

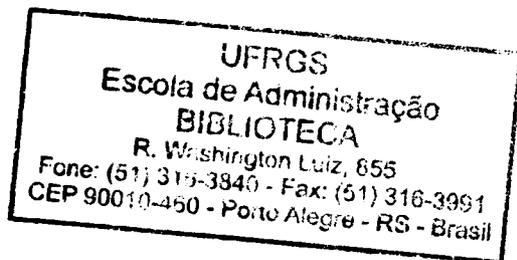
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

INSTRUMENTOS INOVADORES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS:

AS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS



Jairo Laser Procianoy

Professor Orientador: Dr. João Luiz Becker

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração como requisito para a obtenção do Grau de Mestre em Administração.

Porto Alegre

1991

UFRGS
Faculdade de Ciências Econômicas
BIBLIOTECA

Dissertação apresentada aos professores:

Walter Lee Ness, Jr.

Eduardo Facó Lemgruber

João Luiz Becker

Porto Alegre, 20 de agosto de 1991.

Visto e permitida a impressão.
Porto Alegre, de agosto de 1991.

Coordenador do Programa de
Pós-Graduação em Administração

Aos Meus Pais.
Amigos de todas as horas.
Primeiros e derradeiros mestres.

AGRADECIMENTOS

Devo a realização desta dissertação a muitas pessoas:

- Aos meus professores do Curso de Mestrado que ajudaram durante toda a minha caminhada na escolha desta profissão. Em especial ao Prof. Paulo Cesar Delayti Motta, por ter me mostrado, ainda no curso de Engenharia Mecânica, a beleza da Administração, das pessoas e das situações gerenciais, bem distintas daquelas que estava acostumado.

- Aos meus colegas da Companhia Iochpe, pela convivência e pela possibilidade de colocar em prática os conhecimentos adquiridos no curso. Foi lá que tive o primeiro contato com o tema deste trabalho. Ao Oswaldo Schirmer, mestre e superior hierárquico, por ter me convidado para este convívio. Aos diversos chefes, Reneu Ries, Paulo Cezar Pozo de Mattos e Peter Tesché. Ao Ivoncy Ioschpe e Iboty Ioschpe por terem me propiciado estas e outras tantas oportunidades de aprendizado nesta organização. Em especial, ao amigo de muitas horas fáceis e difíceis, Geraldo Hess, que desde a entrevista de ingresso não se privou de me ensinar, indo até hoje a marca dos seus ensinamentos; foi a pessoa que mais me incentivou profissionalmente.

- À Prof. Edi Madalena Fracasso por ter me "exigido", com doces palavras, a conclusão deste trabalho.

- Ao Prof. João Luiz Becker pelas orientações corretas e necessárias, para que esta dissertação tomasse a forma final.

- A Marta Löff e Renato Ochman pelos conselhos jurídicos.

- Aos Srs. Luis Inácio Medeiros e Leo Ponzoni, da Perdigão; Daniel Pamplona da Silva, da Nitrocarbono; Lucio Sesti Paz, da Minupar; Amilton e Regina, do Sudameris; Joel Freire, da Fundação CEEE; Ivanilda, da Gazeta Mercantil, pela ajuda na obtenção dos dados tão necessários à realização deste trabalho.

- À Erica Marques pelos trabalhos datilográficos.

- Aos alunos e clientes que têm tanto contribuído para a minha vida acadêmica e profissional de consultor de empresas.

- À todos aqueles que, de maneira direta ou indireta, me ajudaram a alcançar este patamar.

RESUMO

Durante a década de 80, dez empresas utilizaram um instrumento inovador para captar recursos de longo prazo junto ao mercado de capitais brasileiro. A inovação surgiu resultado da necessidade financeira destas empresas e pela falta de outras possibilidades de obtenção de recursos junto aos investidores. A bolsa de valores estava em baixa e, no Brasil, não existia mercado de dívida de longo prazo. As AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS (APR) vieram preencher esta lacuna.

Neste trabalho, procurou-se analisar as características das APR no Brasil e nos demais mercados, além de examinar, sob a ótica financeira, os detalhes e os cuidados legais e necessários para que uma empresa possa utilizar este instrumento. A seguir, foram discutidas as possibilidades de uso das APR no mercado brasileiro e mundial.

Através de um levantamento de campo junto a investidores representativos do mercado de capitais brasileiro e do estudo dos dez casos de emissão de APR no Brasil, buscou-se verificar porque este instrumento é pouco utilizado. A realidade mostrou que as APR têm uso específico adequado mas que são pouco conhecidas pelos diversos agentes, empresas, instituições financeiras, e investidores institucionais.

Finalmente, considerando que um dos projetos governamentais é a privatização de uma parcela significativa de empresas públicas, é recomendado que, pelas suas características específicas e tendo em vista peculiaridades do momento atual do mercado de capitais brasileiro, o Governo considere a utilização da Ações Preferenciais Resgatáveis nos moldes estabelecidos para a nacionalização da Massey Perkins.

ABSTRACT

During the eighties, ten companies used an innovative device to raise long term funds in the Brazilian capital market. The innovation resulted from from financial needs at these companies and because there were no other was to obtain the money from the investors. The stock exchange was down and there weren't long term debt sources. The REDEEMABLE PREFERRED SHARES (RPS) came to fill in this gap.

In this work, we analyze the characteristics of the RPS in Brazil and in other markets. From the financial point of view, the key legal points as well as the necessary steps to issuing this instrument are examined.

Through field research with representative investors and ten studied cases, we tried to know why the RPS were not largely used. We came to the conclusion that although there are specific uses for the RPS, this instrument is very little known by the different agents, companies, financial institutions and institutional investors.

Last but not least, having in sight that the Brazilian government is trying to privatize a significative group of his public enterprises and, due to their specific characteristics and also the peculiarities of the Brazilian capital market, it is recommended that the Government take into consideration the use of the RPS as a mechanism to achieve its privatization goals, as was done in the case of the Massey Perkins nationalization.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	IV
RESUMO.....	V
ABSTRACT.....	VI
SUMÁRIO.....	VII
LISTA DE QUADROS E FIGURAS.....	VIII
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. OBJETIVOS.....	3
2.1. O Problema.....	3
2.2. Objetivos Gerais.....	4
2.3. Objetivos Específicos.....	4
3. METODOLOGIA.....	5
3.1. Revisão Bibliográfica.....	5
3.2. Pesquisa de Campo.....	6
3.3. Estudo dos Casos.....	7
4. A CRIAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS INOVADORES.....	9
5. O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E O MERCADO DE CAPI- TAIS BRASILEIRO.....	12
6. AS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS COMO FORMA INO- VADORA DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS.....	15
6.1. Características das Ações Resgatáveis.....	17
6.2. As Ações Preferenciais Resgatáveis na Litera- tura Mundial.....	32
6.3. Cuidados na Emissão de Ações Resgatáveis.....	36
7. POSSIBILIDADES DE USO DAS AÇÕES RESGATÁVEIS.....	41
7.1. A Experiência Internacional.....	46
8. AS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS NO MERCADO BRA- SILEIRO DE AÇÕES.....	50
8.1. Levantamento de Campo.....	50
8.2. Casos Brasileiros.....	56
9. CONCLUSÕES.....	66
10. BIBLIOGRAFIA.....	69

LISTA DE QUADROS E FIGURAS

Quadro I	- Resumo das operações de ações preferenciais resgatáveis no Brasil (1982 - 1989)	57
Figura 1	- Fluxo de caixa da empresa quando paga \$30 de dividendos	29
Figura 2	- Fluxo de caixa da empresa quando paga \$5 de dividendos	29
Figura 3	- Fluxo de caixa do investidor com recebimento de \$30 de dividendos	29
Figura 4	- Fluxo de caixa do investidor pessoa física com recebimento de \$5 de dividendos	29
Figura 5	- Fluxo de caixa do investidor pessoa jurídica com recebimento de \$5 de dividendos	30
Figura 6	- Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por debêntures	40
Figura 7	- Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por APR	40
Figura 8	- Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por debêntures sem benefício fiscal	40
Figura 9	- Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por debêntures	44
Figura 10	- Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por ações resgatáveis	44
Figura 11	- Fluxo de caixa para o investidor usando os incentivos fiscais do investimento em APR	44

1. INTRODUÇÃO

O estudo da Administração em nosso meio tem evoluído muito rapidamente e, devido aos meios eficientes de comunicação, diminui a diferença entre nós e o mundo desenvolvido.

