

ARACRUZ CELULOSE S.A. Uma estratégia financeira de emissão de ADRs

Autor

Eduardo Eugênio Spers

*Engenheiro Agrônomo pela Faculdade de Ciências Agrônomicas da UNESP, Campus de Botucatu, em 1992,
Mestrando em Economia Aplicada pela ESALQ/USP e Pesquisador do PENSA.*

Coordenação

Prof. Dr. Decio Zylbersztajn

Apoio

Karina Kikudome

*Aluna do Curso de Administração de Empresas da
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA /USP.*

Agradecimentos

O autor agradece ao BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) a sugestão da elaboração deste caso, à empresa Aracruz Celulose S.A., principalmente pelo apoio e as informações recebidas do Sr. Andreas Mirrow, Sr. Maurício Werneck e da Sra. Ana Virgínia Teixeira Ramos quando em visita à empresa, ao auxílio da Sra. Angela Regina Pires Macedo e do Sr. Antonio Carlos de Vasconcelos Valença da área de operações industriais dois do BNDES, aos comentários do Prof. José Carlos Moreira na elaboração dos demonstrativos financeiros e das críticas e sugestões do pesquisador do PENSA Sérgio Giovanetti Lazzarini com relação ao texto.

“Este Estudo de Caso foi elaborado pela equipe do PENSA, e não reflete necessariamente a visão dos executivos da empresa”.



© A utilização, reprodução, apropriação, armazenamento em banco de dados, sob qualquer forma ou meio, dos textos, ilustrações e outras criações intelectuais são terminantemente proibidos sem a autorização escrita dos autores.

Introdução

“A globalização permite que melhor se explorem as vantagens comparativas para a produção de riquezas, gerando maior competitividade e, em última instância, melhorando a qualidade de vida”.

Luiz Kaufmann

A internacionalização da Aracruz Celulose pode ser exemplificada através de um episódio ocorrido em uma das viagens realizadas pelo seu atual presidente, o Dr. Luiz Kaufmann.

Um agente da imigração americana, ao saber que o Dr. Kaufmann era brasileiro e que sua viagem era de negócios, perguntou se ele conhecia a Aracruz. Quando o Dr. Kaufmann respondeu que era o presidente da empresa, o agente ficou emocionado. Estava orgulhoso em ser um de seus acionistas.

Este fato demonstra a importância da corajosa estratégia de obtenção de capital de terceiros através da emissão de ADRs¹ (**anexo 1**) na Bolsa de Nova Iorque que projetou a empresa definitivamente no mercado internacional. Desde a sua concepção, ela esteve preparada para competir no mercado externo, o que lhe garantiu uma posição de destaque no cenário internacional.

A inovação sempre foi uma característica marcante na trajetória desta empresa que possui liderança e pioneirismo tanto no setor florestal, quanto na fabricação de celulose e em sua estratégia financeira e societária.

No setor florestal destaca-se a produção de clones de árvores e a produção ambientalmente sustentável². Na fabricação de celulose o sistema de branqueamento sem cloro (processo TCF – *Totally Chlorine Free*) que atende uma exigência surgida no mercado mundial nos últimos anos. Finalmente, no âmbito estratégico e financeiro destaca-se a estrutura societária igualitária entre três acionistas e a estratégia de emissão de ADRs.

Diferentemente das principais empresas do setor, a Aracruz não está verticalmente integrada até a produção final de papel e derivados. A matéria-prima fabricada pela empresa, a celulose, serve como insumo para a fabricação de produtos de maior valor agregado como papéis sanitários, de imprimir e escrever, e especiais.

¹São certificados utilizados para acesso ao mercado acionário americano. São negociados livremente no mercado norte-americano através de bolsa de valores ou mercado de balcão. São regulamentados pela SEC (**Securities Exchange Commission**) e equivalentes a uma ou mais ações de empresas de outros países.

²Estes clones são produzidos através de técnicas de micropropagação vegetal, os chamados **jardins clonais**, que dão suporte ao programa de melhoramento de sementes e provêm plantas que são depois clonadas por estaquia. A questão ambiental da empresa é discutida com profundidade pelos estudos de caso de Roberts, J.P e de Gertner, D, **et alli** (ver referências).

O setor de papel e celulose

O mercado de papel é dividido por segmentos de linhas de produtos como papéis para embalagem (*Kraft*), imprimir e escrever, cartão, imprensa, sanitários e outros.

Novas tecnologias alteram constantemente as exigências; os hábitos dos consumidores e o crescimento da conscientização ecológica acarretam modificações na indústria e no padrão concorrencial (como por exemplo uma maior demanda por papéis recicláveis). O aumento do padrão de controle ambiental exige investimentos e proporciona oportunidades para a diferenciação do produto, como por exemplo a utilização de certificados ambientais ou “eco-labels”.

Projeta-se um grande crescimento no consumo interno de papel e celulose, elevando-se com isto as possibilidades de exportação e conseqüentemente as oportunidades de crescimento para as empresas brasileiras (anexos 2A, 2B e 2C). Para atingir este crescimento e atender a este incremento da demanda, são necessários investimentos para aumentar a produção (anexo 2D). Esta expectativa de crescimento resulta principalmente do aumento da renda per capita dos países emergentes e do “efeito graduação” que geram uma demanda maior por produtos mais elaborados e de maior valor agregado. O consumo atual per capita de papel no Brasil ainda é muito baixo situando-se em 33,5 kg/habitante/ano comparado aos 300 kg/habitante/ano dos EUA e 200 kg/habitante/ano da Europa.

O preço pago para o papel brasileiro é igual ao dos EUA, que possui algumas vantagens financeiras. Portanto, a rentabilidade do segmento de papel é baixa e determinada principalmente via eficiência produtiva. Deficiências de infra-estrutura portuária no Brasil podem acarretar um aumento no custo do produto em até 30%. Nos últimos anos, faltaram políticas governamentais dirigidas aos setores produtivos e de exportação de papel e celulose.

Segmentos específicos como o de embalagens (papel Kraft) são mercados rentáveis onde o preço é atrativo ao mercado externo. Por isto, as principais empresas de papel e celulose integradas estão investindo neste segmento.

A liderança na área de papel no Brasil é fortemente disputada entre os grupos Klabin, Suzano e Votorantim (anexo 3). O Grupo Suzano possui uma agressiva estratégia de parcerias nacionais e internacionais e o Grupo Votorantim elegeu o segmento de papel e celulose como uma de suas prioridades tendo a seu favor o porte financeiro do conglomerado.

Apesar de ser a maior empresa nacional do setor celulose, a Aracruz apresenta pouca escala quando comparada aos gigantes que se formam no mercado mundial, ocorrendo o mesmo com a Klabin na produção de papel (anexos 4A e 4B). Aumentar a escala é um dos grandes desafios enfrentados para diminuir riscos e ganhar competitividade.

A necessidade da produção em grande escala que reduza os altos custos fixos da produção exige um volume de investimentos cada vez maior. Com isto, houveram fortes alterações no padrão de concorrência internacional através da tendência de concentração de capital de empresas via fusões, aquisições e parcerias entre grupos nacionais e internacionais e/ou instalação de unidades no exterior. Uma das projeções para o setor é que das atuais 150 maiores empresas mundiais existentes, restem apenas 15 dentro de poucos anos. Para sobreviver neste cenário é preciso desenvolver estratégias de engenharia financeira, além de estruturas gerenciais que sejam ágeis no processo de tomada de decisões.

Há portanto no setor de papel e celulose uma convergência no sentido da adoção de estratégias focadas na verticalização “para trás” no sentido da produção de matéria-prima, no aumento da capacidade produtiva via aumento da escala, na modernização industrial, na reorganização societária, na reestruturação administrativa, na busca por agregação de valor e na internacionalização das atividades de produção e captação de recursos financeiros.

Mercado de celulose: uma *commodity* global

A celulose de mercado, que é o produto produzido pela Aracruz, é responsável por apenas uma parcela do total, já que a maioria das empresas atuantes do setor estão integradas verticalmente até a fabricação de papel e comercializam somente a celulose que não é utilizada em sua produção.

O ambiente competitivo no mercado de celulose é caracterizado segundo a empresa como sendo:

- Altamente fragmentado com um grande número de empresas dispersas (em 1995 as dez maiores empresas de papel e celulose respondiam por apenas 16% do mercado);
- Necessitando de grande escala de produção para diminuir os altos custos fixos existentes na produção e permitindo investimentos em infra-estrutura moderna;
- Setor capital intensivo com expansões obtidas através de grandes volumes de investimentos;
- Sujeito a muitas interferências, principalmente as governamentais;
- Falta de disciplina e coordenação entre seus agentes dificultando uma estratégia conjunta por parte do setor.

A celulose é considerada uma *commodity* global onde a competição é determinada via liderança em custos e seu mercado é altamente sujeito à volatilidade de preços. Isto se deve a ineficiência de seus produtores em controlar suas expansões de capacidade e de seus distribuidores de controlar a oferta do produto. Os preços podem variar em cerca de US\$ 350,00/t (nível de “break-even” atual da Aracruz), como cotado em ou-

tubro de 1993, subir para US\$ 950,00/t, como ocorrido em outubro de 1995, e cair novamente a US\$ 425,00/t como ocorrido em março de 1997 devido aos altos estoques mundiais do produto (2.050 mil t sendo que o normal se situa em torno de 1.500 mil t) e a entrada de novos competidores com custos e preços competitivos (anexo 5).

Ações para o controle dos preços via oferta do produto através de cotas, como ocorre com outras *commodities* (caso do café), têm sido propostas sem êxito devido ao mercado altamente pulverizado e competitivo. O setor de papel e celulose é formado no Brasil por 235 empresas que possuem 268 unidades instaladas em 17 Estados segundo a ANFPC (Associação Nacional dos Fabricantes de Papel e Celulose).

A entrada em funcionamento em maio deste ano da primeira bolsa internacional de futuros e opções com entrega física em Londres, a Pulpex, gera interesse no setor que enfrenta alterações de preços cada vez mais abruptas, podendo servir também como uma estratégia de *hedging*, principalmente para as empresas que dependem basicamente deste mercado, como é o caso da própria Aracruz.

O ambiente competitivo é fortemente influenciado pelas políticas públicas. Ações por parte do governo neste setor podem ser exemplificadas em países como a Indonésia, que procura desenvolver o país investindo em projetos com taxa de retorno inferiores às usuais. Nos países nórdicos, o papel do governo também é fundamental, chegando a desvalorizar o câmbio com o intuito principal de proteger as empresas do setor de papel e celulose contra a concorrência externa. No Chile, existe uma política florestal que incentiva a produção de árvores. Diferentemente da maioria dos concorrentes, a influência do governo nos EUA é pequena e, portanto, as empresas focam suas estratégias basicamente na conquista de resultados positivos.

