

**EXAGEROU NA DOSE? ANÁLISE DA ALAVANCAGEM FINANCEIRA DA COMPANHIA  
SIDERÚRGICA NACIONAL**

**CARITSA SCARTATY MOREIRA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

**ALLISSON SILVA DOS SANTOS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

**ANDERSON DIAS BRITO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

# **EXAGEROU NA DOSE? ANÁLISE DA ALAVANCAGEM FINANCEIRA DA COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL**

## **1 INTRODUÇÃO**

A Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) faz parte do ramo de mineração, siderurgia, energia, logística e cimento, sendo fundada em 9 de abril de 1941, por meio de decreto do presidente Getúlio Vargas. Desde a sua fundação, a CSN foi considerada como um marco do processo de industrialização brasileira e, como consequência, contribuiu para o desenvolvimento econômico do país.

Ao longo dos anos, a siderúrgica expandiu suas operações em nível multinacional, além de estar presente em 18 estados brasileiros, também atua na Alemanha e em Portugal. A CSN conta com uma usina siderúrgica integrada; cinco unidades industriais, sendo duas delas no exterior; minas de minério de ferro, calcário, dolomita e estanho; forte distribuidora de aços planos; terminais portuários; participações em ferrovias; e participação em duas usinas hidrelétricas. Com isso, a empresa, tem apostado na força empreendedora do capital nacional e no enorme potencial brasileiro de competitividade no setor siderúrgico.

A CSN atua em toda a cadeia produtiva do aço, desde a extração do minério de ferro até a produção e comercialização de uma diversificada linha de produtos siderúrgicos de alto valor agregado, a qual inclui aços, planos revestidos galvanizados e folhas metálicas. Esses produtos perpassam pela indústria de transformação, estando presente em diversos setores, como, por exemplo, automotivo, construção civil, embalagens, linha branca, dentre outros. A companhia conta com a força de trabalho de mais de 20 mil colaboradores para a execução do seu modelo de negócio integrado (siderurgia, mineração, energia elétrica, logística e cimento), conseguindo obter um dos mais baixos custos de siderurgia mundial, cujas vendas de aço se concentram-se no mercado doméstico.

Ao longo dos anos, a CSN contraiu dívidas para investir no próprio negócio, como na compra de máquinas e equipamentos, haja vista que a siderurgia demanda esse tipo de investimento. No entanto, ao longo dos anos a companhia apresentou redução no desempenho operacional e na geração de caixa, tendo que recorrer ao financiamento externo. Como resultado da elevada exposição financeira, sua estrutura de capital se tornou altamente alavancada.

Nesse sentido, considerando os problemas operacionais, baixa geração de caixa e elevada exposição financeira, a empresa vive o seguinte dilema: como a empresa pode ajustar a alavancagem financeira, de modo a diminuir o risco financeiro e continuar suas operações? Partindo dessa questão principal, o que fazer? Investir em desempenho operacional? Renegociar prazos? Vender ativos?

Gustavo Belmort, consultor de empresas de capital aberto há mais de 15 anos, foi contratado por uma Casa de Análise de Investimentos para avaliar as decisões que a CSN tem tomado e os rumos que estão sendo traçados para a companhia. Até então, Gustavo nunca tinha investigado a fundo o caso de alavancagem financeira da CSN. A partir disso, ele reuniu informações para elaborar relatórios e dar subsídios às suas análises, contando com o apoio de notícias da mídia, conceitos teóricos e sua experiência como consultor.