Na área da Administração Financeira encontramos os gestores empresariais colocando em prática modernas técnicas para a solução dos problemas do dia a dia. Poderíamos dizer que o meio empresarial, nesta área, tem se antecipado às pesquisas das universidades e, ao propor soluções ao seu alcance, nos apresenta uma realidade muito dinâmica.

Neste contexto, este estudo contribui para preencher algumas lacunas existentes na utilização de instrumentos inovadores para a captação de recursos de médio e longo prazo das grandes empresas brasileiras.

O Brasil realizou um período de grande desenvolvimento econômico na década de 70 e início dos anos 80. Durante este período, a fonte de recursos geradora de nosso desenvolvimento foi o endividamento externo, de longo prazo e em dólares. Naquela época, os juros internacionais eram baixos e o mundo apresentava um período recessivo onde as oportunidades para a aplicação das poupanças internacionais apresentavam-se extremamente rarefeitas. Nosso país parecia não sofrer as consequências dos choques do aumento dos preços do petróleo e continuava a captar recursos e a financiar o seu parque industrial.

O empresariado fazia a opção de captar recursos via resolução 63, dólares a prazos de seis a dez anos, tornando a estrutura de capital das empresas cada vez mais alavancada, ao invés de captar recursos não onerosos junto ao mercado de capitais.

Quando houve o término da euforia interna e a realidade recessiva internacional alcançou as empresas aqui localizadas, o risco financeiro, consequência do alto grau de endividamento, era muito grande ocasionando muitas falências e concordatas.

É muito difícil dizer se a verdadeira causa da desestruturação do parque industrial foi a política governamental

ou a má gestão por parte do empresariado. Se o empresariado tivesse reconhecido, antecipadamente, o risco eminente de ruptura econômica poderia ter trocado as fontes de recursos onerosas por capital de risco não oneroso.

No momento seguinte, a ruptura foi caracterizada por uma queda das bolsas de valores e uma profunda desvalorização da cotação das ações e, em conseqüência, do valor das empresas. O mercado acionário tornou-se uma fonte de recursos proibitiva em termos dos custos da captação. Neste momento, apareceu um instrumento inovador chamado "ações preferenciais resgatáveis" como alternativa de captação de recursos.

Este estudo visa analisar o que são "Ações Preferenciais Resgatáveis" (APR) e a sua utilização por empresas brasileiras. O trabalho foi dividido em nove capítulos. Do primeiro constam os objetivos; o segundo capítulo apresenta a metodologia utilizada para desenvolver o trabalho; no terceiro são caracterizados instrumentos financeiros inovadores; no quarto capítulo são discutidos o financiamento das empresas e o mercado de ações brasileiro; no quinto capítulo são feitas a caracterização das ações preferenciais resgatáveis, uma discussão sobre as APR na literatura mundial e os cuidados na emissão destes títulos; no sexto, procura-se mostrar as possibilidades de uso das ações preferenciais resgatáveis no Brasil e a experiência internacional, enquanto que no sétimo capítulo é feito um mapeamento do mercado brasileiro para ações preferenciais resgatáveis através de um levantamento de campo e do estudo dos dez casos de emissão conhecidos. O oitavo capítulo apresenta as conclusões do estudo e o nono apresenta a bibliografia utilizada.

2. OBJETIVOS

2.1. O Problema

O Brasil é um país de alto risco econômico onde, durante um período qualquer de doze meses, encontramos alternados momentos de recessão e de expansão econômica. Este risco afeta diretamente a vida empresarial e traz como consequência o alto risco dos negócios.

Em consequência das características econômicas do Brasil, inexistente um mercado de recursos a longo prazo, exceção feita aos fundos governamentais, e a bolsa opera com volumes e valorização muito oscilantes. Como consequência, o preço das ações das companhias é, normalmente, muito baixo, quando comparado ao seu valor patrimonial. Nestas condições, a decisão de abrir o capital, ou mesmo buscar recursos não onerosos junto aos diversos investidores, é sempre muito difícil. Além disso, há que considerar que durante os períodos de baixa na bolsa, a emissão de ações é proibitiva, seja pela perda a ser enfrentada pelo controlador, seja pela total inexistência de banqueiros dispostos a garantir este tipo de operação.

Dentro deste contexto, é interessante ressaltar que durante os anos de 1982 e 1984, período de baixa das bolsas, surgiu um instrumento inovador para a captação de recursos: as ações preferenciais resgatáveis. Entretanto, depois daquelas experiências, nada mais foi feito a nível de captação de recursos no mercado de capitais com este instrumento.

Assim, a formulação do problema estudado assumiu a seguinte forma:

O que são ações preferenciais resgatáveis? Quais as suas principais características? Para que servem? Como usá-las? E por quê não são usadas no nosso mercado? Como foram utilizadas no Brasil? Com que resultado?

2.2. Objetivos Gerais

O estudo aqui desenvolvido visa contribuir para o conhecimento de uma das possibilidades inovadoras de captação de recursos de médio e longo prazo para as empresas de grande porte brasileiras.

Adicionalmente, espera-se que este estudo sirva de subsídio para facilitar a decisão do gestor financeiro e incentivar todos os participantes deste mercado a buscar novas soluções, tão necessárias à sobrevivência das empresas nestes momentos difíceis.

2.3. Objetivos Específicos

- a) estudar o que são ações preferenciais resgatáveis, suas características, suas vantagens, seus usos, os cuidados na emissão;
- b) analisar, junto aos diversos participantes do mercado de capitais brasileiro, por que este instrumento não é muito utilizado.

3. METODOLOGIA

A metodologia do estudo proposto está dividida em três partes:

- a) revisão bibliográfica;
- b) pesquisa de campo;
- c) estudo dos casos existentes.

3.1. Revisão Bibliográfica

O objetivo da revisão bibliográfica é a busca da teoria disponível sobre o assunto. A identificação do que é, e qual o uso dado para as ações resgatáveis, são encontrados na revisão bibliográfica.

A primeira fonte identificada foi a dos livros de texto de finanças, de investimentos e de mercado de capitais. A maioria da literatura é estrangeira e, portanto, traz a realidade destes países. Poucos livros são encontrados que tragam a realidade brasileira.

A segunda fonte foi a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, como órgão regulador do mercado de capitais normatiza também esta matéria.

A terceira fonte foi a jurídica. Como se trata de um instrumento de captação de recursos que está embasado na lei das sociedades anônimas, tivemos que buscar o embasamento jurídico mínimo para a sua implementação.

A quarta fonte foi a bibliografia estrangeira. Primeiramente, através do computador da biblioteca do Doutorado em Administração da New York University e depois pelo sistema online disponível na biblioteca central da UFRGS, DIALOG. A aplicação atual deste instrumento permitiu uma abertura de horizontes.