No Brasil, a interferência do governo já foi mais intensa com um programa florestal de incentivo ao plantio de árvores, mas que acabou extinto pelos poucos resultados alcançados e pela má gestão. Este cenário tem mudado com o advento das privatizações. O setor demanda uma política governamental consistente que coloque o país em igualdade com seus principais competidores permitindo, por exemplo, financiamentos adequados das operações de pré e pós-exportação.

Um dos principais competidores internacionais da produção de celulose de fibra curta³ brasileira é a Indonésia devido, principalmente, ao clima favorável, (semelhante ao do Brasil), aos altos incentivos governamentais e à baixa preocupação ambiental, reduzindo a necessidade de investimentos e gastos neste segmento. O país, que extrai sua matéria-prima de florestas nativas a baixos custos, prevê investimentos da ordem de US\$ 28 bilhões até o ano 2010 elevando sua capacidade de produção para 11 milhões de toneladas/ano.

³A celulose pode ser fabricada através da fibra longa encontrada em espécies como o **Pinus**, ou a partir da fibra curta encontrada em espécies como o **eucalipto**.

As vantagens competitivas brasileiras neste setor se dão principalmente via custos de produção da madeira com ciclos mais curtos (anexos 6A e 6B). Os principais gargalos se relacionam ao chamado “Custo Brasil”, principalmente relacionados a questões fiscais, encargos sociais e problemas de infra-estrutura que se dão via distância do mercado importador e pelo alto custo portuário. Nesta questão a Aracruz possui uma vantagem competitiva em relação às outras empresas brasileiras por possuir um porto próprio (Portocel). Totalmente adaptado à exportação de celulose, este porto se localiza muito próximo à fábrica e é resultante de uma “joint-venture” com a Cenibra, na qual a Aracruz tem o controle de 51% do capital.

Para a Aracruz, as principais desvantagens de se atuar no Brasil estão relacionadas ao chamado “Custo Brasil”, altos custos de investimentos (impostos e juros altos), ao fato de atuar na atividade florestal que tem pouco incentivo comparado a outros países, e por fim, ao câmbio super valorizado que causa um alto impacto nos custos e na competitividade externa.

Mudanças tecnológicas também têm afetado o setor através da clonagem de sementes, que permite obter árvores mais padronizadas, mais produtivas e livres de doenças. A crescente consciência ambiental por parte do consumidor final cria pressões ambientais que são baseadas em aspectos de cunho mais emocional do que técnico, além de se constituírem em barreiras não-tarifárias.

A liderança da Aracruz no mercado de celulose no Brasil está consolidada, podendo ser afetada com a compra, por uma mesma empresa, das participações acionárias da Cia. Vale do Rio Doce nas empresas Cenibra e Bahia Sul (anexo 7).

Os EUA e a Europa são o maior mercado da Aracruz, possuindo a Ásia um grande potencial de crescimento. Na China a demanda anual por celulose e papel cresce 5%, enquanto na América do Norte este crescimento não passa de 2%.

A Aracruz Celulose S.A.

A Aracruz é a maior empresa produtora a nível mundial, da celulose branqueada de eucalipto. Apresenta uma produção em torno de 1 milhão de toneladas que representa 22% do total deste mercado, exportando quase que totalmente sua produção para a América do Norte, Europa e Ásia (anexo 8). A empresa é líder nacional em volume de produção, apresentando um dos menores custos de produção.

Seu faturamento líquido em 1994 alcançou R\$ 724 milhões. Em 1995, com a recuperação dos preços da celulose, o faturamento elevou-se para R\$ 851 milhões ficando a empresa posicionada em 83º lugar entre os produtores mundiais do setor, desfrutando a empresa de uma excelente situação patrimonial, além de uma sólida imagem no merca-

do financeiro, o que se constituiu em importante fator de competitividade. No primeiro semestre de 1996, devido à maior queda de preços já ocorrida dos últimos 30 anos, o faturamento caiu para R\$ 503 milhões (anexos 9A, 9B e 9C).

No primeiro semestre de 1997 a empresa acumula um prejuízo de US\$ 15 milhões abalado pela não recuperação dos preços da celulose, pela diminuição estratégica da produção para modernização da planta industrial, e pela diminuição dos juros diminuindo a rentabilidade dos aproximadamente R\$ 700 milhões aplicados no mercado financeiro. Cada dólar de queda no preço da celulose representa uma queda de US\$ 1 milhão em faturamento anualizado.

Segundo a consultoria Goldman Sachs Brazil Research (anexo 10), o preço da celulose deverá sofrer um ligeiro aumento, mas a empresa tem boas perspectivas de reduzir custos e conseguir diminuir suas dívidas sensivelmente até o ano 2000. Segundo o analista Thomas Mello Souza do banco Merrill Lynch a empresa deverá diminuir o lucro de US\$ 128,5 milhões alcançado em 1996, para um lucro projetado de US\$ 70 milhões que deverá ser recuperado em 1998 através de um lucro de US\$ 221,5 milhões.

Desde seu início, a Aracruz desenvolve moderna tecnologia florestal que inclui o melhoramento genético do eucalipto. Ela possui a melhor coleção de recurso genético da espécie, fato que certamente lhe traz uma grande vantagem competitiva. O seu processo de propagação vegetativa através de clones demonstra seu espírito de vanguarda na área de desenvolvimento tecnológico.

Diferentemente de outras empresas do setor, a Aracruz passou por um período de preços altos da celulose, o que auxiliou na sua consolidação, após um processo de expansões graduais (anexo 12), reestruturações societárias e estratégias financeiras.

Histórico e a estrutura acionária

A empresa teve início quando o Sr. Lorentzen, nascido na Noruega, decidiu investir na implantação de uma fábrica para produção de celulose na região do Estado do Espírito Santo, que na década de sessenta possuía um solo pobre e coberto por vastas e decadentes plantações de café geridas com ineficiência, que induziu o declínio econômico da região.

A idéia de produzir celulose no Brasil começou quando dois de seus amigos brasileiros iniciaram o plantio de madeira na região do Espírito Santo, com o intuito de exportá-la para o mercado asiático. O transporte seria feito em navios de propriedade do Sr. Lorentzen. Por que então não produzir um produto de maior valor agregado como a celulose e exportá-la? Assim, em 1972, foi criada a Aracruz Celulose, que teria sua fábrica localizada no litoral norte do Estado do Espírito Santo, em Barra do Riacho, no município de Aracruz (anexo 11) e seria abastecida pela plantação de árvores de eucalipto pertencente ao Grupo, o que explica a integração vertical “para trás” na direção da

matéria-prima⁴. Na fase de implementação, a participação de imigrantes, principalmente de suecos, teve grande importância na transferência de “know-how”.

Nesta época não existia a fabricação da celulose de eucalipto e por isto houve a necessidade de um projeto integrado, inclusive de logística, que foi o sustentáculo para aumentar a escala de produção. Um dos maiores desafios do setor florestal da empresa foi o de realizar o melhoramento genético do eucalipto através da coleta de sementes de diversas espécies. Isto foi necessário porque a árvore apresentava pouca produtividade e portes muito desiguais. Hoje, a Aracruz tem a vantagem de possuir a melhor base genética da planta entre seus competidores.

Em 1973, deu-se início à implantação da fábrica de celulose de fibra curta branqueada de eucalipto, que contou com o fundamental apoio financeiro do BNDES. Esta fábrica teria uma produção inicial de 400 mil t/ano sendo toda a sua venda destinada ao mercado externo e significava um importante avanço, pois em todo o mundo utilizava-se tecnologia de fibra longa.

A validação do projeto deu-se em 1974 com uma previsão de investimentos da ordem de US\$ 400 milhões, com uma geração de emprego de 600 pessoas na unidade fabril e mais 1.000 pessoas nas atividades florestais. A fábrica era auto-suficiente em produção de energia através da queima da casca de madeira e 10% do consumo por segurança seriam fornecidos pelas Centrais Elétricas do Espírito Santo (Escelsa). A instalação da Aracruz alterou sensivelmente a estrutura socioeconômica da região através da substituição de culturas de subsistência pelo plantio de eucalipto e pelo emprego de grande parte da população local.

Para garantir o controle nacional da empresa e, tendo em vista o elevado montante em investimentos necessários, o BNDES alocou recursos não exigíveis equivalentes a 38,17% das ações ordinárias, tornando-se portanto um dos sócios em 1975.

O apoio do BNDES representou 55,1% do investimento total que englobou o financiamento direto à empresa e aos acionistas, prestação de garantia, empréstimos para aquisição de máquinas e equipamentos via FINAME e pela própria participação acionária via sua subsidiária, o BNDESPAR. O sistema BNDES desmobilizou através de leilão público, em 1988, parte considerável de sua participação na empresa que havia chegado a 48,11% em 1977 e manteve-se em cerca de 40% no período de 1978 a 1987.

Em 1978, foi concluída a construção da fábrica e a empresa expandiu ainda mais sua área adquirindo mais 12.730 ha. no Espírito Santo e mais 16.990 ha. no sul da Bahia, onde posteriormente foram descobertas jazidas de salgema. De 1981 a 1987, foram feitos investimentos que propiciaram uma produção de 480 mil t/ano, um número superior ao previsto pelo projeto inicial. Neste mesmo ano, a empresa iniciou o planejamento do aumento da sua base florestal e da expansão e otimização da sua planta industrial com o intuito de produzir, em 1993, 1.020 mil t/ano.

⁴Integração vertical significa que uma empresa domina fases distintas e tecnologicamente separáveis da produção.

Com a venda de parte das ações do BNDES em leilão público, as ações ordinárias ficaram distribuídas entre a Cia. Souza Cruz Ind. e Com. (28%), o Grupo Lorentzen (28%), a Albatroz – “holding Safra” (28%), o BNDESPAR (12,5%) e outros (3,5%). A entrada do Banco Safra significou um marco importante no gerenciamento da Aracruz, com uma participação igualitária no controle acionário da empresa, permanecendo dividido entre os três maiores acionistas. O aspecto interessante da composição era que havia três sócios importantes com perfis distintos mas complementares. Um banqueiro e um forte grupo empresarial, preocupados com taxas de retorno, um sócio familiar, que conhece profundamente o negócio, e um Banco de Desenvolvimento Estatal com uma proporção menor das ações.

A estrutura acionária também foi modificada através da compra das ações da Souza Cruz, em 1996, pela Mondi Brazil Limited, subsidiária da Anglo American Corporation da África do Sul por US\$ 250 milhões. Com isto, a Mondi passou a deter 28% do capital votante e 11,8% da totalidade do capital social, mesmo percentual possuído pelo Grupo Safra e pelo Grupo Lorentzen ([anexo 13](#)) incorporando um perfil de empresa multinacional.