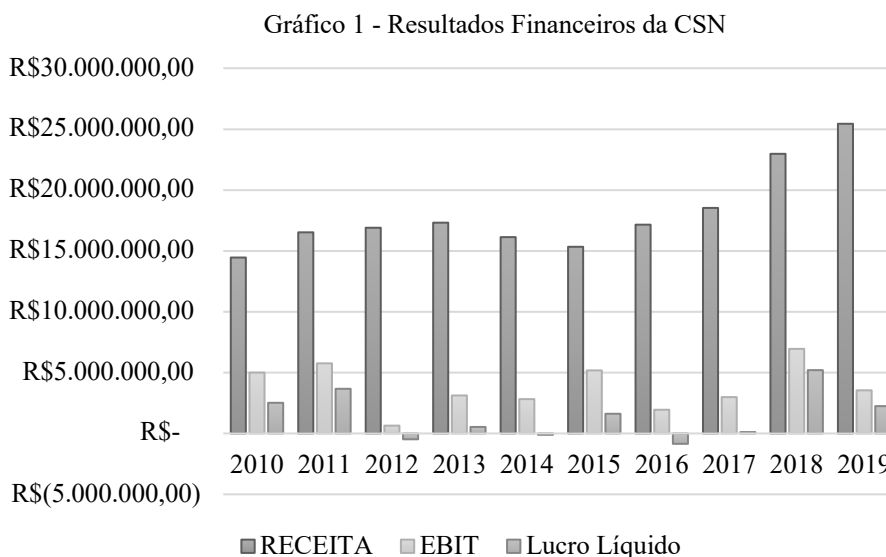
## **2 E AGORA CONSULTOR? É HORA DE COLETAR INFORMAÇÕES DA CSN**

Gustavo, por meio de informações disponibilizadas pelo portal de investidores da CSN, da Brasil, Bolsa, Balcão [B]<sup>3</sup> e de fontes midiáticas, reuniu as informações principais em relação à empresa e seu endividamento. Inicialmente, ele verificou informações de sua composição acionária e a gestão da empresa. Sobre a composição acionária da companhia, a sua principal controladora é a Vicunha Aços S.A. (48,97%), juntamente com a Rio Iaco

Participações S.A. (4,19%). A NYSE detém 18,90% das ações e 25% está com acionistas no Brasil, e ainda uma porcentagem de 0,53% das ações está em tesouraria. A gestão da CSN é exercida pela Diretoria Executiva e pelo Conselho de Administração, cuja presidência é ocupada por Benjamin Steinbruch.

Vale destacar que a CSN detém 10,07% das ações preferenciais da Usiminas, e que, historicamente, a família Steinbruch controla a CSN por meio de uma série de empresas de participação, como a National Steel (vendida em 2018), a Rio IACO Participações S.A., e a Vicunha Aços S.A., sendo empresas de capital fechado. Essa estrutura foi desenhada ao longo da última década para que a família Steinbruch pudesse comprar a participação na CSN da família Rabinovich, cuja participação foi desfeita em 2005, e também do fundo de pensão da própria CSN.

Considerando o período de dez anos, acerca de seus números contábeis, a média de crescimento da receita da CSN foi de aproximadamente 9%. Conforme pode ser visualizado no Gráfico 1, de modo geral, nota-se que houve crescimento da receita ao longo dos anos, mas a variação não é tão significativa. O lucro antes dos juros e tributos (EBIT) evidencia o resultado operacional, que por sinal, também demonstra muita variação ao longo dos anos. Vale destacar que as vendas da siderúrgica são impulsionadas pela siderurgia, principal negócio da CSN, seguido pela mineração, logística, cimento e energia.



Nota. Valores em milhares (R\$)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3 (2020).

Gustavo observou que a companhia apresentou resultados negativos em alguns anos do período analisado e, assim, pesquisou nas próprias demonstrações contábeis da CSN as justificativas reportadas pela firma. Os anos com lucro líquido negativo foram 2012, 2014 e 2016. As diferentes explicações fornecidas pela companhia podem ser identificadas na Tabela 1.

Tabela 1 - Justificativas dadas pela companhia para o lucro líquido negativo

Ano	Justificativa para o lucro líquido negativo
2012	Houve a reclassificação das perdas acumuladas em seus investimentos em ações ordinárias e preferenciais da Usiminas.
2014	Especificamente neste ano, houve um menor resultado operacional.
2016	Apesar do baixo resultado operacional, a principal causa foi a alavancagem financeira, pela qual o custo da dívida foi superior em três vezes ao resultado operacional antes dos impostos.”

Fonte: Demonstrações contábeis da CSN.

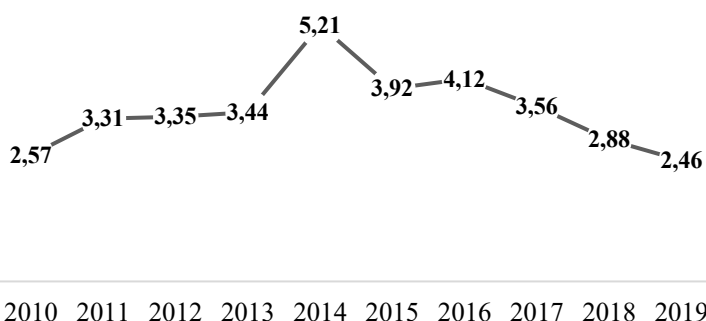
Sobre a participação da CNS em outras empresas, destacamos que a companhia possuía ações ordinárias e preferenciais da Usiminas, sua concorrente. Para tanto, o presidente da siderúrgica, Benjamin Steinbruch, anunciou na mídia, em 2019, que estaria ansioso para vendê-las, mas estava esperando o preço “certo”. A justificativa apresentada era que a Usiminas não fazia parte da estratégia competitiva da CSN, sendo mais vantajoso para a CSN a venda dos papéis.