3.2. Pesquisa de Campo

Com o objetivo de averiguar o conhecimento existente e a conseqüente disposição para o investimento de recursos em ações resgatáveis, foi realizado um levantamento junto aos principais investidores do mercado de capitais brasileiro.

Deve ser ressaltado, no entanto, que devido às características especiais e específicas do fenômeno analisado, não foi mapeado o mercado como um todo e as pessoas entrevistadas não foram escolhidas aleatoriamente. Todas as entrevistas foram realizadas pessoalmente com os administradores responsáveis pelas decisões, pré-determinados em cada instituição selecionada. Foram ainda levados em consideração o tamanho da instituição e as suas características específicas, ou seja, localização, administração própria de recursos e postura frente ao investimento em ações.

No caso brasileiro, existem três grupos de investidores relevantes no mercado:

- a) Fundos de pensão ou fundações;
- b) Seguradoras, e;
- c) Instituições financeiras.

Fundos de pensão, ou fundações como também são conhecidos, são entidades de previdência privada que, através do recolhimento mensal de recursos, parte do próprio empregado, parte do empregador, administram uma massa de ativos com o objetivo de proporcionar uma complementação salarial para o empregado quando este vier a se aposentar. Estas entidades são investidores compulsórios de parte de suas reservas com o objetivo de garantir o patrimonio dos futuros beneficiários.

As companhias seguradoras são obrigados a investir no mínimo 25% e no máximo 50% das reservas não comprometidas em ações de companhias abertas, negociadas em bolsa de valores.

O terceiro grupo investidor/participante relevante é o grupo formado pelas instituições financeiras (bancos de investimento, corretoras, distribuidoras e bancos múltiplos). A relevância deste último grupo pode ser ressaltada pelos três papéis que desempenha:

- a) Papel de "underwriter". Toda a emissão pública primária de qualquer título, ações, debêntures ou híbridos, deve

ser, obrigatoriamente, coordenada por uma instituição financeira. O aconselhamento à empresa emissora é extremamente relevante, na medida em que a companhia não é, normalmente, conhecedora, especialmente no momento em questão, das possibilidades de captação de recursos no mercado de capitais.

b) Papel de administrador de recursos. No caso da administração de recursos de terceiros e próprios, seja em fundos mútuos de investimento, carteiras de recursos administradas, ou ainda como política de investimento de caixa para a própria instituição, o volume de recursos é muito grande.

c) Papel de corretor. As operações de compra e venda de ações no mercado secundário, bolsa de valores, devem ser intermediadas, obrigatoriamente, por uma corretora de valores e o "placing", colocação de ações numa emissão primária, é desenvolvido por estas instituições. Sabe-se também, embora seja muito difícil de ser medido, que o corretor exerce um papel de conselheiro junto ao tomador pessoa física.

No sub-capítulo 8.1. encontra-se uma descrição mais detalhada da amostra.

3.3. Estudo dos Casos

A experiência brasileira com ações resgatáveis é muito pequena. A ocorrência total de utilização deste tipo de ações é de dez casos, sendo nove emissões públicas em companhias abertas e uma emissão privada em sociedade anônima fechada (CPM Informática, 1989). É possível que existam outras emissões privadas, mas, tendo em vista a não obrigatoriedade da divulgação das informações em sociedades anônimas fechadas, o acesso a estas informações é extremamente difícil.

Os dados descritos abaixo foram obtidos junto às empresas emissoras, banqueiros das operações, instrução no. 13 da CVM e através da publicação das atas de assembleias nos jornais.

As emissões públicas foram:

- Standard Elétrica, 1982;
- Perdigão Alimentos, 1982;
- Perdigão Agro-industrial, 1982;

- Perdigão Indústria e Comércio, 1982;
- Polipropileno, 1982;
- Nitrocarbano, 1982;
- Hering Nordeste, 1982;
- Massey Perkins, 1984, e
- CPC - Companhia Petroquímica de Camaçari, 1984.

4. A CRIAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS INOVADORES

Porque novos instrumentos financeiros aparecem no mercado a cada momento? Qual o objetivo da criação de novos instrumentos financeiros? Quais são os instrumentos válidos?

KANE (1981, p.357) apresenta uma diferença clara entre invenção e inovação no meio financeiro. Invenção é o ato de encontrar novas formas de fazer coisas utilizáveis ou lucrativas, ou ainda, maneiras mais baratas e eficientes de fazê-las. Inovação é o ato de por em prática uma invenção. Invenção é uma descoberta científica ou técnica; inovação é a implementação de uma decisão administrativa. Ele afirma ainda que, antes que uma invenção possa ser utilizada comercialmente, as oportunidades que se apresentam devem oferecer suficientes lucros, após impostos, de tal forma que ultrapassem o custo de movimentar a inércia institucional e a resistência dos empregados e gestores associadas à mudança dos hábitos costumeiros de fazer as coisas.

MILLER (1986, p.460) argumenta que a regulamentação e os impostos foram os maiores responsáveis pela inovação nos instrumentos financeiros existentes durante os últimos 20 anos. Ele descreve as inovações financeiras como "aperfeiçoamentos imprevisíveis" resultante das modificações inesperadas da regulação e das regras dos impostos diversos.

Ao discutir a questão da regulação, KANE (1984, p.765), diz existir uma "dialética regulamentadora", isto é, um processo cíclico no qual forças opostas em torno de uma nova regulamentação se adaptam continuamente.

SILBER (1983, p.89) caracteriza os instrumentos financeiros inovadores e os processos criativos como uma tentativa por parte das empresas, de modo geral, para diminuir as restrições financeiras que lhes são impostas. As empresas maximizam a utilidade quando sujeitas a restrições, sendo que algumas das restrições impostas pela regulamentação governamental acarretam uma contrapartida pelo mercado ou pela própria empresa. A atividade inovadora responde, então, aos impulsos econômicos, o que aumenta o custo de se amoldar às restrições. Por sua vez, o

aumento do custo conseqüente estimula a atividade inovadora com o objetivo de diminuir a restrição e reduzir o custo de adesão.

VAN HORNE (1985, p.629) argumenta que para um novo instrumento financeiro ou processo ser realmente inovador, ele tem que possibilitar ao mercado uma operação mais eficiente ou fazê-la mais completa. Se os mercados financeiros forem perfeitos e completos não haverá possibilidade de inovação. Maior eficiência pode ser obtida com a redução dos custos de transação ou pela redução do diferencial dos impostos. O mercado financeiro pode ser mais completo se desenhar um instrumento financeiro inovador cujo retorno após impostos não possa ser obtido por nenhuma combinação dos instrumentos já existentes.✕

FINNERTY (1988, p.16) sugere que os fatores responsáveis pela inovação dos instrumentos financeiros podem ser classificados em onze categorias, quais sejam: a) assimetria de impostos que pode ser explorada com o objetivo de proporcionar a redução de impostos para uma ou ambas as partes envolvidas na transação, sem criar passivos fiscais para nenhuma delas; b) custos de transação; c) custos de agência; d) oportunidades de reduzir ou de realocar o risco para um parceiro menos avesso ao risco ou disposto a operar com um menor retorno para o mesmo risco; e) oportunidades de aumentar a liquidez de algum ativo; f) modificação de um regulamento ou da legislação; g) nível e volatilidade das taxas de juros; h) trabalho acadêmico que resulte em um avanço na teoria ou que permita um melhor entendimento da relação risco/retorno dos títulos existentes; i) benefícios contábeis que resultem na maior riqueza dos acionistas; j) avanços tecnológicos.

Ao discutir a questão da inovação nas ações, SHAPIRO (1986, p.8) afirma que esse procedimento tem por objetivo desenvolver mecanismos que possibilitem o financiamento a valores presentes líquidos positivos.

