, menores serão o lucro tributável e o imposto devido.

Anteriormente à edição da Lei nº 8.981/95, uma empresa que passasse a ter lucros, após períodos seguidos de prejuízos, poderia descontar, dos novos ganhos, todas as perdas passadas. Assim sendo, não teria lucros sobre os quais pagar IR ou CSLL.

No entanto, a partir da vigência daquele diploma legal, a utilização de todo o prejuízo acumulado, no abatimento do lucro líquido, passou a ser vedada. O valor máximo para tal dedução foi limitado a 30% do valor do lucro líquido auferido, valendo tal restrição tanto para o IR quanto para a CSLL. Esta regra fez com que a compensação se tornasse mais lenta e as empresas passassem a acumular um maior volume de prejuízos fiscais, aumentando, portanto, a carga tributária decorrente do IR e da CSLL.

É de se ressaltar que os prejuízos fiscais das empresas objeto de combinações de negócios não podem ser compensados nas empresas sucessoras - de acordo com o disposto no art. 33 do Decreto-lei nº 2.341/87 -, embora estas últimas assumam, no geral, os direitos e as obrigações das sociedades extintas.

No caso de cisão parcial, contudo, a pessoa jurídica cindida poderá compensar os seus próprios prejuízos, proporcionalmente à parcela remanescente do patrimônio líquido, observado o limite

máximo de 30% do lucro líquido, depois de ajustado pelas adições e exclusões previstas ou autorizadas pela legislação do imposto sobre a renda.

O Projeto de Reestruturação USIMINAS/COSIPA

A reestruturação do setor siderúrgico brasileiro tem sido um processo dinâmico, com a redução significativa do número de empresas, seguindo a tendência mundial.

Em 1993, a Usiminas, já na condição de empresa privada, adquiriu a COSIPA, cuja alienação do controle acionário se deu em continuidade ao processo de privatização do setor. Os constantes e elevados prejuízos gerados pela empresa adquirida, todavia, obrigaram a adquirente a tomar uma decisão drástica, buscando reverter tal situação.

Em 1998, a Usiminas estava em busca de uma fórmula que lhe desse condições de concorrer, em melhores condições, no novo cenário que se delineava para o setor siderúrgico nacional e internacional. No Brasil, após o ingresso da Usinor, empresa associada à Companhia Siderúrgica de Tubarão – CST, fatalmente este mercado teria o seu perfil alterado, dada a nova correlação de forças que se instauraria.

Naquele contexto, a COSIPA poderia exercer um papel fundamental para o desempenho do grupo, caso fossem sanados dois de seus principais problemas: o elevado custo de produção do aço e a sangria financeira a que estava submetida que a impediam de gerar recursos em volume suficiente para investir na modernização de seu parque industrial.

Àquela época, um de seus objetivos, segundo o Relatório da Administração da COSIPA, referente a 1998 (p. 3), era:

“....consolidar o complexo USIMINAS-COSIPA e transformá-lo no melhor parque siderúrgico nacional, fundamental para o seu posicionamento a médio e longo prazo na indústria siderúrgica mundial”.

A estratégia planejada pela Usiminas, para reverter a situação, pressupunha uma completa reestruturação societária, financeira, patrimonial e operacional da COSIPA, empresa da qual era a principal acionista, com praticamente 50% (49,7%) do capital votante, à época.

Um dos argumentos mais utilizados para justificar a realização da combinação de negócios entre as duas empresas era a possibilidade da utilização de parte substancial do crédito fiscal da ordem de R\$ 3,1 bilhões, em 31/12/98 (R\$ 1,5 bilhão de prejuízos fiscais e R\$ 1,6 bilhão de base de cálculo negativa de contribuição social sobre o lucro), acumulado pela COSIPA, e que poderiam ser utilizados para abatimento de seu imposto de renda futuro.

Tabela 2
Evolução da Rubrica Prejuízos Acumulados da COSIPA

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

Fonte: Relatórios Anuais da COSIPA

Pela legislação vigente, somente a própria COSIPA poderia se utilizar desse benefício fiscal, caso obtivesse lucros. Como o seu desempenho histórico não recomendava apostar em tal hipótese, pelo menos no curto prazo, a solução encontrada foi a COSIPA - promover a incorporação da USIMINAS que tinha um histórico de produção de lucros. Desta forma, seria possível exercer o direito ao benefício.