De posse das informações sobre o endividamento e do fato da CNS ir se desfazer das suas ações na Usiminas, Gustavo nesse momento ficou curioso sobre a confiabilidade do motivo de que, só em 2019, a gestão da companhia percebeu que a Usiminas não seria interessante para a organização. Logo depois, descobriu que se desfazer das ações da Usiminas foi uma decisão deliberada pelo Cade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), em 2014. A empresa iniciou a venda dos papéis em maio de 2021, com uma alta de cerca de 57% do preço da ação, decorrente da alta nos preços do aço.

Vale destacar que apesar da venda pela CSN das ações na Usiminas já ter sido aprovada pelo Cade em 2019, o minério de ferro passou por um período de desvalorização, o que levou a CSN esperar um momento mais oportuno. Nesse sentido, após cinco anos de espera, a CSN vendeu suas ações da Usiminas no maior valor da história que a companhia já tenha atingido.

Em relação à estrutura de capital, o consultor coletou dados da relação entre a dívida e o patrimônio líquido (PL) da CSN (Gráfico 2). Gustavo observou que a CSN se utilizou da sua estrutura de controle para contrair dívidas, que neste caso, foi por meio da National Steel (companhia vendida em 2018), da Rio IACO Participações S.A. e da Vicunha Aços S.A.

Gráfico 2 – Estrutura de capital da CSN (Dívida financeira/PL)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3 (2020).

No que tange o endividamento, em 2015, a CNS obteve alongamento do prazo de pagamento de parte de suas dívidas junto à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil S.A. Os vencimentos previstos em 2016 e 2017 foram realocados para 2018 e 2022 com parcelas igualmente distribuídas. No ano de 2016, a CNS continuou com a política de alongamento da dívida, mas dessa vez, com os contratos de Nota de Crédito à Exportação (NCE) de Pré-pagamento junto ao Bradesco, deslocando o vencimento de 2016 para 2019. Por fim, em 2018 concluiu junto ao Banco do Brasil, a postergação dos vencimentos ao longo de 2018 a 2022 para vencimentos até 2024. Essa política de alongamento da dívida permitiu que a CNS honrasse seus compromissos e obtivesse tempo para melhorar sua saúde financeira.

Com base na mídia, Gustavo percebeu que para diminuir o endividamento, Benjamin Steinbruch cogitou vender a participação de 8% em sua divisão de minério de ferro em 2019. Porém, o diretor reforçou que a transação só aconteceria se a situação de endividamento da companhia demonstrasse a necessidade de desalavancagem.

Além disso, em seus relatórios, a companhia sempre destacava em seus resultados que a maior parte das dívidas (em torno de 60%), é em moeda estrangeira, haja vista a contratação de empréstimos e financiamentos fora do Brasil. A CSN utilizou capital de terceiros ao longo dos anos para a realização de investimentos no imobilizado da companhia, em que a maior parte desses investimentos foram com máquinas, equipamentos e instalações, variando também em terrenos, edificações, móveis e utensílios e obras em andamento.

Assim, como toda empresa de capital aberto, a CSN divulga ao mercado suas projeções, uma vez que os investidores necessitam dessas informações. Então, em 2019 a companhia se comprometeu em manter o seu plano de desalavancagem iniciado em 2015, e por meio de fato relevante, em 23 de outubro de 2019, informou aos seus acionistas, a projeção de atingir o valor de 3,0 no indicador de Dívida Líquida/EBITDA no fechamento do balanço anual de 2019. A partir dessas projeções, Gustavo se perguntou o que poderia estar acontecendo para a companhia intensificar esforços em diminuir seu endividamento.

Diante de tantos questionamentos em sua mente, o consultor elaborou sete questões sobre o histórico da CSN. As respostas servirão como base para a produção de um relatório, que será enviado aos clientes da Casa de Análises que o contratou. As questões encontram-se na próxima seção deste caso.

### **3 QUESTÕES PARA DISCUSSÃO**

Para o desenvolvimento do caso são propostas questões para resolução a fim de atingir o objetivo da proposição do presente caso. Na seção de sugestões de bibliografia apresenta-se alguns estudos que podem ser consultados pelos alunos, e que, portanto, fornecerão sustentação teórica necessária para a resolução das questões, ficando a cargo do docente e dos discentes a utilização de materiais adicionais.

**3.1 Questão 1:** Considerando o exposto sobre a situação econômico-financeira da CSN ao longo dos últimos 10 anos, relate o(s) problema(s) que a companhia tem enfrentado ou pode enfrentar.