FINNERTY (1987, p.17) desenvolveu uma estrutura analítica que indica as três principais fontes de aumento do valor através da inovação financeira para as ações: a) artifícios que reálocam ou reduzem o risco e, por conseqüência, o retorno esperado; b) características que reduzam os custos de emissão; e c) artifícios que criem arbitragem fiscal entre o emissor e o investidor,

repassando o custo para o Estado.

WESTON e COPELAND (1986, p.805) ao discutirem os porquês de uma empresa ter diversos tipos de títulos, afirmam que isto se deve ao fato de os investidores apresentarem diferentes preferências na relação risco/retorno; então, quanto mais diversas forem as possibilidades oferecidas aos investidores, menor pode ser o custo do capital da empresa, maximizando, assim, a riqueza dos seus acionistas.

5. O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A necessidade de recursos de longo prazo por parte das empresas se origina da vontade de seus acionistas de fazer seu negócio crescer. Caso existam investimentos passíveis de ser realizados, cuja taxa de retorno seja superior ao custo de capital da empresa e com um risco compatível, a maximização da riqueza dos acionistas será realizada.

Os fundos necessários para o crescimento serão uma função direta da velocidade de crescimento a ser realizada pela administração da empresa. Caso seja desejado um crescimento lento, a geração interna de recursos será suficiente para fazer frente aos investimentos necessários. Este modelo é encontrado durante os primeiros anos de uma empresa, onde o controlador exerce o papel de administrador do negócio.

Em empresas com baixa geração interna de recursos, comparados aos desejos de investimento, faz-se necessário buscar fontes externas para realizar o crescimento. Na busca externa de financiamento encontramos dois tipos básicos de recursos: as dívidas e o capital. As dívidas são recursos onerosos, a um custo fixo denominado juros, com um prazo pré-determinado para o repagamento, e com a possibilidade de exigir por parte do doador dos recursos garantias adicionais ao patrimônio da companhia. O capital é um recurso de um sócio, antigo ou novo, que deseja partilhar os lucros futuros da empresa e, para tanto, assume também os riscos inerentes.

A decisão de buscar dívida ou capital está associada diretamente aos conceitos de risco e retorno para os atuais acionistas. A dívida aumenta o risco financeiro da empresa e, em contrapartida, possibilita uma maior alavancagem financeira, gerando um maior lucro por ação aos acionistas quando o investimento apresentar taxas de retorno positivas em relação ao custo da dívida. O capital apresenta um menor risco para os atuais acionistas e compartilha os lucros futuros com os novos acionistas, resultando num número maior de ações em circulação e

um menor lucro por ação em comparação às dívidas.

No Brasil, encontramos uma situação bastante mais difícil. Os recursos de longo prazo na forma de empréstimos são muito escassos. A fonte de obtenção destes recursos tem sido o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), em sua carteira própria ou repassando recursos ao sistema financeiro através de uma de suas linhas de crédito. As demais linhas de longo prazo, entendendo-se que longo prazo seja qualquer recurso com prazo superior a um ano para repagamento do principal, praticamente inexistem depois de ter começado a crise do pagamento da dívida externa brasileira com o sistema financeiro internacional na metade da década de 80.

As debêntures, que são títulos de dívida emitidos pela própria empresa, consideradas títulos de longo prazo, passaram a ser de curto prazo no momento em que o mercado de capitais percebeu o risco inerente às operações de prazo maior e criou a instituição da repactuação, onde a empresa se compromete a recomprar a dívida, caso não acorde com os debenturistas um novo período de repactuação e uma taxa de juros para este período.

O capital adicional a ser obtido por uma empresa sofre as conseqüências diretas de uma bolsa de valores com baixa liquidez e alto risco econômico, resultando, historicamente, em preços de mercado muito abaixo dos valores patrimoniais das ações, ou seja, a captação de recursos via mercado de ações é uma decisão muito delicada para o controlador pois ele irá captar recursos abaixo do valor patrimonial para aplicá-los a valor patrimonial na compra de máquinas e equipamentos, resultando na sua diluição instantânea.

A legislação brasileira para o mercado de capitais está baseada na Lei nº 6.404 de 7 de dezembro de 1976, onde é permitido às empresas a emissão de até um total de 2/3 do capital total na forma de ações não votantes. Estas ações são chamadas de ações preferenciais, diferentemente das votantes que são chamadas de ordinárias, e normalmente compartilham os dividendos em iguais valores com as ordinárias. É possível a existência de mais de uma classe de ações preferenciais, o que é vedado para as ordinárias, resultando em características distintas quanto aos dividendos e, em alguns casos, quanto ao direito de voto. Todas as

características devem estar expressas no estatuto social da companhia.

Nas bolsas de valores encontramos liquidez para as ações preferenciais e não para as ordinárias. A preferência das preferenciais está no dividendo, o que na realidade não ocorre, pois o lucro, normalmente, é partilhado em proporções iguais entre as diversas classes de ações. O direito de voto das ordinárias, o que deveria expressar o preço mais alto na cotação de mercado, não tem passado de efeito simbólico porque o controle da maioria, 51% das ações com direito a voto, está geralmente localizado em um bloco de acionistas que votam em conjunto fazendo com que as demais votantes não tenham voz representativa.

Apesar das inúmeras dificuldades encontradas pelos empresários na busca de recursos para financiar o crescimento das empresas, encontramos alguns grupos que conseguiram, através da criatividade, encontrar instrumentos e procedimentos inovadores para alcançar seus objetivos mantendo o risco e os retornos satisfatórios.

6. AS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS COMO FORMA INOVADORA DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Segundo CASAGRANDE NETO (1985, p.55), as "ações resgatáveis" constituem uma das três classes de ações, sendo a sua classificação de acordo com a natureza dos direitos e vantagens que outorgam aos seus possuidores. No dizer do autor,

"as ações resgatáveis são parecidas com as debêntures conversíveis, pois oferecem remuneração fixa ao longo de determinado período e podem ser transformadas em ações ordinárias e preferenciais (de acordo com a escritura de emissão, através de uma fórmula pré-estabelecida)."

Já segundo OLIVEIRA (1991, p.149), as ações podem ser classificadas quanto à espécie, sendo uma delas as preferenciais e, dentro deste grupo, as preferenciais resgatáveis, com as seguintes características:

- "a) podem ser convertidas em preferenciais não resgatáveis, o que é assegurado ao seu possuidor até determinada data especificada para este fim;*
- b) em não sendo convertidas, podem ser resgatadas pela empresa emissora, que pagará o preço de subscrição mais juros (nominais), que lhe sejam devidos;*
- c) os dividendos, que são iguais aos das ações não-resgatáveis, serão deduzidos do valor de resgate."*

Por outro lado, é importante ressaltar que a legislação brasileira estabelece o resgate como uma possibilidade a todas as ações, como é determinado no Artigo 44 da Lei 6.404/76:

"O estatuto, ou a assembléia geral extraordinária, pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate, ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.

1 - O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com a redução ou não do capital social; mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes."

Em princípio, toda e qualquer ação pode ser resgatada a qualquer momento, bastando para isto uma decisão da assembléia. No caso das ordinárias, no entanto, embora legalmente isso seja permitido, ao serem resgatadas deve haver o cuidado de cumprir o estabelecido pela regra de emissão de ações de no máximo 2/3 de preferenciais para 1/3 de ordinárias; o seu resgate total não é possível, pois não existe companhia aberta sem ações ordinárias.