Assim, foi elaborado o projeto descrito, a seguir, de forma resumida:

I - Constituição de uma empresa denominada Nova Cosipa

II – Constituição de uma nova empresa, denominada Nova Usiminas.

A Combinação de Empresas que envolveu uma profunda reestruturação corporativa, societária, financeira e operacional das empresas, foi concretizada, mediante:

- a) a cisão da COSIPA em duas outras empresas;
- b) a utilização de parcela dos ativos e passivos da COSIPA original na constituição de uma nova empresa;
- c) a manutenção dos ativos e passivos remanescentes na COSIPA original, já redimensionada, a qual, então, foi objeto de combinação de negócios com a sua controladora.

Apesar de sua engenhosidade, ou, talvez, por causa dela, a reestruturação provocou ações administrativas junto à Comissão de Valores Mobiliários e o ajuizamento de ações na esfera judicial, pois um grupo de acionistas minoritários da COSIPA entendeu ter havido abuso de poder do acionista controlador, a Usiminas, ao concretizar a operação.

A formação da Nova Usiminas teve como pressupostos a execução e a consumação da etapa do Projeto envolvendo a Nova Cosipa e a transferência dos créditos dos principais credores da Cosipa para a Nova Cosipa.

Reações à operação

A reestruturação societária e financeira promovida não foi isenta de contestações. O Ministério Público Federal convocou a Usiminas, a Comissão de Valores Mobiliários e o Tesouro Nacional a prestarem esclarecimentos sobre a complexa operação. A investigação levada a cabo, foi motivada pela representação de um acionista minoritário e buscou apurar se a operação causou prejuízos à União, que possuía 16,81% do capital total da COSIPA (25,21% das ações preferenciais).

À época, a COSIPA foi cindida em duas empresas, sendo que uma delas incorporou a Usiminas, que assumiu dívidas no valor de R\$ 1,1 bilhão em troca de debêntures conversíveis em ações. A União e os demais minoritários não subscreveram a emissão desses títulos, em razão do que a Usiminas adquiriu quase 100% dos papéis.

A não participação dos acionistas minoritários na subscrição das debêntures embutia o risco de provocar a diluição de sua participação no capital da companhia, pois, sendo as debêntures conversíveis, poderiam, a critério da Usiminas, ser transformadas em ações.

Além disso, alguns outros acionistas minoritários recorreram à CVM, buscando ressarcimento por prejuízos que lhes teriam sido impostos por força da reestruturação empreendida.

Em 23/10/2001, a COSIPA foi comunicada, pela Usiminas, sobre a sua intenção de exercer o direito à conversão de 496.055 debêntures perpétuas de que era titular, sendo a mesma homologada pela Assembléia Geral Extraordinária de 8/11/2001. Tendo em vista que cada debênture lhe conferia o direito a 2.400 ações ordinárias e 4.800 ações preferenciais, a COSIPA emitiu 1.190.532.000 ações ordinárias e 2.381.064.000 ações preferenciais. Tal procedimento fez com que a participação da Usiminas se ampliasse, de 31,8% para 92,9%, em relação ao capital total da COSIPA.

Decisão da Comissão de Valores Mobiliários e Algumas Constatações Relevantes

Em reunião realizada em 25.06.2002, o Colegiado da CVM, seguindo voto do relator do processo manifestou-se contrário à pretensão dos acionistas minoritários reclamantes, sob o argumento de que as informações apresentadas não possibilitavam vislumbrar a ocorrência de irregularidades no processo de reestruturação.

Nesse processo de reestruturação, alguns aspectos são merecedores de especial atenção:

1) Ficou clara a inobservância ao disposto no §7º do art. 170 da Lei 6.404/76, pois não foi feita uma justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que deram ensejo ao estabelecimento do preço de emissão das debêntures perpétuas, no valor total de R\$ 900.000.000,00.

2) As despesas financeiras e os custos extraordinários, que integram a fórmula utilizada para o estabelecimento do preço de emissão das debêntures, não foram

divulgados quando da realização da Assembléia que aprovou a operação, não sendo, pois, de conhecimento do público em geral.