**3.2 Questão 2:** Como o endividamento pode afetar adversamente os negócios da CSN considerando as atuais condições financeiras e os seus resultados operacionais?

**3.3 Questão 3:** As dificuldades financeiras decorrentes do excesso de dívida tendem a compensar os benefícios da utilização de capital de terceiros, pois tais dificuldades contribuem para aumento da probabilidade de a redução nos lucros promoverem a falência da companhia. A relação é clara porque à medida que o índice dívida/capital próprio aumenta, a probabilidade de a empresa não conseguir pagar o prometido a seus credores também aumenta, e, portanto, maior a probabilidade de incorrer em custos de falência que acelerem esse processo. Diante da situação financeira da CSN, a companhia estaria sujeita aos custos de falência? Se sim, discorra sobre eles.

**3.4 Questão 4:** A situação-problema da CSN destaca a importância associada a análise do custo de capital de terceiros. Desse modo, proceda com o cálculo do custo aparente ou bruto da dívida e do custo líquido ou efetivo da dívida CSN, e discuta as implicações dos custos da dívida para a companhia, bem como a preocupação em sempre mantê-lo no menor patamar possível. Considere que a empresa é tributada pelo lucro real, e que a alíquota do Imposto de Renda (IR) é igual a 34%.

**3.5 Questão 5:** Dado dívida financeira da CSN ao longo dos anos, e sabendo que a companhia traçou como meta para o final de 2019 a redução do grau de endividamento, estabelecendo a relação de Dívida Líquida/EBITDA inferior a 3,0, realize os cálculos do indicador Dívida Líquida/EBITDA, conforme dados disponibilizados pela CSN por meio das demonstrações contábeis, e identifique se a companhia atingiu sua meta.

**3.6 Questão 6:** O texto descreve algumas características importante atreladas à dívida da CSN, como o fato da maior parte ser em moeda estrangeira e o prazo para pagamento. Considerando sua situação financeira e seu desempenho operacional, qual posicionamento a ser adotado pela administração da CSN para controlar ou reverter seu cenário no curto prazo?

**3.7 Questão 7:** A partir da sua atual situação financeira, a CSN avalia constantemente a emissão de títulos da dívida com intuito de refinanciar sua dívida. Diante da possibilidade de emissão, qual a importância do *rating* de crédito na determinação do custo de capital de terceiros?

## 4 REFERÊNCIAS

BOLSA, BRASIL, BALCÃO. **A Bolsa do Brasil – B3**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/](http://www.b3.com.br/pt_br/). Acesso em: 18.11.2020

COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL. **Institucional**. Disponível em: [https://www.csn.com.br/default\\_pti.asp?idioma=0&conta=45](https://www.csn.com.br/default_pti.asp?idioma=0&conta=45). Acesso em: 18.11.2020

COMPANHIA SIDERURGICA NACIONAL. **Com endividamento alto, dividendo gordo da CSN levanta suspeita dos analistas**. 2018. <https://br.investing.com/news/stock-market-news/com-endividamento-alto-dividendo-gordo-da-csn-levanta-suspeita-dos-analistas-601891>. Acesso em: 4 de dez. 2019.

COMPANHIA SIDERURGICA NACIONAL. **CSN vai acelerar comercialização de estoques no 4º tri, mantém negociações para vender ativos**. 2019. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/10/epoca-negocios-csn-vai-acelerar-comercializacao-de-estoques-no-4o-tri-mantem-negociacoes-para-vender-ativos.html>. Acesso em: 4 de dez. 2019.

FOLHAPRESS. **CSN começa a se desfazer das ações da Usiminas**. 2021. Disponível em: <https://www.otempo.com.br/economia/csn-comeca-a-se-desfazer-das-acoes-da-usiminas-1.2482419>. Acesso em: 05 jul. 2021.

## 5 NOTAS DE ENSINO

Nesta seção são apresentados os direcionamentos para o docente proceder com a condução do caso em sala de aula, em que primeiramente define-se os objetivos educacionais, seguido do esclarecimento da fonte dos dados aqui utilizados, e por último, as propostas de encaminhamento para as questões gerais e específicas para o caso.

### 5.1 Objetivos Educacionais

Este manuscrito trata-se de um estudo de caso intrínseco, pois a situação da CSN permite uma melhor compreensão acerca da estrutura de capital, e mais especificamente do seu grau de endividamento, sendo assim, um caso específico de excesso de dívida para ser discutido em sala de aula. Portanto, por meio do caso é possível investigar e melhor compreender as implicações associadas ao endividamento, relacionando-se com conceitos de estrutura de capital, custo de capital de terceiros, alavancagem e custos de falência.