Outra possibilidade, citada no artigo acima e no artigo 19 da mesma lei, é a previsão do resgate já no nascimento de determinada classe de ação preferencial; esse tipo de ação será, a partir deste momento, considerada como "Ação Resgatável". Deve ser ressaltado, no entanto, que nas companhias abertas isto só se verifica em relação às ações preferenciais, pois, conforme estabelecem os artigos 15 e 16 da Lei nº 6.404/76, não é permitido mais do que uma classe de ações ordinárias, uma vez que o uso desta prerrogativa resultaria na extinção das mesmas.

Conforme parecer da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Revista CVM, 1(3):19-33, set/dez 1983), é possível designar de resgate compulsório aquele previsto desde a emissão da ação e pelo qual a companhia se obriga, desde que tenha fundos para tanto, a resgatar uma determinada classe com esta finalidade.

A literatura financeira americana trata a ação resgatável como uma possibilidade, uma opção da empresa emissora, ou seja, uma variação da ação preferencial. Note-se que isto se deve, em boa parte, ao caráter diferenciado das ações preferenciais americanas em relação às brasileiras. Aqui tem-se, na quase totalidade dos casos, ações preferenciais que partilham o lucro, dividendo pago aos acionistas, em condições iguais às das ações ordinárias. Nos Estados Unidos, conforme explicam ARCHER, CHOATE e RACETTE (1979, p.99) as ações preferenciais recebem dividendos fixos e diferentes das ordinárias.

A literatura inglesa, conforme SAMUELS e WILKES (1975, p.74) aponta a existência do termo "*redeemable preference shares*" para a designação de ações resgatáveis. Constata-se ainda a existência de uma definição de '*híbrido*' para as ações preferenciais resgatáveis, como apresentam BIERMAN e SMIDT (1986, p.400) e LEVY e SARMAT (1988, p.332); estes autores sustentam que tal tipo

de ação não é na realidade uma ação, pois comporta-se como dívida, mas também não é uma dívida, pois tem obrigações como capital.

Neste estudo, então, serão examinadas as características, os pontos fortes e os fracos, as comparações com dívidas e com ações preferenciais normais, os usos e as poucas experiências brasileiras das ações preferenciais com resgate compulsório, assim definidas as ações resgatáveis, ou ainda, "*redeemable preference shares*".

6.1. Características das Ações Preferenciais Resgatáveis

O equilíbrio entre os captadores e os aplicadores de recursos possibilita à empresa encontrar a fonte adequada de financiamento. O instrumento de captação será tanto melhor, quanto maior público investidor conseguir atrair, entendendo-se que, quanto maior for a massa de recursos disponíveis para adquirir este instrumento, maior será o seu "sucesso". "Sucesso" será a captação dos recursos dentro das melhores condições de mercado, naquele momento, a um volume, custo, risco e prazo mais adequados para a empresa captadora. Esta situação mostra claramente que o estudo individualizado das principais características de um instrumento de captação de recursos é um ponto fundamental para a aplicação do mesmo.

6.1.1. Preço de Emissão

O preço de emissão de uma ação preferencial resgatável deve ser regido pela regra geral constante do Art. nº 170, parágrafo 1º, da Lei 6.404 de 15/12/76:

"§ 1º - O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las."

Tendo em vista que a ação resgatável tem por conceito global um valor de emissão pago no momento da subscrição e um valor de resgate determinado hoje a ser pago numa data futura, qualquer que seja o valor definido como preço de subscrição, desde que atenda às exigências legais, ele será adequado. Cabe lembrar, entretanto, que este valor, como é visto a seguir, sofrerá condicionantes da eventual prerrogativa de conversão em ações não resgatáveis e das necessidades de fundos para resgate.

Na prática, verifica-se que o estabelecimento de um preço fixo de subscrição, em momentos altamente inflacionários, é muito desfavorável ao acionista atual no exercício do seu direito de preferência. Tomando-se como base que parte do atrativo ao subscritor é a diferença entre o preço de subscrição e o preço de resgate da ação, o acionista atual, ao exercer o seu direito de preferência, paga o preço igual num período de tempo anterior ao novo acionista oriundo da colocação pública, que acontece alguns dias mais tarde, reduzindo a sua rentabilidade. Isto acontece porque o tempo mínimo entre o último dia do direito de preferência e o primeiro da colocação pública é estabelecido em função da contagem de sobras, da aprovação da operação junto à CVM e da publicação do aviso de início de colocação pública, dificilmente inferior a uma semana.

Este problema pode ser solucionado das seguintes maneiras:

1) aplicação de preços diferenciados entre o direito de preferência e a colocação pública, como pode ser observado nas emissões do grupo Perdigão que apresentam esta característica. Esta diferença entre os distintos preços de subscrição é a expectativa de inflação para o período entre as integralizações. Esta situação pode ser demonstrada através da seguinte fórmula:

$$PS_2 = PS_1 (1 + k) \quad (1)$$

onde:

PS_2 = Preço de subscrição na colocação pública;

PS_1 = Preço de subscrição no direito de preferência; e

k = expectativa de inflação para o período entre o exercício do direito de preferência e a colocação pública.

2) preço de subscrição em BTNF, ou outro indexador. A CVM só permite a indexação do preço de subscrição quando o parâmetro utilizado para a formação do preço é o valor patrimonial. A partir do Plano Collor II, de 1º de fevereiro de 1991, com a proibição do emprego dos indexadores até o momento utilizados e sem nenhum caso apresentado junto a CVM sobre a possibilidade de indexação do preço de subscrição, esta possível solução fica em suspenso;

3) durante o direito de preferência, os atuais acionistas pagam apenas um valor simbólico e o restante da integralização acontece na mesma data em que os subscritores oriundos da subscrição pública integralizam, como foi feito na emissão da Polipropileno. O preço de subscrição será formado pela soma das duas parcelas, valor simbólico e o restante da integralização, como exprime a fórmula abaixo:

$$PS = A + I \quad (2)$$

onde:

PS = Preço de subscrição;

A = Valor simbólico pago no direito de preferência; e

I = Integralização.

4) exclusão do direito de preferência. Conforme o artigo 172 da Lei nº 6.404 de 15/12/76, uma das possibilidades de exclusão do direito de preferência para os antigos acionistas na subscrição de ações é quando constar no estatuto social da companhia tal possibilidade e a colocação for feita por subscrição pública. Esta não seria uma solução para o problema, mas sim, a sua eliminação, pois haveria somente um preço e este ocorreria na colocação pública.

Todas as possibilidades citadas acima devem ser cuidadosamente analisadas na sua execução com o objetivo de minimizar os eventuais prejuízos a todos os elementos integrantes do projeto.

Outro elemento importante na definição do preço de emissão é

o ágio decorrente da diferença entre este preço e o valor nominal contábil da ação, assim definido na fórmula abaixo:

$$PS = VNA + A \quad (3)$$

sendo:

PS = Preço de Subscrição;

VNA = Valor Nominal da Ação; e

A = Ágio.

A existência de ágio gera um maior volume de reservas passíveis de utilização, quando do resgate, diminuindo a possibilidade de redução do capital social e suas consequências tributárias danosas aos acionistas como pode ser observado mais adiante nas discussões sobre os fundos para o resgate.

6.1.2. Valor de Resgate

O valor de resgate é o valor pelo qual será resgatada a ação resgatável, no momento marcado para tal. Enquanto TEIXEIRA e GUERREIRO (1979, p.255) afirmam que o valor deve se aproximar o máximo possível do valor real, por exemplo, o valor de mercado à época, para CARVALHOSA (1977, p.226) o valor de resgate deve ser no mínimo igual ao valor obtido na fixação do preço de emissão. Já a CVM, através do seu parecer (op. cit.), entende que:

"O valor do resgate compulsório, por ser pré-estabelecido, não deve dar margem a discussões, pelo menos por parte dos acionistas portadores das ações resgatáveis, posto que a fixação deste valor já era conhecida por todos que subscreveram a emissão. O mesmo não é verdadeiro, entretanto, para os demais acionistas da companhia que podem não concordar com o valor fixado. Não seria equânime, por exemplo, a fixação de um valor de resgate excessivamente alto, porque, embora o resgate só se opere quando a empresa possui lucros ou reservas, parte destes será consumida no pagamento do resgate, e não seria razoável que os acionistas remanescentes arcassem com tal ônus.