3) O laudo de avaliação, que estabeleceu o valor de R\$ 979 milhões para a Nova Cosipa, teve o dia 30.11.98 como data base, embora a operação tenha sido fechada em 29.01.99, não levando em conta, portanto, a desvalorização cambial ocorrida naquele mês, o que tornou tal valor, no mínimo, questionável.

4) No que se refere aos prejuízos fiscais e bases de cálculo negativas da CSLL que, em conjunto atingiam cerca de R\$ 3 bilhões, pode ser dito que correspondiam à época a um crédito fiscal potencial de cerca de R\$ 1 bilhão, valor que não foi considerado pelo laudo de avaliação, nem no que tange ao valor das operações da Nova Cosipa e nem no que se refere ao valor do patrimônio líquido da COSIPA, em 30/11/98, valor este utilizado para o cálculo do valor de conversão do grupamento de ações (200 ações para 1 ação).

Se o crédito fiscal tivesse sido levado em consideração, o valor encontrado para as operações da Nova Cosipa poderia ter sido mais elevado, o que, conseqüentemente, reduziria a diluição verificada no capital dos acionistas minoritários. Da mesma forma, o valor dos créditos fiscais teria elevado significativamente o valor do patrimônio líquido da Cosipa, em 30/11/98, o que também levaria a um fator de grupamento de ações consideravelmente inferior ao estabelecido (200 ações por 1 ação). Porém, como a antiga COSIPA incorporou a Usiminas, os créditos fiscais foram reconhecidos tão-somente pela Usiminas (logo após a operação) gerando benefícios aos seus acionistas, benefícios estes que deveriam ser usufruídos pelos acionistas da Cosipa.

Vale destacar que, no mesmo ano em que foi efetivada a combinação de negócios, isto é, em 1999, a Usiminas utilizou créditos fiscais no valor de R\$ 809 milhões, o que reforça a afirmativa de que os prejuízos fiscais tinham um elevado valor potencial, apesar de ser difícil a sua mensuração, à época da operação..

Em resumo, pode-se dizer que a conjugação de tais fatores tornou inconsistente o preço de subscrição praticado (R\$ 0,25 por ação).

Resultados Obtidos Após a Reestruturação

Esta pesquisa procurou medir o desempenho financeiro das duas companhias, sob três aspectos principais: liquidez, endividamento e rentabilidade. Inicialmente, buscamos conhecer o comportamento de alguns indicadores nos três anos imediatamente anteriores à data da combinação (1996-1998). Como a combinação das empresas se deu, efetivamente, no início de 1999, repetimos os cálculos, para os anos de 1999, 2000 e 2001, tendo utilizado o ano de 1998, como base, para algumas conclusões.

A relação dos indicadores utilizados, a forma de cálculo para a obtenção de cada um, bem como o que se pretende conhecer, através de sua análise, estão apresentados no quadro seguinte:

Quadro 2
Indicadores de Desempenho

Indicadores	Forma de Cálculo	Objetivo
Liquidez Corrente	Divisão do Ativo Circulante pelo Passivo Circulante	Medir a capacidade de a empresa de pagar seus compromissos no curto prazo
Grau de dependência de capital de terceiros	Divisão da soma do Passivo Circulante e do Exigível de Longo Prazo pelo Passivo Total	Verificar o quanto a empresa é dependente de capital de terceiros.
Participação do Custo dos Produtos Vendidos na Receita Líquida	Divisão do Custo dos Produtos Vendidos pela Receita Líquida	Verificar se a empresa está conseguindo vender mais a um custo menor.
Margem Líquida	Divisão do Lucro Líquido pela Receita Líquida	Calcular a parcela da receita líquida que é transformada em lucro.
Participação das Despesas Gerais e Administrativas na Receita Líquida	Divisão das Despesas Gerais e Administrativas pela Receita Líquida	Analisar o comportamento das despesas administrativas frente à Receita Líquida
Participação das Dívidas de Curto Prazo no total das Dívidas	Divisão do Passivo Circulante pelo Passivo Total	Avaliar o grau de pressão dos compromissos de curto prazo sobre o caixa da companhia

O comportamento dos indicadores no período compreendido entre 1996 e 2001 está resumido nos quadros seguintes, abrangendo dois sub-períodos: um deles imediatamente anterior à operação de reestruturação e o outro imediatamente após.