## **5.2 Fontes de Dados**

A empresa objeto de estudo é a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), portanto, trata-se de um caso real, apesar de utilizar de um consultor fictício denominado de Gustavo, criado para facilitar a leitura por parte dos alunos. Desse modo, todas as informações aqui utilizadas são de domínio público, uma vez que foram extraídas da Bolsa, Brasil, Balcão (B3) e do *site* Institucional e de Relação com Investidores (RI) da CSN. Para tanto, os dados foram obtidos por meio de relatórios financeiros, como Demonstração do Resultado, Balanço Patrimonial, Notas Explicativas, e também consultas aos Relatórios de Administração, fatos relevantes divulgados, e ainda, fatos midiáticos. Portanto, tanto o docente quanto os discentes poderão consultar as informações aqui evidenciadas, bem como buscar dados adicionais.

## **5.3 Relações com os Objetivos de Cursos de Graduação e Pós-graduação**

O caso apresenta a evolução do endividamento da entidade, com destaque para questões específicas como utilização de capital de terceiros, prazos, juros, e os respectivos custos, bem como as atitudes da administração diante da situação de excesso de dívida. Para tanto, o caso foi proposto para discussão em cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia, quando da aplicação de conhecimentos relacionando a finanças empresariais, ficando a critério do docente a sua adaptação para realizar triangulação com outros conteúdos, como valor da firma, por exemplo. De posse desses elementos, os discentes estarão em condições de compreender (i) as consequências de um excessivo endividamento atrelado à baixa geração de caixa por uma entidade; (ii) o impacto dos custos da dívida no resultado da companhia; (iii) as atitudes da administração diante da situação do excesso de endividamento.

## **5.4 Disciplinas Sugeridas para uso do Caso**

As disciplinas sugeridas para utilização deste caso são: Finanças Corporativas, Administração Financeira, Planejamento Estratégico e Financeiro e Avaliação de Empresas.

## **5.5 Possível organização da aula para uso do caso**

A análise e resolução das questões propostas podem ser realizadas pelos alunos dentro de duas a três horas de aula, de forma presencial ou síncrona. Para que isso ocorra, sugere-se que o docente envie o caso uma semana antes da aula, para os alunos realizarem uma leitura individual. Em sala de aula, será feita uma discussão em grupos de três a cinco alunos. Após as discussões em grupos, os membros dos grupos podem determinar representantes para debater os pontos que se relacionam com a disciplina lecionada, e que sejam importantes para o aprendizado em sala de aula.

## **5.6 Propostas de Encaminhamento para as Questões**

A seguir são apresentadas as propostas de encaminhamento para a resolução das questões, isto é, um direcionamento, não se tratando de questões gabaritadas. Portanto, o professor poderá readaptar as perguntas e até mesmo as respostas se assim considerar necessário. Ressalta-se que as respostas são direcionadas a partir de conhecimentos de mercado financeiro, estrutura de capital, em específico capital de terceiros e os seus custos, alavancagem financeira e análise das demonstrações contábeis.

### 5.6.1 Questão 1

Analisando a situação contábil-financeira da companhia durante o período de 2010 a 2019, o que chama atenção é o seu endividamento, pois ao longo desse período a companhia tem demonstrado valores bem elevados para a sua estrutura, uma vez que a geração de caixa pelas atividades operacionais não tem acompanhado o ritmo, e, portanto, tem apresentando problemas em seus resultados. Em relação ao resultado do período, nota-se um certo desequilíbrio, pois ao longo dos últimos 10 anos tem ido do lucro ao prejuízo, haja vista que apresentou prejuízo em 2012, 2014 e 2016. Como justificativa para os resultados negativos, tem-se o baixo resultado operacional, e a elevada alavancagem financeira, cujo custo da dívida é elevado. Ademais, as variações negativas no EBIT justificam os períodos de baixo desempenho da companhia.

Para fins de análise desse endividamento, a Tabela 2 apresenta o passivo oneroso, denominado de dívida financeira, representado pelos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, as despesas financeiras, o caixa e equivalentes de caixa, e ainda os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITIDA).

De modo geral, ao longo dos anos a dívida da companhia só aumentou, e infelizmente, o caixa não acompanhou esse ritmo, pelo contrário, só reduziu, o que justifica o baixo desempenho da companhia ao longo dos anos. Diante do alto custo da dívida, e da baixa geração de caixa, a elevada dívida e os prazos curtos começaram a chamar a atenção da administração. Então, em 2015, a CSN iniciou seu plano para reverter, mesmo que temporariamente, essa situação, e assim, obteve o alongamento do prazo de parte de suas dívidas com instituições financeiras. E isso foi feito até 2019, dado o elevado nível da dívida praticamente insustentável diante das suas condições operacionais, tudo isso no intuito de melhorar o perfil de amortização e adequar a companhia ao cenário de risco global.