Na visão dos acionistas majoritários, a divisão igualitária do controle da empresa não acarreta problemas. Tanto o Grupo Safra, quanto a Mondi Brazil, que possuem investimentos em outros tipos de negócios, acreditam na rentabilidade da empresa a longo prazo e desejam permanecer no negócio.

A estratégia financeira

O financiamento de uma atividade de capital intensivo é realizada com alto incremento de custo fixo (como é o caso da produção de celulose, onde para cada dólar gerado de receita, são necessários em média quatro dólares em investimento). Devido à grande necessidade de se estabelecer mecanismos adequados de captação de recursos financeiros, e pelos altos custos e dificuldades de se obtê-lo no Brasil, houve a necessidade de internacionalizar esta captação.

Devido à crise vivenciada entre 1990 e 1993, a Aracruz iniciou, em 1992, um processo de reestruturação administrativa, objetivando redução de seus custos e agilidade nas decisões. Foram iniciados, também, estudos para o aproveitamento da madeira de eucalipto para outras finalidades.

O plano de expansão da base florestal e da otimização e aumento da capacidade da unidade fabril teve como consequência um aumento da dívida da empresa ocorrido em 1991 e 1992, chegando a US\$ 100,00 milhões. Este panorama foi agravado pela queda dos preços da celulose no mercado mundial, pela alta na taxa de juros, pela recessão e pelo grande volume de estoques mundiais. Para reverter este quadro, foi adotada uma estratégia financeira.

São três as principais formas de financiamento disponíveis para as empresas. A primeira é o autofinanciamento ou a utilização de caixa interno. Outra é realizada atra-

vés de empréstimos ou a utilização de capital de terceiros (*debt*). Por fim, temos a emissão de ações para obter novos recursos através de acionistas (*equity*) (anexo 14).

A decisão estratégica decidida pela empresa para reverter o quadro de dívida foi a de mudar a estrutura de capital através da emissão de ADRs, ações no mercado norte-americano, em 1992. Isto propiciou uma excelência em administração de recursos financeiros, gerando-lhe condições de recorrer ao mercado acionário para capitalizar-se. Outro objetivo almejado pela empresa com a emissão de ADRs foi tornar a empresa conhecida, facilitando a obtenção de recursos com o lançamento de eurobônus e securitização no mercado internacional (anexo 15).

A saúde financeira da empresa foi mantida com elevados ganhos de arbitragem⁵. Os lucros com as operações financeiras chegaram a US\$ 70 milhões ou um *spread* negativo de 13%, significando um reembolso para a manutenção da dívida (anexo 16) e diminuindo sensivelmente o seu custo anual. A sua escolha pelo lançamento de ADRs, em vez de outros instrumentos internacionais de financiamento, foi calcada na resposta ao que lhe proporcionasse o maior aumento de rentabilidade.

Até o lançamento de suas ações, a empresa teve que se adaptar e realizar uma série de atividades (anexo 17). Um “road show” (apresentação a potenciais investidores) internacional foi necessário para divulgar a empresa e a viabilidade de seus negócios. O desenvolvimento de uma relação com os investidores (RI) auxiliada por uma empresa de consultoria especializada, proporcionou informações acuradas do desempenho da empresa e de suas perspectivas. Esta estratégia é necessária, visto que na captação de recursos via ações, pode haver uma forte sinalização para o mercado de que a empresa enfrenta problemas, por ser este geralmente o último recurso de que as empresas se valem para capitalizar-se.

Apesar de haver uma maior cobrança por parte dos novos acionistas com o lançamento de ADRs, a estrutura de gestão não mudou, pois este tipo de ação não dá direito a votos. A Aracruz foi a empresa nacional pioneira na emissão de ADRs de nível III (anexo 18), que significa uma abertura de capital. Posteriormente, outras empresas como a Telebrás, Multicanal e Pão de Açúcar adotaram estratégias semelhantes.

O potencial de utilização de ações no Brasil ainda é pouco explorado. A possibilidade de lucratividade do mercado de ADRs e a posição agressiva da Bolsa de Nova Iorque pode ser um atrativo a mais para que empresas optem por emitir ADRs ao invés de ações no mercado brasileiro. Empresas estrangeiras também podem lançar certificados no mercado brasileiro através de BDRs.

Para a empresa, a internacionalização da indústria financeira mundial é inexorável. Hoje, a empresa desfruta de boa saúde financeira com alongamento de sua dívida. A maioria de suas ações estão de posse de investidores estrangeiros (54%).

⁵Ganhos financeiros devido à aplicação de dinheiro a taxas maiores que os juros cobrados pela dívida.

Integração e diversificação

Com o esgotamento das possibilidades de aumentos significativos de produção em seu atual *lay-out*, a tendência observada é de que a Aracruz cresça por aquisições de outras empresas no Brasil e/ou no exterior. Desse modo, seus dirigentes aguardam as negociações acerca da privatização da Cia. Vale do Rio Doce – CVRD, detentora de boa parcela do capital da Cenibra e da Bahia Sul, ambas com fábricas próximas à da Aracruz.

O ano de 1997 caracteriza o início da diversificação das suas atividades. Devido ao alto capital investido neste setor, a estratégia competitiva se baseia em uma visão de longo prazo. Uma destas estratégias é o investimento em diversificação horizontal através da produção de madeira para serraria que tem mudado o conceito de que a madeira de eucalipto não é adequada para este fim. Com isto, a empresa pretende vender um produto diferenciado, diminuindo riscos, além de explorar economias de escopo⁶.

O investimento na área de madeira sólida possibilita novos usos para suas florestas de eucalipto e certa diluição do risco para o negócio da celulose de mercado, que, entretanto, deverá permanecer como sendo seu ramo de atuação principal.

Esta diversificação deverá se dar por uma “joint-venture” com a Gutchess International Group dos Estados Unidos, criando uma empresa nova, a Tecflor Industrial S.A. O investimento inicial será de US\$ 45 milhões e a fábrica deve iniciar a produção em 1999, com capacidade para processar 75.000 metros cúbicos de produtos de madeira sólida abrindo a possibilidade do desenvolvimento de um pólo moveleiro na região. A empresa pretende oferecer um produto diferenciado no mercado com alta qualidade, seco em estufa, embalado e com garantias de suprimento.

Hoje ainda não há um consenso a respeito de qual é a estratégia melhor a ser seguida, ou seja, a integração “para frente” em direção à produção de papel, a diversificação em direção a produtos sólidos de madeira ou o crescimento horizontal na fabricação de celulose (anexo 19). Para a empresa, permanecer somente na atividade de produção de celulose é arriscado devido à alta volatilidade de preços. Apesar disto a empresa tem consciência de que quem deve se diversificar é o acionista, devendo a empresa manter-se no seu “core business”.

Podemos destacar que a empresa teve em sua trajetória:

- uma estratégia de liderança voltada para o mercado internacional;
- uma série de reestruturações societárias que culminaram numa divisão igualitária e diversificada do controle acionário;
- uma estratégia financeira pioneira através da emissão de ADRs no mercado internacional;
- uma preocupação de diversificar para não permanecer atuando somente no mercado de celulose caracterizado pelo alto risco.

⁶Economia de escopo ocorre quando o custo da produção em separado de dois ou mais produtos é superior ao seu custo de produção conjunto.

Questões para discussão

Administrar as constantes mudanças que ocorrem em um mercado altamente pulverizado, dinâmico e competitivo, como é o setor de papel e celulose, é um dos grandes desafios do Dr. Kaufmann. A grande volatilidade de preços e as crescentes pressões ambientais exigem uma administração eficiente que tome decisões rápidas e corretas. Segundo ele, para que as empresas aproveitem as novas oportunidades e estejam preparadas para enfrentar os novos riscos, é preciso:

- Ser muito mais competitivas e orientadas para os resultados;
- Aprender a reconhecer e administrar diferenças mercadológicas, culturais, sociais e econômicas;
- Ter muito mais informação e conhecimento;
- Desenvolver mais agilidade, flexibilidade e capacidade de adaptação;
- Aprender a gerenciar uma multiplicidade de parcerias;
- Ter uma visão global e pensar globalmente;
- Aprender a melhor gerenciar riscos;
- Aprender a aprender continuamente e;
- Contar com executivos preparados para operar em ambiente global e de alta renovação.

Além de enfrentar os desafios do setor, o Dr. Kaufmann lida com um conselho de perfil diversificado e com visões diferentes mas complementares, que exige uma complexa capacidade de gerenciamento e comunicação na tomada de decisões.

A principal meta da empresa é participar do grupo de líderes do setor em que atua. Ela acredita que esta liderança deve ser alcançada pelo melhoramento do processo de produção via tecnologia, custos e logística, aumento da escala, gerenciamento financeiro e no fortalecimento da área de comercialização.

Para que esta liderança ocorra, alguns desafios precisam ser vencidos e decisões precisam ser tomadas:

1. Neste setor a escala de produção é muito importante e a Aracruz sabe que precisa crescer para manter-se competitiva. Dentro desta perspectiva, deve ser determinada a forma com a qual a expansão da empresa deve ocorrer. Uma diversificação para produtos sólidos de madeira pode também representar a atuação em um mercado *commodity*. Por outro lado, crescer horizontalmente através de parcerias ou aquisições de outras indústrias de produção de celulose do Brasil ou de outro país também é uma estratégia possível.

2. A estratégia de lançamentos de ADR's no mercado proporcionou uma excelente projeção da empresa no mercado internacional, além de propiciar receita financeira que diminuiu sensivelmente sua dívida gerada após o seu plano de expansão. Para continuar este sucesso alcançado é necessário determinar outras estratégias financeiras que devem ser tomadas para manter este sucesso alcançado e para sustentar o seu crescimento futuro.

3. A volatilidade de preços representa um grande risco para a empresa influenciando fortemente e diretamente na sua rentabilidade. Em um mercado pulverizado e com poucas possibilidades de diferenciação, ações precisam ser realizadas com o intuito de conseguir um maior controle por parte dos produtores e distribuidores.

4. O perfil diversificado de sua composição acionária, e a divisão igualitária das ações ordinárias é uma característica única desta empresa dentro do setor de papel e celulose que pode apresentar vantagens e desvantagens competitivas. Oportunidades e desafios gerenciais precisam ser observados para que se obtenha um gerenciamento rápido e eficaz.

Aprofundamento teórico

Este caso pode ser usado no ensino da estrutura de capital da empresa, bem como no estudo da diversificação de negócios e integração vertical. Algumas sugestões de referências são listadas a seguir:

• Com Relação à Estrutura de Capital

CASELANI, C.N. & PROCIANOY, J.L. **Emissões de Ações: Fonte de Crescimento ou Redutora do Risco Financeiro?** Revista Brasileira de Administração Contemporânea. Anais: 19º. ENANPAD, Setembro de 1995, 175-191p.