Tabela 3
Indicadores Financeiros Selecionados (1996/1998)

LIQUIDEZ CORRENTE	
Cosipa	Usiminas
Constante queda até 1998, variando de R\$0,55/1,00 até 0,29/1,00	Constante queda até 1998, variando de R\$0,98/1,00 até 0,70/1,00
ENDIVIDAMENTO	
Cosipa	Usiminas
Em alta permanente, variando de 57% até 69%	Em alta permanente, variando de 49% até 57%
COMPOSIÇÃO DO PASSIVO	
Cosipa	Usiminas
Crescimento permanente do Passivo Circulante, no período, variando de 28,5% até 37,6%	Passivo Circulante praticamente estável, situando-se em torno de 29%
DESPESAS GERAIS E ADMINISTRATIVAS/RECEITAS LÍQUIDAS	
Cosipa	Usiminas
Leve crescimento no período, variando de 3,3% a 3,6%	Leve crescimento no período, variando de 4,7% a 5,2%
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS/RECEITAS LÍQUIDAS	
Cosipa	Usiminas
Leve diminuição, situando-se, ao final do período, em 87,6%	Leve decréscimo, situando-se, ao final do período, em 76%
MARGEM LÍQUIDA	
Cosipa	Usiminas
Decréscimo, variando de (20,1%) até (25,9%), ao final do	Leve acréscimo, variando de 7,9% até 10,0%, ao final do

Tabela 4
Indicadores Financeiros Selecionados(1998/2001)

LIQUIDEZ CORRENTE	
Cosipa	Usiminas
Acréscimo, passando de R\$ 0,29/\$1,00 para 0,59/1,00	Acréscimo, evoluindo de R\$ 0,70/1,00 até atingir 0,92/1,00
ENDIVIDAMENTO	
Cosipa	Usiminas
Acréscimo, passando de 69% para 73%	Acréscimo, passando de 57% para 75%
COMPOSIÇÃO DO PASSIVO	
Cosipa	Usiminas
Decréscimo, passando de 37,6% para 26,4%	Decréscimo, passando de 28,8% para 22,1%
DESPESAS GERAIS E ADMINISTRATIVAS/RECEITAS LÍQUIDAS	
Cosipa	Usiminas
Decréscimo, passando de 3,6% para 2,6%	Decréscimo, evoluindo de 5,2% para 3,4%
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS/RECEITAS LÍQUIDAS	
Cosipa	Usiminas
Decréscimo, passando de 87,6% para 78,2%	Decréscimo, passando de 76,0% para 69,5%
MARGEM LÍQUIDA	
Cosipa	Usiminas
Acréscimo, passando de (25,9%) para (12,6%)	Decréscimo, passando de 10,0% para 5,0%

Os índices obtidos, após a realização da combinação de negócios, permitem constatar que:

- a) A COSIPA e a Usiminas apresentaram pequenos ganhos, na relação DGA/Receitas Líquidas e na relação CPV/Receitas Líquidas, que, talvez, tenham sido derivados da obtenção de sinergia operacional;
- b) Houve substancial aumento no índice de Liquidez Corrente para as duas companhias, em razão da alteração do perfil do endividamento: os compromissos de longo prazo passaram a ter uma participação maior que aqueles de curto prazo, em relação ao total da dívida.
- c) A recuperação ensaiada em 1999 e 2000, não foi confirmada, pela COSIPA, em 2001.
- d) A margem líquida da COSIPA, apesar de ter sido negativa, em todo o período, apresentou, em 2001, uma melhora sensível, em relação a 1998, enquanto a da Usiminas caiu expressivamente.
- e) Não obstante o grupo Usiminas ter continuado a gerar lucros, acabou por transferir, para si, um dos mais graves problemas da antiga COSIPA: o desempenho financeiro negativo que passou a impactar fortemente o seu lucro operacional tanto quanto o lucro líquido.

Não obstante tais constatações, não se pode, ainda, fazer uma avaliação adequada sobre a combinação de negócios, em virtude do curto espaço de decorrido entre a data de sua efetivação e a data atual.