Tabela 2 - Resultados Financeiros da CSN

ANO	Dívida Financeira	Desp. Financeiras	Caixa/ eq. caixa	EBTIDA
2010	20,09	2,55	10,24	5,80
2011	27,89	2,72	15,42	6,71
2012	30,15	2,41	14,44	1,95
2013	27,75	2,68	10,00	4,28
2014	29,88	3,25	8,69	4,10
2015	34,28	3,87	7,86	6,23
2016	30,44	3,17	4,87	3,27
2017	29,51	2,76	3,41	4,44
2018	28,83	2,81	2,25	8,22
2019	27,97	2,51	1,09	5,06

Nota. Valores em milhares (R\$)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3 (2020)

Sobre o principal problema, o Gráfico 2 demonstra a estrutura de capital da CSN ao longo dos último 10 anos, e para tanto, percebe-se que a empresa tem tido dificuldade de reduzir o percentual de participação de capital de terceiros, apesar que nos últimos dois anos conseguiu chegar a 3x, pois apesar do volume de dívida ter aumentado durante esses anos, mas o aumento



do PL amenizou essa relação, pois houve integralização de capital. Nesse sentido, a companhia sempre destaca que tem buscado reduzir seus custos financeiros e maximizar o retorno aos seus acionistas, tentando reduzir a participação do capital de terceiros em sua estrutura de capital.

Analisando todo contexto, pela Tabela 2 verifica-se que a companhia não fechou 2019 com resultados muito atrativos, haja vista que registrou dívida de R\$ 27 bilhões, baixa geração de caixa se considerar seu histórico, bem como baixo desempenho operacional representado pelo EBTIDA. E assim, a companhia encerrou o ano de 2019 preocupada com sua excessiva alavancagem financeira por três motivos, o primeiro é que maior parte da dívida é em moeda estrangeira, cerca de 60%; segundo, os prazos também são curtos se considerar a situação de fraco desempenho da companhia ao longo dos anos; e terceiro que as despesas financeiras são elevadas.

### **5.6.2 Questão 2**

Conforme declarado pela administração da CSN, o alto endividamento pode implicar nas seguintes considerações: (I) dedicação de parte substancial do caixa gerado das operações para pagamento de empréstimos e financiamentos, quando poderia ser dedicado a expansão da companhia; (II) exposição a flutuações das taxas de juros, pela repactuação de dívidas e eventuais novas captações de empréstimos e financiamentos, bem como ao câmbio, uma vez que parte importante dos empréstimos e financiamentos é denominada em moeda estrangeira; (III) aumento de vulnerabilidade econômico-financeira pelas eventuais condições adversas da indústria e segmento, pela limitação de recursos disponíveis no curto prazo, considerando a alta alavancagem financeira e os desembolsos de caixa previstos; (IV) limitação da habilidade da companhia na realização de novos negócios (aquisições) até que a alavancagem financeira seja reduzida; (V) limitação da habilidade da companhia em obter novas linhas de crédito em condições mais favoráveis de juros em função dos riscos relacionados à alavancagem financeira atual.

O fato é que o excesso de endividamento da CSN a tem deixado em situações complicadas. E uma dessas situações foi relativa à remuneração dos acionistas, quando em agosto de 2018 a companhia informou por meio de fato relevante que o Conselho de Administração aprovou a distribuição de dividendos extraordinários, no entanto, no dia 28 de agosto veio a público informar que o Juiz da 10ª Vara de Execuções Fiscais da Justiça Federal de São Paulo bloqueou a distribuição dos dividendos declarados, e desta forma, ficando impedida naquele momento de efetuar o pagamento dos dividendos. O motivo da suspensão foi que a empresa se encontra extremamente endividada, tendo que vender ativos e alongar a sua dívida, então, não apresenta condições para distribuição de caixa. Outra implicação negativa derivada do seu excesso de endividamento é a classificação atual do seu risco de crédito pelas três principais agências, na qual duas delas classificaram a CSN como negativa (Moody's e Standard & Poor's), e apenas uma como positiva (Fitch Ratings).