ROSS, STEPHEN; *et alli*. **Administração Financeira – Corporate Finance**. Editora Atlas, 1995, 698pp.

WILLIAMSON, O. **The Mechanisms of Governance**. Oxford University Press, Inc. 1996, 429p.

GIORDANO, S.R. & CONFORT, D. **Estudo de Caso Moro**. VII Seminário Internacional PENSA 1997.

• Com Relação à Teoria de Integração Vertical e Diversificação

LAZZARINI, S.G. & PINHEIRO MACHADO, C.A. **Limitações da Agregação de Valor**. Preços Agrícolas, abril de 1997, 15-20p.

RABOBANK INTERNATIONAL. **The International Food Industry**. 1993, 75p.

Para Saber Mais Sobre a Aracruz Celulose S.A.

ROBERTS, JACKIE PRINCE. **Aracruz Celulose S.A.** Harvard Business School. 1993, 35pp.

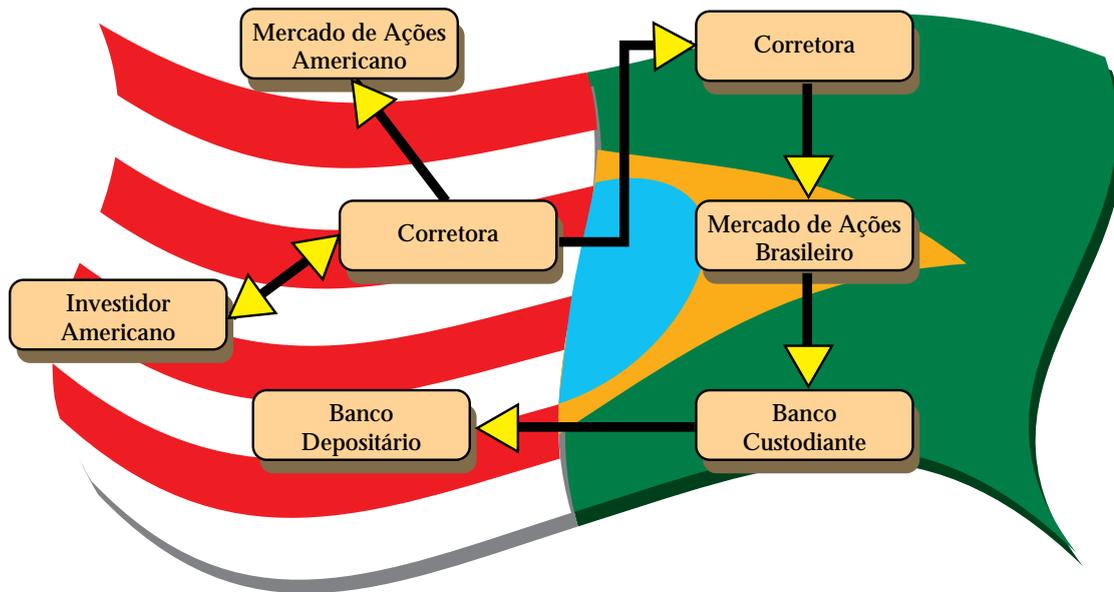
SWIRSKI, MOISÉS & TANAKA, CLAUDIA. **Aracruz Celulose S.A. – Construindo uma Nova Fronteira Competitiva**. Prêmio Mário Henrique Simonsen, 1996, 35-46p.

GERTNER, D., *et alli*. **Aracruz Celulose S.A.** Communication Plan Case Study. Management Institute for Environment and Business. 1996, 31pp.

[Http://www.aracruz.com.br](http://www.aracruz.com.br)

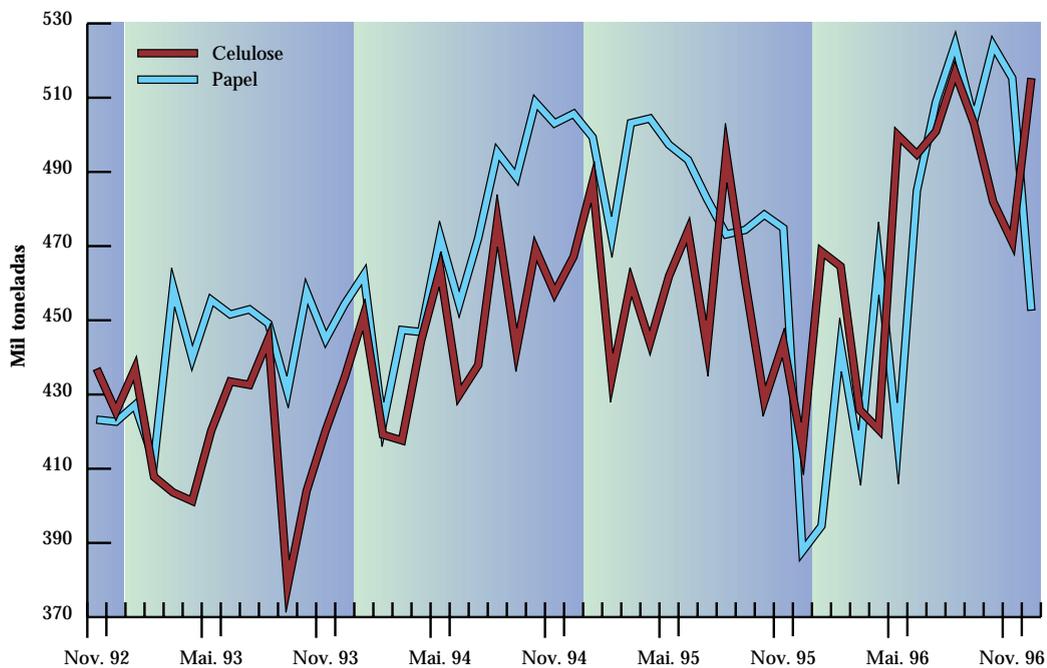
Anexo 1

Mecanismo do Programa de ADRs



Anexo 2A

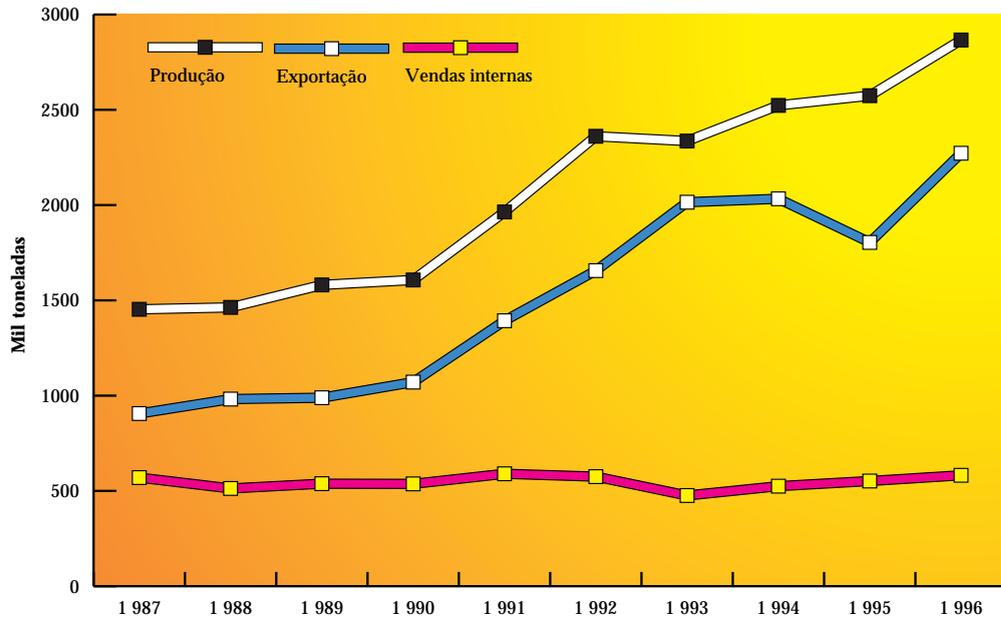
Evolução das produções de celulose e de papel – nov/92 a dez/96



Fonte: O Papel

Anexo 2B

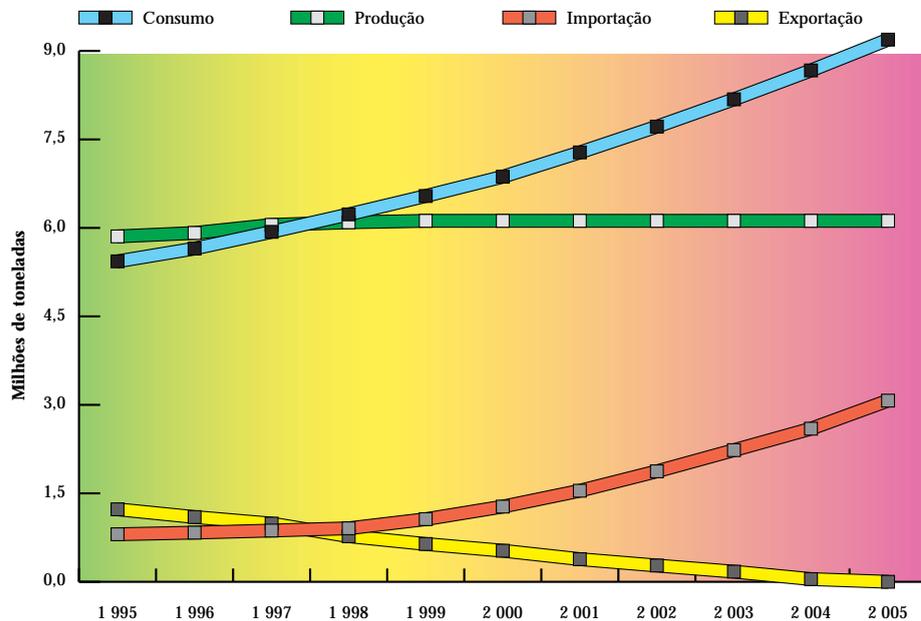
Indústria brasileira de celulose de mercado – 1987/96



Fonte: ABCECEL

Anexo 2C

Expectativa de produção de papel e celulose



Fonte: BNDES

Anexo 2D

 Brasil: acréscimos necessários na produção de papel
 (em mil t) – 1996/2005

Categoria	Acréscimo
Embalagem	1.925
Imprimir/Escrever	1.008
Imprensa	532
Cartão	405
Sanitário	217
Especial	243
Total	4.330