Por este motivo, embora a Lei não tenha estabelecido qualquer critério a respeito, a empresa deverá escolher um que guarde correlação com o preço de emissão."

O valor de resgate, portanto, deve ser claramente expresso e deve guardar correlação com o preço de emissão. Duas emissões brasileiras, Nitrocarbano e Hering Nordeste, ambas coordenadas pelo Unibanco, utilizaram maneiras descritivas para fixar o valor de resgate.

A Nitrocarbano estabeleceu, conforme prospecto preliminar de emissão, o seguinte:

"Resgate das ações em 30/06/85 pelo seu valor nominal aprovado pela AGO que aprovar as contas e os resultados do exercício social, que imediatamente anteceder ao que ocorrer o resgate após o quê, será corrigido monetariamente até o mês em que ocorrer o resgate. O valor obtido será ajustado pelas bonificações, exceto as provenientes da capitalização da reserva de ágio da subscrição das próprias ações preferenciais "C" e da eventual capitalização da reserva de correção monetária do capital, com emissão de novas ações."

O valor de resgate é claro e a rentabilidade das ações preferenciais resgatáveis da Nitrocarbano é diretamente proporcional ao incremento do valor nominal das ações. Por outro lado, não fica garantido que o valor de resgate será maior ou igual ao valor de subscrição, corrigido monetariamente até a data de resgate.

A Hering Nordeste colocou o valor de resgate da seguinte forma, como consta no prospecto preliminar de emissão:

"Resgate das ações em 15/02/86 pelo seu valor nominal apurado contabilmente em 31/01/85, acrescido da reserva de correção monetária de capital do exercício findo em 31/01/86, sendo assegurado um complemento que supra uma eventual insuficiência do valor de resgate em relação ao de subscrição, monetariamente corrigido pela variação das ORTN."

O valor de resgate das ações da Hering Nordeste é claro e garante, no mínimo, o valor de subscrição, corrigido monetariamente até a data de resgate.

Embora as formas descritivas para a determinação do valor de resgate possam ser claras, a preferência por uma fórmula de

resgate faz com que o resgate seja inequívoco. A fórmula básica utilizada estabelece que o valor de resgate será o valor futuro da diferença entre o valor de subscrição e os eventuais dividendos pagos durante o período, todos corrigidos monetariamente e considerando-se um valor de remuneração adicional. Quando se considera o valor de resgate unitário deve-se ajustar as bonificações dadas durante o período. Assim,

$$VR = \frac{VS \cdot (1 + X)^{tn} \cdot dn - \sum_{0}^n Dm \cdot (1 + X)^{tm} \cdot dm}{1 + B} \quad (4)$$

onde:

VR = valor de resgate unitário;

VS = valor da subscrição unitário;

X = juros remuneratórios, em decimais;

tn = tempo decorrido entre a data do efetivo recebimento da subscrição e a data do resgate, expresso em anos, podendo ser fracionado;

dn = valor que expresse a inflação entre a data do resgate e a data do recebimento da subscrição. Este deve ser expresso pela relação entre dois momentos do mesmo índice a ser tomado como medidor da inflação para o período;

Dm = valor unitário dos dividendos distribuídos;

tm = tempo decorrido entre a data da efetiva distribuição de cada um dos dividendos e a do resgate, expresso em anos, podendo ser fracionado;

dm = valor que expresse a inflação entre a data do resgate e a data de cada efetivo recebimento de dividendos. Este deve ser expresso pela relação entre dois momentos do mesmo índice a ser tomado como medidor da inflação para o período;

B = fração decimal, que expressa as bonificações, ou desdobramentos de ações ocorridas.

A indexação inflacionária deve seguir a legislação específica no momento da emissão. As emissões antes do Plano

Collor II, em fevereiro de 1991, utilizavam diversos índices e até mesmo uma cesta destes, que com a entrada do plano foram revogados gerando turbulência no mercado secundário e nas repactuações.

A Standard Elétrica, tendo sido a primeira experiência brasileira, foi responsável pela introdução da fórmula expressa por:

$$VR = \frac{VS \cdot 1,10^{tn} \cdot dn - \sum_0^n Dm \cdot 1,10^{tm} \cdot dm}{QS - QB} \quad (5)$$

onde:

VR = valor unitário de resgate;

VS = valor global da subscrição;

tn = tempo decorrido entre a data do efetivo recebimento da subscrição e a data do resgate, expresso em anos, podendo ser fracionado;

dn = relação entre o valor das ORTN's na data do resgate e a data do recebimento da subscrição;

Dm = valor global dos dividendos distribuídos, por ação;

tm = tempo decorrido entre a data da efetiva distribuição de cada um dos dividendos e a do resgate, expresso em anos, podendo ser fracionado;

dm = relação entre o valor das ORTN's na data do resgate e na data da efetiva distribuição dos dividendos;

QS = quantidade de ações subscritas;

QB = quantidade de ações bonificadas.

O valor 1,10, na fórmula (5), representam os juros remuneratórios do investidor, expresso por "X" na fórmula (4). A expressão "QS - QB", apresenta-se erroneamente, pois sua intenção era possibilitar o ajuste para as bonificações, o que não acontece.

Nas três emissões do Grupo Perdigão, Ind e Com, Agro e Alimentos e na Polipropileno, a expressão "QS - QB", da fórmula (5),

passou a ser "QS + QB", eliminando, assim, o equívoco anterior.

Nas operações Massey e CPC, houve um refinamento matemático e a busca de maior clareza para a fórmula. O valor de subscrição e os dividendos recebidos são expressos unitariamente e a expressão "QS + QB", que não deixava clara a possibilidade do exercício de preferência na subscrição de novas ações por parte do possuidor de ações resgatáveis, é substituída por "1 + B", sendo "B" a fração decimal que expressa as bonificações ou desdobramentos de ações ocorridas, calculada até a quinta casa decimal.

A CPM Informática utilizou outra fórmula, que não guarda relação com as demais:

$$VR = \frac{25,202171 \text{ BTNF's} - \sum [DM \cdot (1,18)^{tm} \cdot (1+B)]}{(1+B) \cdot (1,18)^m} \quad (6)$$

onde:

VR = valor unitário de resgate em BTNF;

DM = valor dos dividendos distribuídos por ação, em BTNF, sendo os primeiros denominados D1, os segundos D2, e assim por diante, até os últimos anos do Resgate, denominados DM;

tm = tempo decorrido em anos entre a data da efetiva distribuição de cada uma das atividades e a data estipulada para o resgate (31.01.1994), devendo ser consideradas as frações de ano até a sexta casa decimal;

B = fração decimal que expressa as bonificações ou desdobramentos de ações ocorridos até cada momento (dividendos ou resgate);

m = tempo a decorrer ou decorrido em anos, entre a data do efetivo resgate e a data estipulada para o resgate. Ocorrendo resgate após a data estipulada, deve ser assumido como número negativo.

A fórmula apresenta uma concepção diferenciada. Os valores são expressos em BTNF's, o que evita a necessidade de expressar a correção monetária. O valor 25,202171 é o valor final de resgate já com a rentabilidade embutida e os dividendos são descontados a

uma taxa de 18% ao ano. No numerador encontramos a expressão $(1,18)^m$, que é o ajuste necessário caso o resgate seja feito antes do prazo final na mesma taxa de 18% ao ano. A fórmula é falha, pois não deixa explícita a relação do valor de resgate com o preço de emissão das ações.