### **5.6.3 Questão 3**

De acordo com Agustia et al., (2020), empresas que possuem maior grau de alavancagem, estão mais expostas financeiramente, e por conseqüentemente, maior é a probabilidade de falência. Essa probabilidade de falência está atrelada a custos de falência, e esses custos atuam contrabalançando a vantagem fiscal da alavancagem, que neste caso, possuem relação direta com o aumento da dívida (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2001). Desse modo, no decorrer desse processo, alguns fatos podem ocorrer e, assim, acelerar a geração dos chamados de custos diretos e indiretos de falência.

Os custos diretos estão relacionados com as despesas legais e administrativas, como advogados, peritos e custas judiciais, e ainda, custos com a administração de uma empresa nessas condições. Se for caso da abertura de um processo de recuperação judicial, trata-se de um procedimento custoso para CSN. E assim, uma empresa enfrenta o grande dilema sobre as suas decisões relativas à composição da estrutura de capital, pois de um lado tomar emprestado economiza dinheiro em impostos, por outro lado, quanto mais a empresa tomou emprestado, mais provável será o risco de falência que ela terá que arcar.

Os custos indiretos de falência são aqueles custos incorridos por uma empresa com dificuldades financeiras para evitar um pedido de falência. Diante da situação de dificuldade financeira os ativos da empresa perdem valor porque a administração está ocupada tentando evitar a falência, em vez de administrar negócios. As operações normais são interrompidas, e vendas são perdidas, funcionários valiosos se demitem, e programas potencialmente lucrativos são abandonados para preservar caixa e outros investimentos rentáveis não são realizados.

No caso da CSN, as despesas fixas com juros da dívida são elevadas, o que acarreta queda nos lucros, que por vezes já a deixou em situação de prejuízo, se encontrando diante de uma situação financeira delicada, e por consequência, aumentando a probabilidade de a empresa incorrer nos custos que são associados à falência.

#### 5.6.4 Questão 4

Em relação ao fato de a maior parte da dívida ser em moeda estrangeira, o caso já está posto. A empresa destaca em suas notas explicativas que utiliza operações de *hedge* como forma de proteção, no entanto, a empresa necessita analisar a eficácia dessas operações. Já quanto aos prazos, a empresa deve analisar se existe ainda condições de alongar os prazos das dívidas com as instituições financeiras, buscando fazer acordos financeiramente sadios que não acarretem em maiores custos financeiros.

Pela Tabela 3 é possível visualizar os cálculos referentes ao custo aparente e efetivo para cada ano, o primeiro (custo bruto ou aparente) é apenas para fins de praticar o conteúdo e ter a ciência que se deve proceder com o cálculo do segundo (custo líquido ou efetivo), pois a empresa deve reduzir o benefício fiscal do Imposto de Renda (IR), o custo bruto ou aparente e o custo líquido ou efetivo foram calculados utilizando as Equações 1 e 2, respectivamente.

$$K_D = \frac{juros}{Dívida} \quad (1)$$

$$K_{DL} = K_D(1 - TR\%) \quad (2)$$

Tabela 3 – Custo aparente e efetivo

Descrição	Custo aparente	Custo efetivo
2010	12,72%	8,39%
2011	9,76%	6,44%
2012	7,99%	5,27%
2013	9,67%	6,38%
2014	10,89%	7,18%
2015	11,27%	7,44%
2016	10,40%	6,86%
2017	9,35%	6,17%
2018	9,73%	6,42%
2019	8,98%	5,92%
<b>Média</b>	10,08%	6,65%
<b>Mediana</b>	9,76%	6,44%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3 (2020).

Ao longo dos anos, percebe-se que o custo efetivo não possui muita variação de um ano para o outro, mas tem sido considerado pela companhia como elevado, dado que as despesas financeiras guardam proporções bem próximas do resultado operacional. Em 2016, por exemplo, quando apresentou prejuízo, o custo da dívida foi superior ao resultado operacional antes dos impostos. Dado o custo da dívida elevado, não é uma opção viável para a companhia renegociar as dívidas se for para aumentar os custos, por exemplo. Realmente, deve-se buscar formas alternativas de geração de caixa.

### 5.6.5 Questão 5

Considerando que a dívida líquida se refere ao volume de empréstimos e financiamentos subtraídos do caixa e equivalentes de caixa, e os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), procedeu-se com o cálculo do indicador de alavancagem por meio da relação da Dívida Líquida/EBITDA, conforme pode ser visualizado na Tabela 4.