Fonte: BNDES

Anexo 3

Principais empresas integradas do setor de papel e celulose – dez/95

Empresa	Estado	Receita Operacional Líquida – R\$ mil
01 Klabin	SP	732.256,0
02 Suzano	SP	542.909,0
03 Bahia Sul	BA	386.541,0
04 Ripasa	SP	325.837,0
05 Champion	SP	301.499,3
06 Votorantim Celulose	SP	292.475,0
07 Igaras	SC	267.700,0
08 Trombini	PR	245.538,6
09 Rigesa	SP	233.663,0
10 Catarinense	SP	184.008,0
11 Inpacel	PR	160.035,0
12 Pisa Papel	PR	126.186,8

Fonte: Gazeta Mercantil – Balanço Anual 96/97

Anexo 4A

Ranking mundial das empresas de papel e celulose – 1995

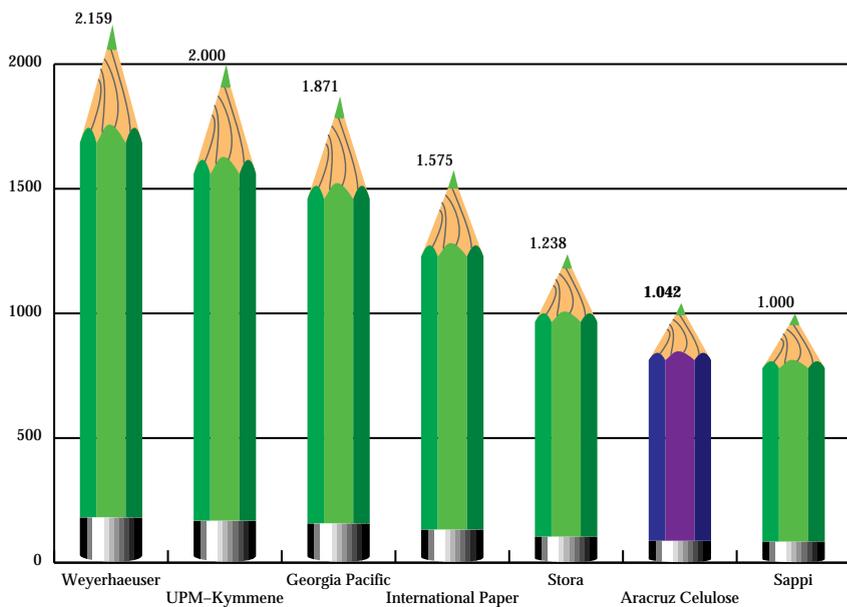
Empresa (Sede)	Vendas Totais da Consolidada (US\$ milhões)	Vendas relativas a Papel e Celulose (US\$ milhões)	Ativos (US\$ milhões)	Produção de Celulose de Mercado (1.000 t)	Número de países	Número de empregados
01 – International Paper (USA)	19.797,0	15.620,0	23.977,0	1.575	31	81.500
02 – Georgia Pacific (USA)	14.292,0	6.943,0	12.335,0	1.871	2	47.500
03 – Kimberly-Clark (USA)	13.788,6	9.566,3	3.814,0	–	n.d.	55.341
04 – UPM-Kymmene (Finlândia)	12.535,3	10.282,6	15.254,0	2.000	13	44.671
05 – Weyerhaeuser (USA)	11.788,0	5.682,0	13.253,0	2.159	2	39.431
06 – Nippon Paper Industries (Japão)	11.331,4	9.349,1	13.267,0	203	1	14.947
07 – KNP BT (Holanda)	9.363,5	9.363,5	5.489,0	–	9	26.088
08 – Svenska Cellulosa (Suécia)	9.156,6	6.693,3	9.551,0	375	26	35.000
09 – New Oji Paper (Japão)	8.768,5	7.054,1	10.869,0	53	5	8.991
10 – Stora (Suécia)	8.005,6	6.561,8	8.636,0	1.238	9	25.619
11 – Stone Container (USA)	7.351,2	7.103,0	6.399,0	983	10	25.900
12 – Champion International (USA)	6.972,0	6.007,2	9.543,0	783	3	24.100
13 – James River (USA)	6.799,5	6.799,5	7.259,0	200	13	27.000
14 – Enso-Gutzeit (Finlândia)	6.418,1	5.630,6	8.930,0	400	9	19.298
15 – Fletcher Challenge (Nova Zelândia)	5.514,3	2.275,7	8.704,0	753	7	23.000
16 – Arjo Wiggins Appleton (Reino Unido)	5.352,5	5.352,5	1.970,0	115	10	18.821
17 – Mead (USA)	5.179,4	5.179,4	4.373,0	311	10	15.200
18 – Honshu Paper (Japão)	5.133,1	4.802,2	7.944,0	57	2	5.520
19 – Amcor (Austrália)	5.109,0	3.445,1	5.239,0	8	17	24.704
20 – Sappi (África do Sul)	3.735,4	3.577,6	5.356,0	1.000	5	23.058
64 – Klabin de Papel e celulose (Brasil)	1.285,4	1.285,4	2.757,0	270	1	11.800
83 – Aracruz Celulose (Brasil)	801,5	843,2	4.184,0	1.042	1	3.007
84 – Votorantim Celulose e Papel (Brasil)	793,8	793,8	2.663,0	64	1	4.880

n.d. = dado não disponível

Fonte: PPI – set/96

Anexo 4B

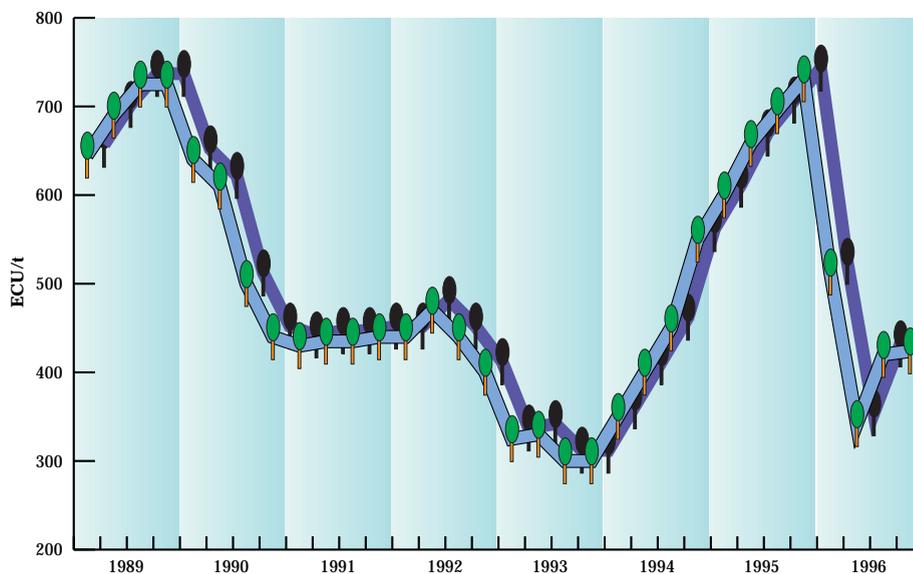
Maiores produtores mundiais de celulose de mercado – 1995



Fonte: PPI – set/96

Anexo 5

Evolução do preço da celulose de fibra curta branqueada de eucalipto na Alemanha



Fonte: BNDES

Anexo 6A

Período de rotação e produtividade média de espécies florestais utilizadas na produção de celulose

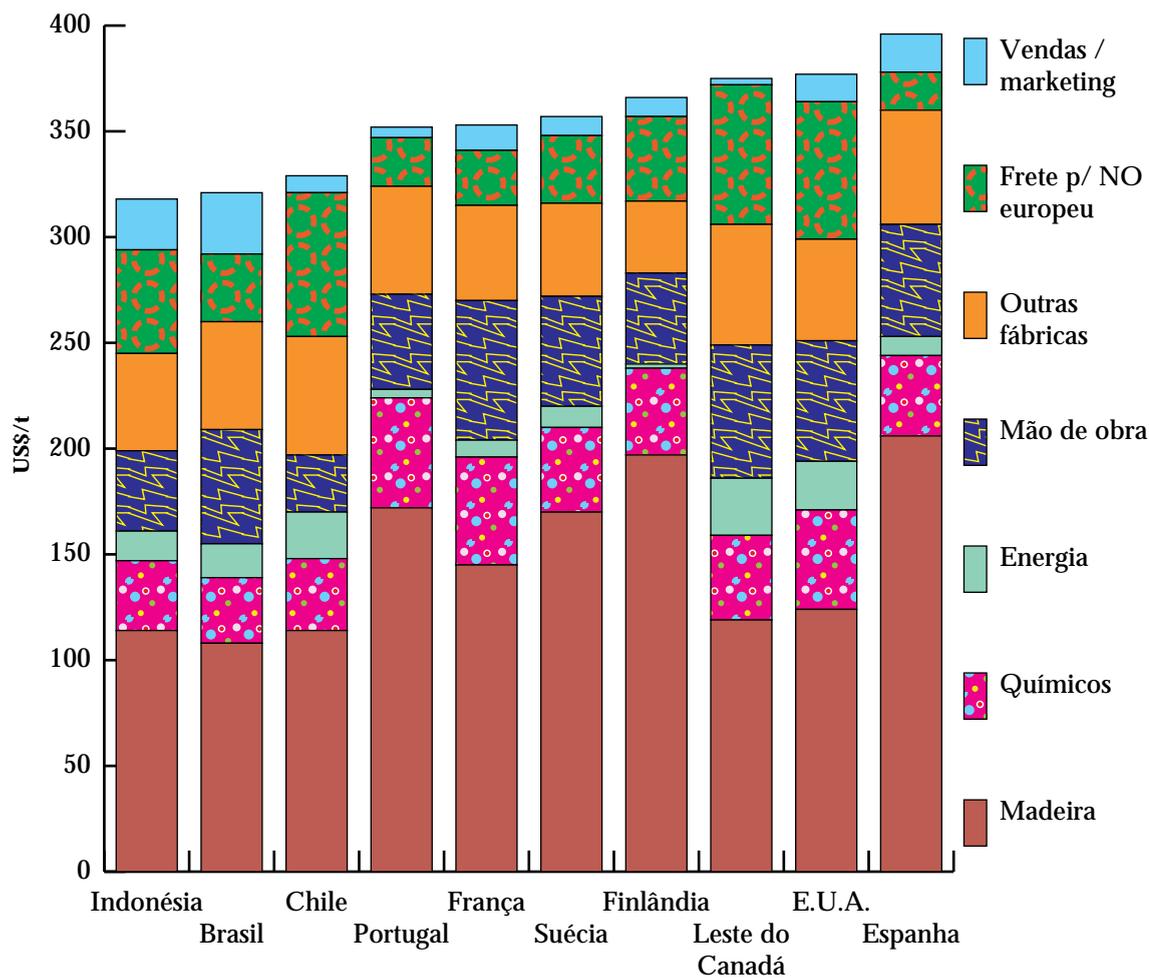
Espécie	País	Rotação (idade/anos)	Incremento médio anual m³/ha./ano
Fibra curta			
Eucalipto híbrido	Brasil (Aracruz)	7	44,0
<i>Eucalyptus grandis</i>	África do Sul	8 - 10	20,0
<i>Eucalyptus globulus</i>	Chile	10 - 12	20,0
<i>Eucalyptus globulus</i>	Portugal	8 - 10	12,0
<i>Eucalyptus globulus</i>	Espanha	12 - 15	10,0
Bétula	Suécia	35 - 40	5,5
Bétula	Finlândia	35 - 40	4,0
Fibra longa			
<i>Pinus radiata</i>	Chile	25	22,0
<i>Pinus radiata</i>	Nova Zelândia	25	22,0
<i>Pinus spp.</i>	Brasil	15 - 20	16,0
<i>Pinus elliotii / P. taeda</i>	EUA	25	10,0
Douglas fir	Canadá (costa)	45	6,6
<i>Picea abies</i>	Suécia	70 - 80	4,0
<i>Picea abies</i>	Finlândia	70 - 80	3,6
<i>Picea glauca</i>	Canadá (interior)	55	2,5
<i>Picea mariana</i>	Canadá (leste)	90	2,0