O exame da legislação fiscal nos apresenta as consequências tributárias. Pelo Regulamento do Imposto de Renda, Seção IV, Subseção III, Art. nº 377 - Restituição de Capital após a Capitalização, verifica-se que o valor de resgate será tributável, na declaração ou na fonte, se a pessoa jurídica resgatante, nos cinco anos anteriores à redução, tiver realizado a incorporação de lucros, ou reservas. Esta determinação tributária cria a dificuldade de realização da prerrogativa de redução do capital social para o resgate de ações, se o público investidor for pessoa física ou fundo de investimento, sendo indiferente no caso de pessoa jurídica ou fundo de pensão.

6.1.3. Fundos para o Resgate

A legislação societária, artigos 44, § 1º, e 200 da Lei 6.404/76, estabelece que os fundos disponíveis para resgate serão originados nas reservas e lucros da Companhia, podendo existir uma reserva de destinação explícita para o resgate de ações, se for fixada no estatuto social da empresa, ou que as demais reservas poderão ser utilizadas com o mesmo fim, exceção feita para a Reserva Legal, conforme dita o § 2º, do art. 193, da Lei 6.404/76. A vedação do uso da Reserva Legal para o resgate de ações pode ser evitada quando a AGE da empresa resolver capitalizar a reserva e utilizar estes fundos na redução do capital social, se for o caso. Ainda, conforme o § 1º do art. 44 dessa mesma lei, pode haver a utilização do próprio capital social da Companhia com o objetivo de resgate de ações.

Conforme FISCHER e JORDAN (1991, p.392), a existência de fundos para resgate na emissão de debêntures, o que também é válido para as ações preferenciais resgatáveis, aumenta a garantia de recompra para o acionista porque os fundos para tal já estão reservados. Por outro lado, MONTEZANO (1983, p.60) lembra que o volume financeiro de resgate é uma limitação

importante caso este, no momento do resgate, seja grande em relação ao tamanho da empresa; isto quer dizer que o resgate pode gerar a conseqüente descapitalização da empresa, o que pode ter resultados muito negativos.

A existência de ágio na subscrição, conforme citado anteriormente, gera uma reserva de capital que poderá ser utilizada como fundo adicional de resgate. A determinação do preço de subscrição, levando em conta este fator, irá diminuir o risco da falta de fundos para resgate, como fez a Polipropileno na sua emissão.

A CVM exige que conste a possibilidade da redução do capital sempre que as ações preferenciais resgatáveis forem inconversíveis em outra classe de ações, com o objetivo de não reter um acionista resgatável na companhia indefinidamente, sendo a emissão da Polipropileno um exemplo.

O tamanho do fundo especial para o resgate das ações resgatáveis varia de empresa para empresa, em função do valor total emitido e da previsão de fundos disponíveis para resgate, como pode ser visto nos seguintes exemplos:

- Grupo Perdigão e Standard - 20% do Lucro Líquido;
- Polipropileno e CPC - 10% do Lucro Líquido;
- Nitrocarbono - 5% do Lucro Líquido;
- Massey - 18% do Lucro Líquido, e;
- CPM - 95% do Lucro Líquido.

6.1.4. Forma de Resgate

O resgate das ações preferenciais resgatáveis é compulsório para o acionista detentor, exceção feita quando existe a prerrogativa de conversão em outras ações. Na data do resgate, a empresa, caso tenha fundos para tal, compra e o acionista é obrigado a vender para resgate as suas ações, conforme esclarece LIMA (1991, p.57).

Com ou sem redução do capital social, as ações preferenciais resgatáveis ao serem resgatadas gerarão a conseqüente redução do número de ações da companhia. Conforme o § 4º do art. 44 da Lei nº 6.404/76, caso não haja fundos suficientes para a realização total do resgate a companhia deve fazer um sorteio conforme

previsão estatutária.

As determinações fiscais estabelecidas pelo Decreto-Lei nº 1.510/76 de que o resgate das ações de pessoas físicas implicaria na tributação da diferença entre o preço de subscrição e o valor de resgate, levou o mercado a propor a realização de uma oferta pública de compra de ações em bolsa de valores por uma empresa, a própria, a empresa controladora, ou ainda um banco, o que evitaria este imposto, pois naquela época as operações em bolsa eram isentas de tributação; este procedimento foi levado a efeito pelas empresas Perdigão, Nitrocarbono, CPC, Hering Nordeste e Polipropileno. Ainda assim, muito cuidado era necessário, pois a existência de ações em quantidades superiores a 5% do capital social em tesouraria da própria empresa é vedada, conforme determina a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, que dispõe sobre a aquisição por companhias abertas, de ações de sua própria emissão para cancelamento ou permanência em tesouraria e respectiva alienação.

Após o Plano Brasil Novo, de março de 1990, e portanto em vigor para o exercício fiscal de 1991, e ainda conforme o que prescreve a Instrução Normativa Receita Federal nº004, de 14 de janeiro de 1991, os ganhos em bolsa são tributados à base de 25% sobre a diferença positiva entre o preço de compra corrigido monetariamente e o preço de venda tornando-se inócuo o artifício de oferta pública via bolsa de valores.

6.1.5. Dividendos

Os dividendos das ações preferenciais resgatáveis podem apresentar as mesmas condições dos dividendos das demais ações da companhia e devem ser estabelecidos juntamente com as demais características destas ações, quando da criação desta classe, devendo constar no estatuto social da empresa.

Dividendos diferentes serão uma diferenciação entre classes de ações preferenciais e este instrumento pode ser necessário para possibilitar a criação de ações resgatáveis, já que a resgatabilidade não é considerada característica diferenciadora. Um exemplo deste caso foi a emissão da Companhia Petroquímica Camaçari (CPC), onde as ações resgatáveis, preferenciais B,

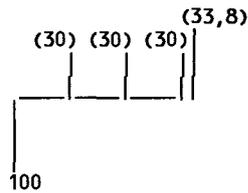
apresentaram um dividendo mínimo, não cumulativo, de Cr\$ 1,00 (um cruzeiro).

A política de dividendos para esta classe de ações deve ser examinada à luz da tributação vigente, no momento da existência das mesmas. Para o exercício de 1991, há uma tributação de 8% sobre os lucros a distribuir, e nenhuma tributação para o detentor das ações. Isto sugere que a melhor política para a maximização dos retornos dos acionistas e o conseqüente aumento da atratividade do papel é um alto pagamento de dividendos e a tendência do valor de resgate ser zero; assim, a tributação total ficaria restrita ao imposto sobre o lucro a distribuir.

Para melhor ilustrar este argumento considere-se o seguinte exemplo fictício:

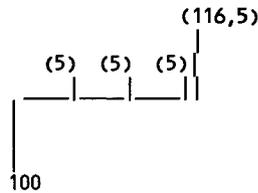
A empresa ABC emite ações preferenciais resgatáveis, cujo valor unitário de emissão é \$100, com resgate marcado para daqui a três anos, a uma taxa de remuneração de 10% ao ano. A previsão de lucro líquido, antes do imposto de renda sobre lucros a distribuir para os próximos três exercícios sociais é de \$57 por exercício, sendo que o exercício social coincide com o ano fiscal. Consideram-se duas hipóteses de pagamento de dividendos: 1) três dividendos iguais de \$30 e 2) três dividendos iguais de \$5.