Tabela 4 – Cálculo da relação Dívida Líquida/EBITDA

ANO	Dívida Financeira (A)	Caixa/ eq. caixa (B)	Dívida líq. (A-B)	EBTIDA (C)	(A-B)/(C)
2010	20,09	10,24	9,85	5,80	1,70
2011	27,89	15,42	12,47	6,71	1,86
2012	30,15	14,44	15,71	1,95	8,06
2013	27,75	10,00	17,75	4,28	4,15
2014	29,88	8,69	21,20	4,10	5,17
2015	34,28	7,86	26,42	6,23	4,24
2016	30,44	4,87	25,57	3,27	7,82
2017	29,51	3,41	26,10	4,44	5,88
2018	28,83	2,25	26,58	8,22	3,23
2019	27,97	1,09	26,88	5,06	5,31

Nota. Valores em milhares (R\$)

Fonte: Demonstrações Contábeis da CSN.

De acordo com Tabela 4 é possível observar pelo indicador Dívida Líquida/EBITDA, cuja meta da CSN era fechar 2019 com a relação inferior a 3, que a companhia não atingiu sua meta, pois em 2019 essa relação atingiu 5,31, ou seja, bem acima do que havia projetado. Analisando de forma detalhada, percebe-se que em 2019 o EBTIDA sofreu redução de aproximadamente 62% em relação ao ano de 2018, justificado pelo seu baixo desempenho operacional. Para o ano de 2019, apesar da dívida financeira ter apenas mantido o nível elevado, mas o operacional da empresa não contribuiu para melhorar a situação, pois o próprio caixa é indicativo, se comparar ao ano de 2018, a redução foi de aproximadamente 52%.

### 5.6.6 Questão 6

Diante do cenário da CSN, uma empresa que se encontra no ciclo de maturidade de seus negócios, e tendo em vista que já obteve renegociação de prazos com algumas instituições financeiras, o momento é de reestruturação interna da companhia, como redução de custos de produção, já que não é um momento adequado para novos investimentos; renegociação de alguns contratos para que a CSN receba o pré-pagamento e forneça seus produtos considerando em um maior prazo, tal ação reforçaria o caixa com dinheiro barato e melhoraria a liquidez; venda de ativos, como participações, já que ao longo dos anos adquiriu e investiu de maneira desordenada, durante todos esses anos, essa nunca foi uma opção selecionada pela empresa; realização de uma *Initial Public Offering* (IPO) de sua principal controlada, isto é, abertura de

capital da CSN Mineração S.A, pois levantaria recursos emitindo novos papéis e conseguiria agilizar o plano de desalavancagem, haja vista que pela geração de caixa tem sido lenta nos últimos anos. Destaca-se que com a operação de IPO não seria necessário a CSN reduzir sua participação para menos de 50%, pois é importante para ela continuar a consolidar 100% dos resultados da subsidiária, vendendo apenas parcela dela, dado a situação de emergência para levantar caixa.

### 5.6.7 Questão 7

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2001), a avaliação do risco da emissão de títulos da dívida por uma agência de *rating* impacta no custo da operação, nos custos de sua estruturação e na velocidade de sua execução. Portanto, o *rating* de crédito pode ser definido como uma espécie de avaliação que demonstra o risco de crédito de uma entidade, cuja classificação é atribuída por uma agência de classificação de risco especializada. Dada a situação de dificuldade financeira da CSN, o *rating* de crédito informa ao mercado o seu risco de não conseguir honrar com seus compromissos financeiros. Se por um lado os *ratings* da CSN refletem o seu sólido negócio de minério de ferro e sua importante participação no setor de aço plano no Brasil, por outro, esses pontos fortes são contrabalançados pelos elevados níveis de dívida bruta e líquida, enfraquecimento da posição de liquidez, e índice dívida líquida/EBITDA acima de 5,0x. Dados os pontos negativos derivados da atual situação de dificuldade financeira, e a classificação de *rating* de crédito como negativo, tem-se que maior será o *spread* a ser incluído na taxa de retorno do papel para melhor refletir o custo de capital de terceiros.

### 5.6.8 Sugestões de Bibliografia

AGUSTIA, Dian; MUHAMMAD, Nur Pratama Abdi; PERMATASARI, Yani. Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia. **Heliyon**, v. 6, n. 2, p. e03317, 2020.

DAMODARAN, A. **Corporate finance: theory and practice**. 2 ed. New York: John Wiley, 2001.

GRINBLATT, M., TITMAN, S. **Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

MACHADO, Márcio André Veras; DE MEDEIROS, Otávio Ribeiro; JÚNIOR, William Eid. Problemas na mensuração da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 7, n. 1, p. 24-47, 2010.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, V. 53, N. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, V. 48, N. 3, p. 261-297, 1958;

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill, 2001.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias. **Revista de Administração**, v. 47, n. 1, p. 81-95, 2012.

WATTS, Ross L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.