Fonte: JPC (1994); Protucel (1995)

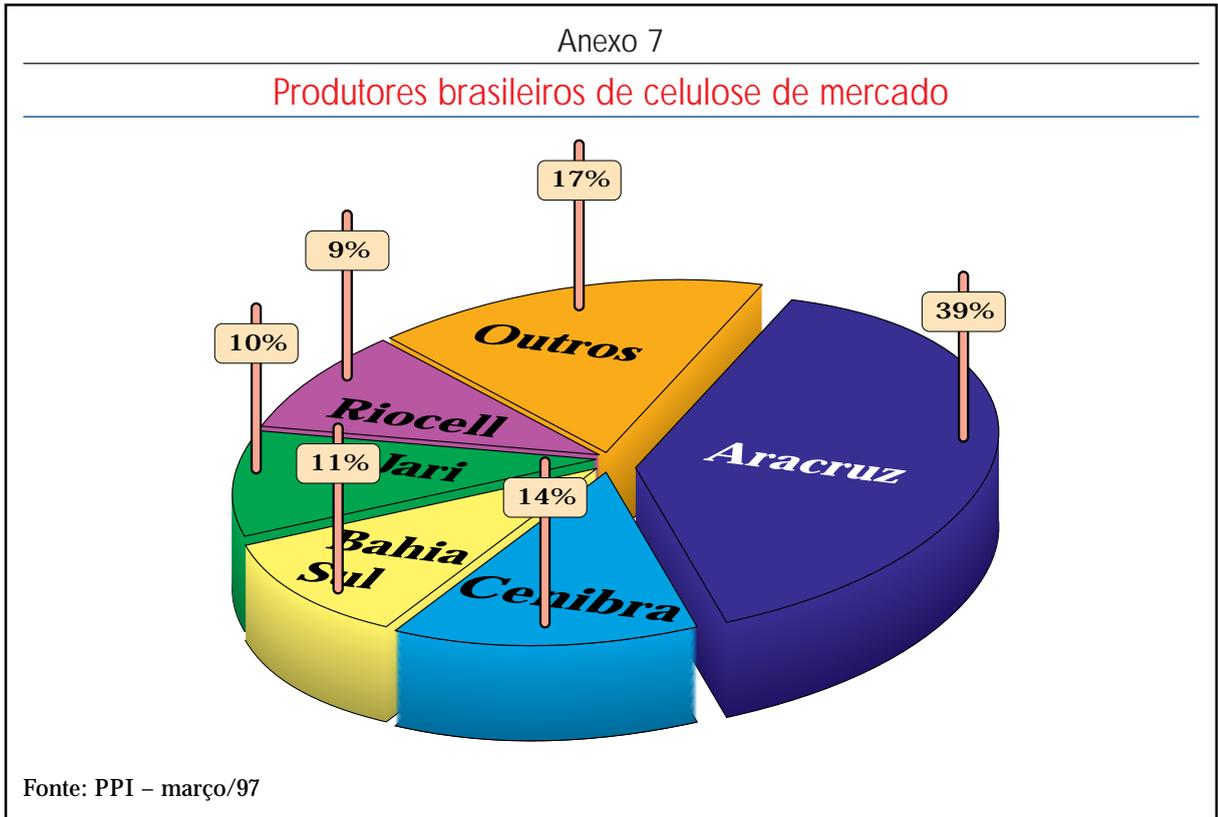
Anexo 6B

Competitividade internacional

Custos mundiais de produção e transporte de celulose de mercado - 1997



Fonte: Hawkins



Anexo 9 A

Aracruz Celulose S.A. – Balanço Patrimonial Consolidado

(Em moeda de 31.12.96) – R\$ Milhões

	1994	1995	1996	Análise Horizontal Crescimento %		Análise Vertical (% sobre o Ativo total)		
				1995/1994	1996/1995	1994	1995	1996
Ativo								
Circulante								
Disponibilidades – cx., bancos e apl. fin.	509	1.267	791	148,92%	-37,57%	13,37%	28,53%	19,42%
Contas a receber	76	60	114	-21,05%	90,00%	2,00%	1,35%	2,80%
Estoques	85	123	96	44,71%	-21,95%	2,23%	2,77%	2,36%
Outros	46	55	63	19,57%	14,55%	1,21%	1,24%	1,55%
	716	1.505	1.064	110,20%	-29,30%	18,81%	33,89%	26,12%
Realizável a longo prazo								
Créditos Tributários	70	41	87	-41,43%	112,20%	1,84%	0,92%	2,14%
Depósitos Judiciais	33	38	30	15,15%	-21,05%	0,87%	0,86%	0,74%
Outros	2	10	9	400,00%	-10,00%	0,05%	0,23%	0,22%
	105	89	126	-15,24%	41,57%	2,76%	2,00%	3,09%
Permanente								
Investimentos	5	3	-	-40,00%	-100,00%	0,13%	0,07%	0,00%
Imobilizado	2.954	2.803	2.828	-5,11%	0,89%	77,61%	63,12%	69,42%
Diferido	26	41	56	57,69%	36,59%	0,68%	0,92%	1,37%
	2.985	2.847	2.884	-4,62%	1,30%	78,43%	64,11%	70,79%
Total do Ativo	3.806	4.441	4.074	16,68%	-8,26%	100%	100%	100%
Passivo								
Circulante								
Fornecedores	29	34	74	17,24%	117,65%	0,76%	0,77%	1,82%
Empréstimos e financiamentos	703	909	563	29,30%	-38,06%	18,47%	20,47%	13,82%
Dividendos	94	68	27	-27,66%	-60,29%	2,47%	1,53%	0,66%
Juros sobre empréstimos	32	51	42	59,38%	-17,65%	0,84%	1,15%	1,03%
Outros	18	49	28	172,22%	-42,86%	0,47%	1,10%	0,69%
	876	1.111	734	26,83%	-33,93%	23,02%	25,02%	18,02%
Exigível a longo prazo								
Empréstimos e financiamentos	611	766	748	25,37%	-2,35%	16,05%	17,25%	18,36%
Provisão para litígios e contingências	32	53	39	65,63%	-26,42%	0,84%	1,19%	0,96%
Imposto renda e contr. social diferidos	4	2	20	-50,00%	900,00%	0,11%	0,05%	0,49%
Outros	19	15	3	-21,05%	-80,00%	0,50%	0,34%	0,07%
	666	836	810	25,53%	-3,11%	17,50%	18,82%	19,88%
Patrimônio líquido								
Capital integralizado atualizado	1.518	2.024	2.025	33,33%	0,05%	39,88%	45,58%	49,71%
Reservas de capital	3	1	1	-66,67%	0,00%	0,08%	0,02%	0,02%
Reservas de lucros	497	254	504	-48,89%	98,43%	13,06%	5,72%	12,37%
Lucros acumulados	247	216	1	-12,55%	-99,54%	6,49%	4,86%	0,02%
Ações em tesouraria	(1)	(1)	(1)	0,00%	0,00%	-0,03%	-0,02%	-0,02%
	2.264	2.494	2.530	10,16%	1,44%	59,49%	56,16%	62,10%
Total do Passivo	3.806	4.441	4.074	16,68%	-8,26%	100%	100%	100%

Fonte: Aracruz

Anexo 9B

Aracruz Celulose S.A. – Demonstração do resultado

(Em moeda de 31.12.96) – R\$ Milhões

				Análise Horizontal Crescimento %		Análise Vertical (% sobre Vendas Líquidas)		
	1994	1995	1996	1995/1994	1996/1995	1994	1995	1996
Receita operacional								
Vendas de celulose Internas	72	82	50	13,89%	-39,02%	9,94%	9,64%	9,75%
Externas	687	801	489	16,59%	-38,95%	94,89%	94,12%	95,32%
	759	883	539	16,34%	-38,96%	104,83%	103,76%	105,07%
Impostos s/Vendas e outras deduções	(35)	(32)	(26)	-8,57%	-18,75%	-4,83%	-3,76%	-5,07%
Receitas Operacionais Líquidas	724	851	513	17,54%	-39,72%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo dos produtos vendidos	(420)	(379)	(409)	-9,76%	7,92%	-58,01%	-44,54%	-79,73%
Lucro bruto	304	472	104	55,26%	-77,97%	41,99%	55,46%	20,27%
Despesas operacionais								
Comerciais	(45)	(38)	(40)	-15,56%	5,26%	-6,22%	-4,47%	-7,80%
Administrativas	(81)	(55)	(50)	-32,10%	-9,09%	-11,19%	-6,46%	-9,75%
Honorários dos Administradores	(6)	(4)	(3)	-33,33%	-25,00%	-0,83%	-0,47%	-0,58%
Financeiras Despesas	166	(62)	(104)	-137,35%	67,74%	22,93%	-7,29%	-20,27%
Receitas	23	168	170	630,43%	1,19%	3,18%	19,74%	33,14%
Despesas com litígios	(4)	(16)	(4)	300,00%	-75,00%	-0,55%	-1,88%	-0,78%
Provisão para participação dos empregados nos resultados e outras	(6)	(24)	10	300,00%	-141,67%	-0,83%	-2,82%	1,95%
	47	(31)	(21)	-165,96%	-32,26%	6,49%	-3,64%	-4,09%
Lucro operacional	351	441	83	25,64%	-81,18%	48,48%	51,82%	16,18%
Resultado não operacional	(31)	(15)	(5)	-51,61%	-66,67%	-4,28%	-1,76%	-0,97%
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	320	426	78	33,13%	-81,69%	44,20%	50,06%	15,20%
Imposto de Renda e Contribuição Social	12	(69)	1	-675,00%	-101,45%	1,66%	-8,11%	0,19%
Lucro líquido do exercício	332	357	79	7,53%	-77,87%	45,86%	41,95%	15,40%
Efeito líquido de lucros não realizados (realizados) nos estoques de controladas	23	21	(37)	-8,70%	-276,19%	3,18%	2,47%	-7,21%
Lucro líquido da controladora	355	378	42	6,48%	-88,89%	49,03%	44,42%	8,19%
Lucro por lote de mil ações da controladora – em R\$	439,26	351,24	39,10	-20,04%	-88,87%	60,67%	41,27%	7,62%

Fonte: Aracruz

Anexo 9C

Aracruz Celulose S.A.