Nesse sentido, deve ser assinalado que o caso possui peculiaridades que não dão margem, por enquanto, ao estabelecimento de um veredito sobre o acerto ou não das medidas implementadas com lastro no modelo de reestruturação corporativa adotado e, muito menos, para generalizações sobre a adequabilidade a outras combinações de empresas, ainda que em cenários semelhantes. Não é redundante lembrar que a Usiminas apenas pôde tomar as decisões mais importantes, dada a sua privilegiada posição na estrutura acionária da COSIPA.

Por fim, é importante ressaltar que as turbulências econômicas internacionais, ocorridas no período coberto pelo estudo, afetaram duramente a economia brasileira, devido à depreciação do valor real frente ao dólar, o que, certamente contribuiu para tornar mais complexa a análise da operação, pois causa e efeito se tornaram indissociáveis.

De todo modo, é recomendável que novas pesquisas sejam desenvolvidas para possibilitar um conhecimento mais profundo, focando, principalmente, os aspectos societários, tributários, contábeis e legais associados ao tema.

Referências Bibliográficas

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CVM. **Instrução CVM nº 247/96.**

_____ **Deliberação CVM nº 273/98**

_____ **Instrução CVM nº 299/99.**[

_____ **Instrução CVM nº 319/99**

_____ **Instrução CVM nº 349/01**

_____ **Instrução CVM nº 358/02**

_____ **Instrução CVM nº 371/02**

_____ **Nota Explicativa CVM nº 349/01**

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas.** Trad. de Allan Vidigal Hastings. São Paulo. Editora Makron Books Ltda. 3ª ed. 2002.

EL HAJJ, Zaina; LISBOA, Plácido (2001, p. 33-58) ***Business Combinations*** e **Consolidação das Demonstrações Contábeis: Uma Abordagem Comparativa Entre os pronunciamentos e Normas dos US-GAAP, IASC e Brasil.** Revista de Contabilidade & Finanças FIPECAFI – FEA – USP, São Paulo, FIPECAFI, v.16, n 27, p.33-58, setembro/dezembro 2001.

IAS PLUS. ***History of IAS 22 Business Combinations.*** Disponível em <http://www.iasplus.com/standard/ias22.htm>. Acesso em 03/05/02.

LOPES, Cristianne Calado Vieira de Melo. **Estudo Comparativo sobre as formas de Combinações de Empresas segundo as normas internacionais e brasileiras de contabilidade.** São Paulo, 2001. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

- MATIAS, Alberto B. & PASIN, Rodrigo M. **Impactos na Rentabilidade das Empresas Decorrentes dos Processos de Fusões e Aquisições**. Disponível em <http://www10.1qmcham.com.br>. Acesso em 20.11.2001.
- NEVES, Silvério das; VICECONTI, Paulo E.V. **Contabilidade Avançada e análise das demonstrações financeiras**. 7ª ed. ampl., rev. e atual. – São Paulo: Frase Editora, 1998.
- PAULY, David. *Benefits of Big Mergers Rarely Materialize (stocks decline by end of merger)*. *Los Angeles Business Journal*. (1-2). Disponível em <http://www.findarticles.com>. Acesso em 08/05/2001.
- PEQUENO, José P. L. A. **A Reorganização Societária num Ambiente Global e das Aquisições, Incorporações e Fusões**. Disponível em <http://www>. Acesso em 3 jan 2002.
- RIBEIRO, Ivo. **Usiminas tenta desatar o nó da Cosipa**. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 set 1998. Relatório p. 8.
- SECRETARIA DE ACOMPANHAMENTO ECONÔMICO. **Parecer nº 086 COGPI/SEAE/MF 2002 (1-8)**.
- SHINOHARA, P. Fusões e aquisições no contexto da teoria de agency In SEMEAD - SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO DA FEA - USP 2. São Paulo, 1997.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. **Administração Financeira**, São Paulo, Atlas, 1995. 3ª ed. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT *World Investment Report 2000 Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, New York and Geneva, 2000.
- WESTON, J. F, CHUNG, K.S., HOAG, S.E. *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, New Jersey, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1990.