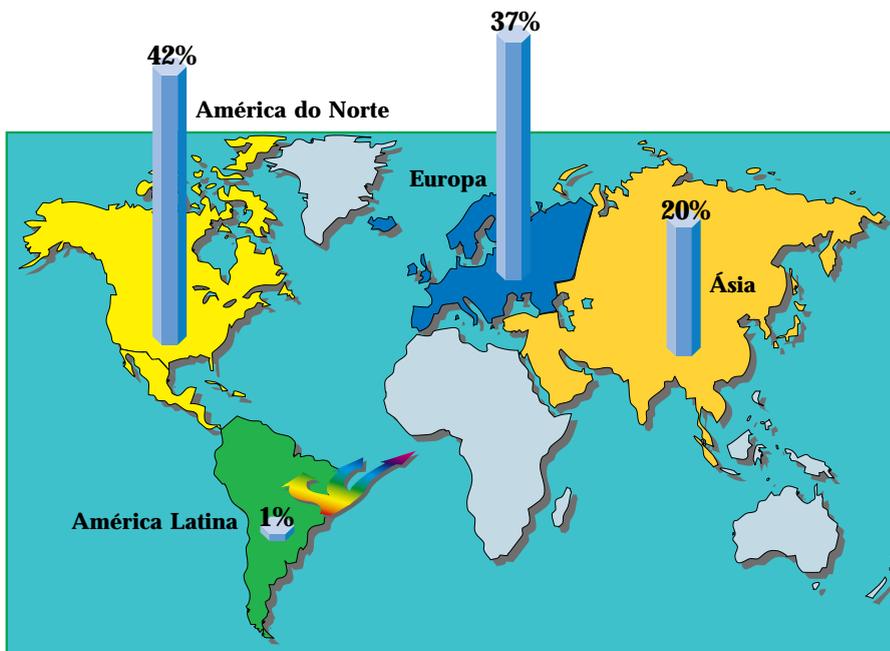
Indicadores Financeiros Consolidados

	1994	1995	1996	Fórmula utilizada
Estrutura				
Endividamento	1,68	1,78	1,61	Pass Total/Patr Líq
Imobilizações	1,32	1,14	1,14	Ativo Perm/Patr Líq
Solvência				
Liquidez Corrente	0,82	1,35	1,45	Ativo Circ/Pass Circ
Prazo de Estocagem (dias)	72,86	116,83	84,50	Estoques/(CMV/360)
Rentabilidade e Custos				
Retorno do Patrimônio Líquido	15,45%	15,01%	3,14%	Lucro Líq/Patr Líq Med
Giro de Vendas	0,19	0,19	0,13	Vendas Líq/Ativo Total
Rentabilidade	8,72%	8,04%	1,94%	Lucro Líq/Ativo Total
Custo prod. vend./Vendas Líquidas	58,01%	44,54%	79,73%	

Anexo 10							
Aracruz Celulose S.A. – Balanço patrimonial, 1994-2000 – US\$ Milhões							
	Valores Reais			Valores Estimados			
	1.994	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999	2.000
Ativo							
Disponibilidades							
caixa, bancos e aplic. financ.	450	1.193	761	642	575	517	396
Contas a receber	73	57	62	50	61	66	72
Estoques	69	99	84	50	61	66	72
Outros circulantes	74	81	120	121	121	120	119
Total do ativo circulante	666	1.430	1.027	863	818	769	659
Imobilizado							
Outros ativos	1.830	1.780	1.881	1.935	1.887	1.834	1.785
	98	87	131	145	157	157	157
Total do ativo	2.594	3.297	3.039	2.943	2.862	2.760	2.601
Passivo							
Fornecedores							
Dívidas de curto prazo	23	26	70	70	85	91	99
Outros	660	856	541	465	400	365	195
	124	95	68	68	68	68	68
Total do passivo circulante	807	977	679	603	553	524	362
Dívidas de longo prazo							
Outros	540	721	719	650	525	320	200
	42	64	41	41	41	41	41
Total do exigível a longo prazo	582	785	760	691	566	361	241
Patrimônio líquido							
	1.205	1.535	1.600	1.649	1.743	1.875	1.998
Total do passivo	2.594	3.297	3.039	2.943	2.862	2.760	2.601
Dívidas Totais							
Dívidas Líquidas	1.200	1.577	1.260	1.115	925	685	395
Valor por ADR	750	384	499	473	350	168	(1)
	11,18	14,24	14,85	15,30	16,18	17,40	18,54
Taxas							
Dívidas Líquidas / Patrimônio Líquido	62,2%	25,0%	31,2%	28,7%	20,1%	9,0%	(0,1%)
Dívidas/Capitalização	49,9%	50,7%	44,1%	40,3%	34,7%	26,8%	16,5%
Dívidas Líquidas /Capitalização Líquida	38,4%	20,0%	23,8%	22,3%	16,7%	8,2%	(0,1%)
Fonte: Goldman Sachs Brazil Research							

Anexo 11

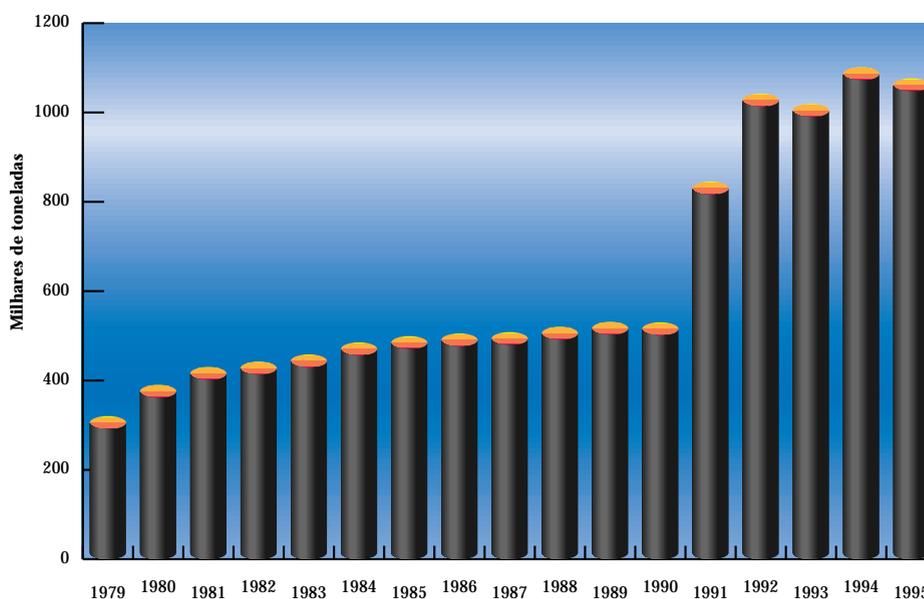
Destino da celulose da Aracruz



Fonte: Aracruz

Anexo 12

Aracruz – Produção de celulose sulfato branqueada de mercado

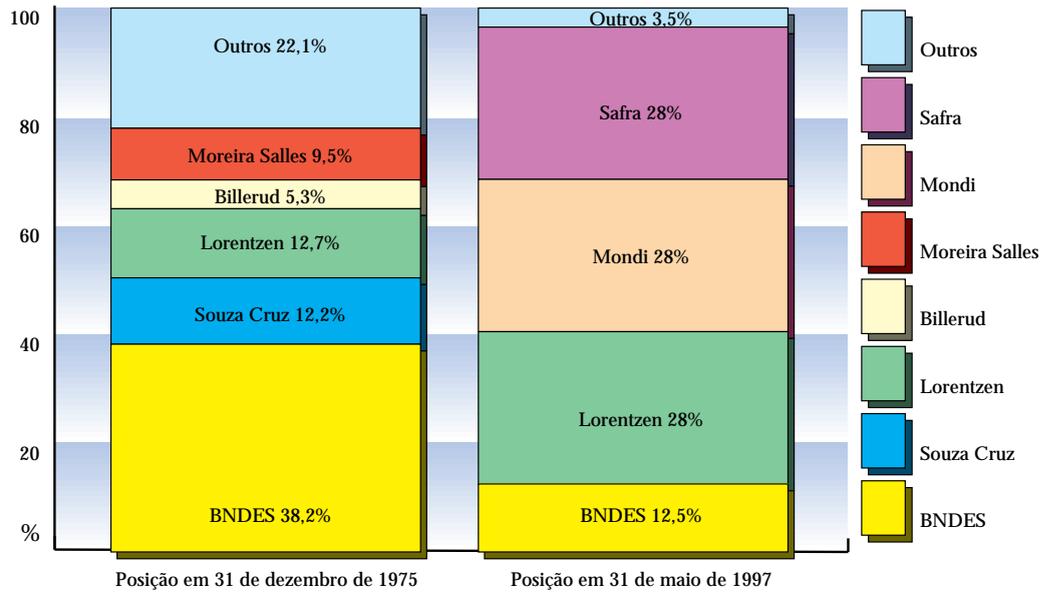


Fonte: Aracruz

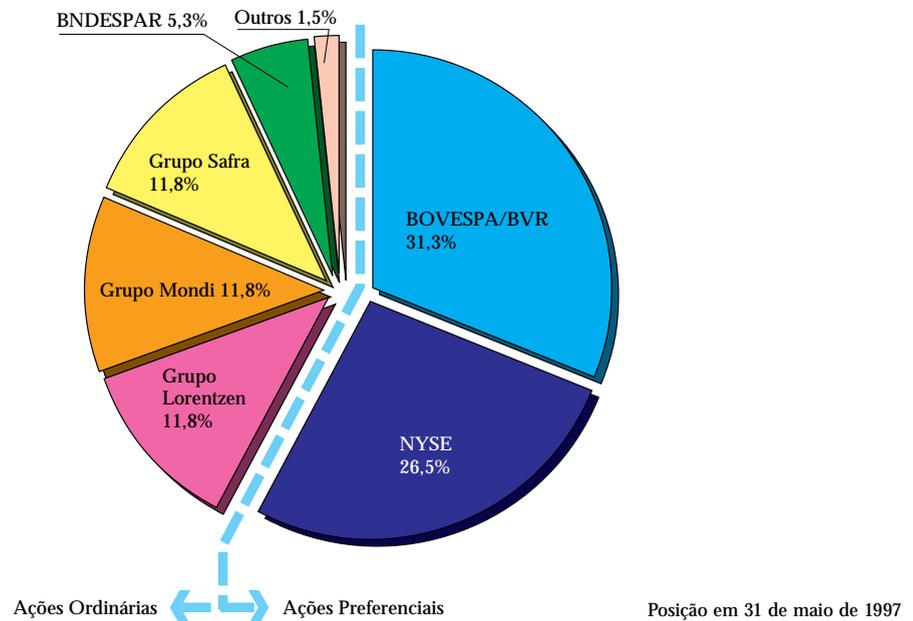
Anexo 13

Estrutura acionária

Ações ordinárias



Base acionária: total de ações = 1.077.919.713



Fonte: Aracruz

Anexo 14

Ações versus Dívidas

Característica	Ações	Dívidas
Rendimento	Dividendos	Juros
Tratamento fiscal	Tributados como rendimento de pessoa física. Não são tratados como despesa pela empresa.	Tributados como rendimento de pessoa física. Os juros são tratados como despesa da empresa, e as pessoas jurídicas podem deduzi-los quando calculam o imposto devido.
Controle	Ações ordinárias e preferenciais geralmente possuem direito de voto.	Exercido com base no contrato de empréstimo.
Indadimplência	As empresas não podem se tornar inadimplentes por deixar de pagar dividendos.	Dívidas a pagar são passivos de uma empresa. A falta de pagamento resulta em falência.

Resumo: O tratamento fiscal favorece as dívidas, mas o aspecto inadimplência é favorável às ações. As características em termos de controle são distintas, mas nenhuma das duas alternativas é superior neste aspecto.

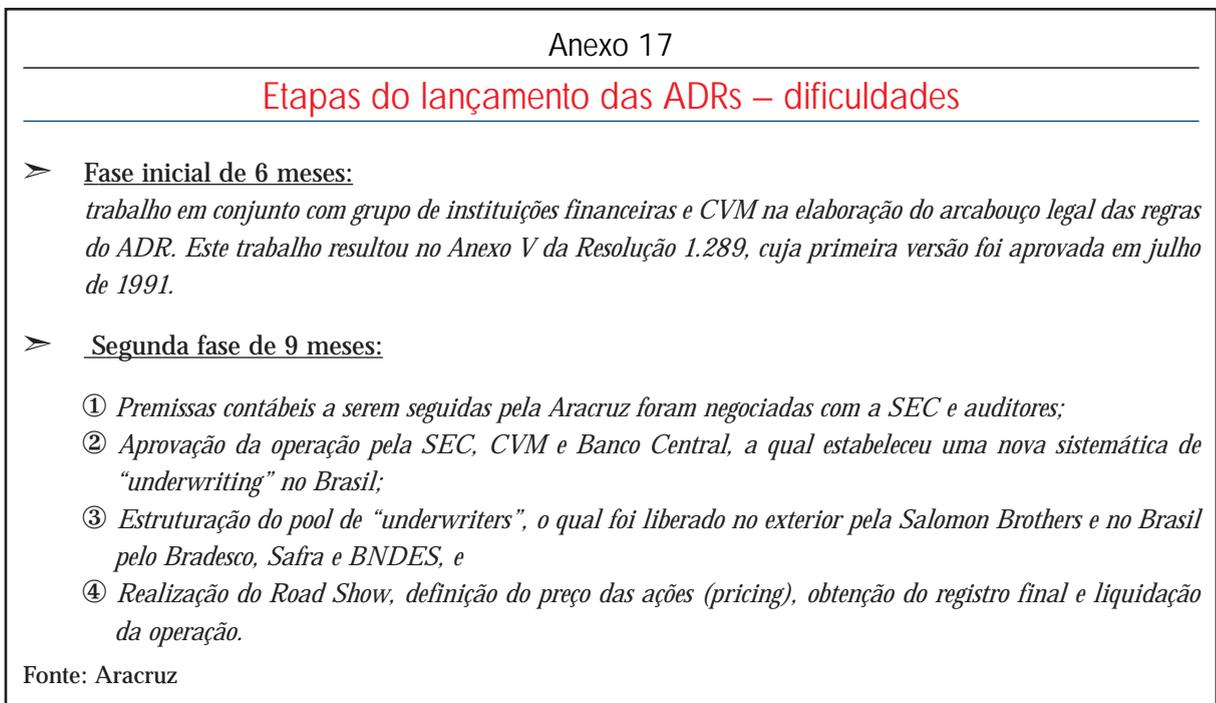
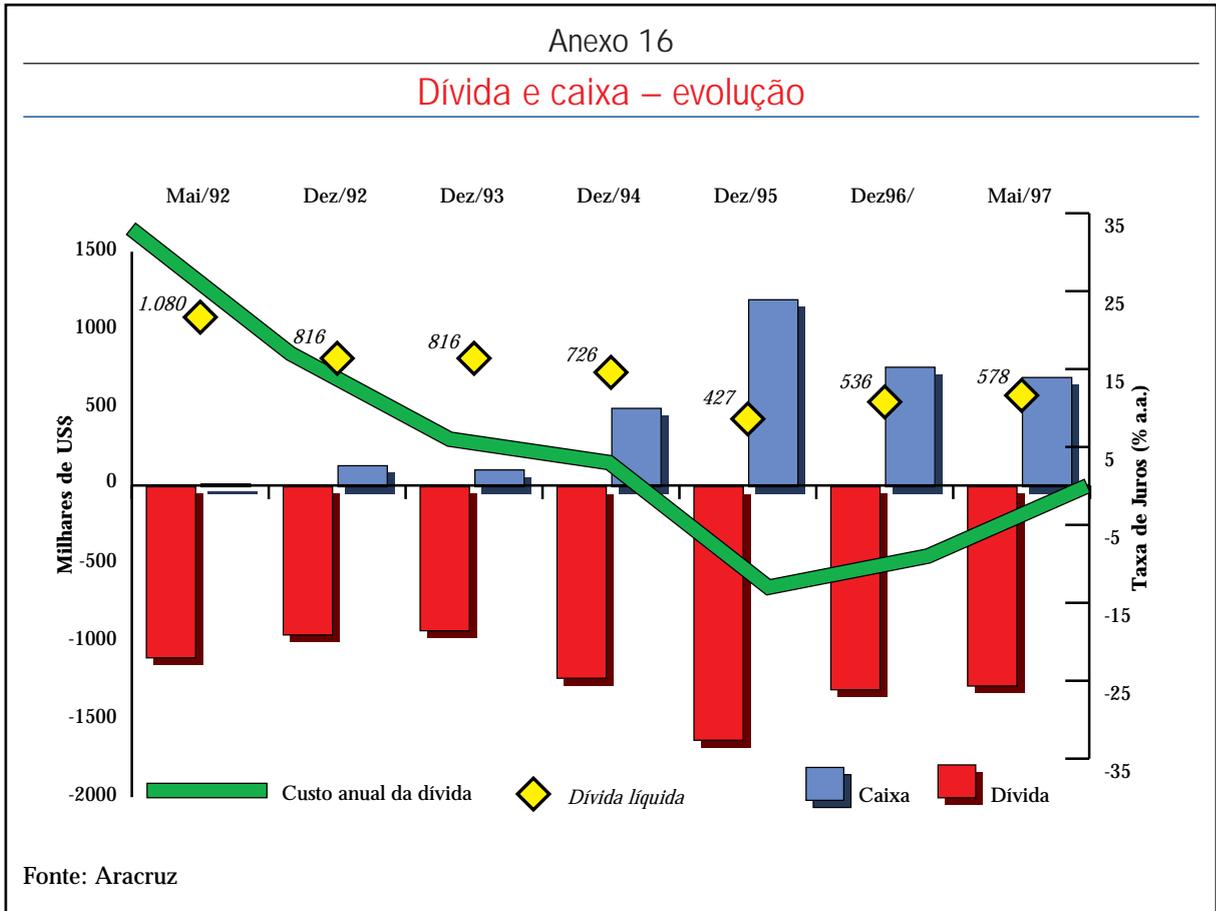
Fonte: Ross, Stephan et alli, 1995

Anexo 15

Operações Mercado Financeiro Internacional

Oferta Global (Programa ADR – US\$ 132.5 milhões)	US\$ 270,0 milhões	Maio/92
Securitização	US\$ 130,0 milhões Libor + 3% a a; liquidada	Jun/92
Eurobonds	US\$ 80,0 milhões 9% a a; vencimento 1998	Jul/93
Euronotes	US\$ 120,0 milhões 10,375% aa; vencimento 2002; Put/Call = 31/1/97	Jan / 94
Euro-Comercial Papers (Volume emitido em jun/96: US\$ 100 MM)	US\$ 100,0 milhões 8,5% a a; vencimento do Programa Nov/97	Nov/94
Securitização	US\$ 200,0 milhões Duas tranches; taxas entre ~ 8 e 10% a a Recebeu “Investment Grade” (BBB -)	Fev/Jul 95

Fonte: Aracruz



Anexo 18

Tipos de Programas de ADRs

**Vendas no
mercado
secundário****“Nível I” – Mercado de Balcão**

- ✓ Não requer U.S. GAAP
- ✓ Divulgação de informações igual a do país de origem

“Nível II” – Listado em Bolsa

- ✓ Requer U.S. GAAP (Formulário 20-F)
- ✓ Divulgação de informações de acordo com a SEC
- ✓ Geralmente uma etapa intermediária

Oferta de ações**144 A/Reg S – Oferta Privada**

- ✓ Restrito aos “QIBs” (investidores institucionais qualificados)
- ✓ Divulgação de informações seguem requerimentos do investidor
- ✓ Não registrado na SEC

“Nível III” – Mercado de Balcão

- ✓ Requer U.S. GAAP (Formulário F-1)
- ✓ Divulgação de informações de acordo com a SEC
- ✓ Listado em bolsa

Fonte: Aracruz

Anexo 19

Possibilidades estratégicas de integração e diversificação para a Aracruz Celulose S.A.



- **Integração horizontal:** crescimento na produção de celulose.
- **Integração vertical:** para frente na produção de papel e para trás na produção própria de matéria-prima.
- **Diversificação horizontal:** produção de sólidos de madeira.
- **Diversificação concêntrica:** produção de celulose TCF.
- **Diversificação em conglomerados:** participação em outros mercados onde as sinergias são mínimas (ex.: setor alimentício).

Fonte: Rabobank International