Para a empresa, o pagamento de valores diferentes de dividendos é indiferente sob a ótica fiscal. Na Figura 1, temos o pagamento de dividendos de \$30 e na Figura 2 o pagamento de dividendos de \$5, em ambos os casos o custo da fonte não se altera, sendo de 10% ao ano. Cabe lembrar que a análise do fluxo de caixa e da manutenção de fundos a baixo custo (custo de 10% no nosso exemplo) faz com que, talvez, o baixo pagamento de dividendos seja mais vantajoso.



$i = 10\% \text{ a.a.}$

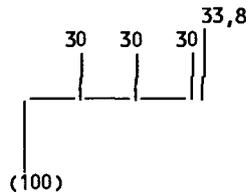
Figura 1 - Fluxo de caixa da empresa quando paga \$30 de dividendos.



$i = 10\% \text{ a.a.}$

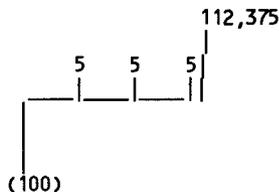
Figura 2 - Fluxo de caixa da empresa quando paga \$5 de dividendos.

O investidor sofre a influência do imposto de renda no momento do resgate. As pessoas físicas têm uma tributação de 25% e as pessoas jurídicas, na declaração anual, de no mínimo 35% na diferença entre o preço de subscrição corrigido monetariamente e o de venda. Estes reflexos são vistos abaixo.



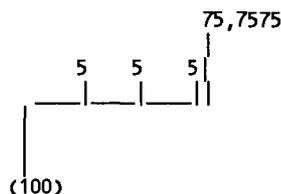
$i_1 = 10\% \text{ a.a.}$

Figura 3 - Fluxo de caixa do investidor com recebimento de \$30 de dividendos.



$i_2 = 8,783\% \text{ a.a.}$

Figura 4 - Fluxo de caixa do investidor pessoa física com recebimento de \$5 de dividendos.



$$i_3 = -3,3583\% \text{ a.a.}$$

Figura 5 - Fluxo de caixa do investidor pessoa jurídica com recebimento de \$5 de dividendos.

Na Figura 3, temos o pagamento de \$30 de dividendos; como o valor de resgate é inferior ao valor de subscrição não há tributação no resgate, sendo que a taxa de retorno, tanto para os investidores pessoa física como para os pessoa jurídica, é a mesma de 10% ao ano. Na Figura 4, temos o pagamento de \$5 de dividendos, para um investidor pessoa física, e o valor de resgate sofre a tributação de 25% sobre o ganho de \$16,5, o que o reduz de \$116,5 para \$112,375, resultando numa taxa de retorno de 8,783% ao ano. Na Figura 5, temos o pagamento de \$5 de dividendo, para um investidor pessoa jurídica, e o valor de resgate sofre a tributação de 35%, no mínimo, caso esta empresa tenha apresentado lucro apurado no balanço anual, o que o reduz de \$116,5 para \$75,7575, resultando numa taxa de retorno de -3,3583% ao ano.

Ao se comparar as diversas taxas de retorno, i_1 , i_2 , e i_3 , verifica-se que para as pessoas físicas a rentabilidade esperada cai de 10% ao ano para 8,783% ao ano e para a pessoa jurídica dos mesmos 10% ao ano para -3,3583% ao ano devido à tributação que incide sobre os ganhos de capital.

6.1.6. Conversibilidade em Ações Comuns

A conversibilidade em ações comuns, ordinárias e/ou preferenciais, é uma possibilidade que deve estar claramente definida no estatuto social da empresa, em termos de: tipo, forma, classe, período, quantidade, ou, ainda, através de uma fórmula.

As ações resgatáveis podem ou não ter a prerrogativa de conversão em ações comuns. Esta opção deve estar explicitada

antes da subscrição por parte dos novos acionistas. A ação, na qual está sendo convertida a ação resgatável, terá características diversas da original e estas devem ser definidas antes mesmo da subscrição da resgatável.

A opção de conversão de resgatáveis em outra ação é única e exclusivamente do acionista detentor das mesmas, salvo determinados critérios que coloquem a compulsoriedade da conversão, como as emissões do Grupo Perdigão, devendo ser evitada a conversão que possa gerar prejuízo aos demais acionistas da companhia.

O estudo da conversibilidade de títulos e valores mobiliários de uma empresa em suas ações ordinárias ou preferenciais normais é complexo e deve ser aprofundado em um estudo específico não sendo este o objetivo deste trabalho.

6.1.7. Garantias

As ações preferenciais resgatáveis são ações e apresentam todas as garantias e direitos constantes do estatuto social da companhia e da lei, ou seja, são prioritárias somente em relação às ações ordinárias em caso de liquidação da companhia.

Podem haver casos em que a garantia seja reforçada através de um elemento externo no momento do futuro resgate, como fizeram a Perdigão Alimentos e a Perdigão Agroindustrial ao estabelecer a garantia de recompra por parte da holding Perdigão Ind. e Com.; a Hering Nordeste pela holding Cia. Hering, e a Massey Perkinis pela holding Parisa Participações e o BNDES (solidariamente). Esta garantia se faz necessária sempre que o risco da empresa emitente das ações não for suficiente para atrair os investidores. A percepção de alto risco pode ser detectada pelo eventual investidor através do conhecimento da companhia, para empresas já abertas, ou, por seu desconhecimento, empresas que estão abrindo capital através deste instrumento.

Como sugerem COTTLE, MURRAY e BLOCK (1988, p.475), a garantia pode ser reforçada, caso seja proposto nas características da emissão, com restrições quanto ao nível de endividamento, ao pagamento antecipado de dívidas ou até mesmo sobre a recompra e o cancelamento de ações ordinárias e/ou

preferenciais da própria emissora.

6.2. As Ações Preferenciais Resgatáveis na Literatura Mundial

O material teórico sobre ações preferenciais resgatáveis é muito pequeno na literatura mundial. Na sua grande maioria, os autores examinam as ações preferenciais como um grupo, e embora considerem que a provisão para resgate de uma ação preferencial é uma das características possíveis, o assunto em si não é examinado. Esse tipo de abordagem é encontrado em BREALEY e MYERS (1988, p.308); VAN HORNE (1989, p.600); ALTMAN (1986, p.12-59); SCHALL e HALEY (1988, p.700); e WESTON e COPELAND (1986, p.803). Para este estudo, essas colocações sobre as ações preferenciais serão consideradas como válidas também para o segmento específico das ações preferenciais resgatáveis.

No Brasil não existem pesquisas sobre as ações preferenciais resgatáveis. A experiência é ainda muito pequena. No capítulo 10.2 adiante, encontramos um resumo de cada uma das 10 emissões que já aconteceram. Além disso, nenhuma das emissões brasileiras de ações resgatáveis foi negociada em bolsa de valores, exceto no momento de resgate.

A grande discussão teórica para as ações preferenciais resgatáveis é o seu enquadramento como ação ou debênture. Segundo SAMUELS e WILKES (1975, p.75), para o investidor, as ações preferenciais resgatáveis têm um comportamento semelhante ao das debêntures, sendo a única diferença, o fato de as debêntures apresentarem a possibilidade de um fluxo mais estável de receita futura.

Já SANTOW (1962, p.47) estabelece uma visão empresarial sobre as ações preferenciais em geral. Estas seriam um híbrido entre uma dívida e uma ação ordinária. Embora, em termos legais, elas devam ser consideradas como possuidoras de parte do capital social da empresa, a gestão geralmente as trata como uma obrigação. A obtenção de recursos, via venda de ações preferenciais, é geralmente considerada pelos administradores como uma alternativa à dívida e não à emissão de ações ordinárias. O impasse psicológico entre ações ordinárias e

preferenciais é maior do que teoricamente parece ser o caso. A noção de controle e de total participação nos acertos e erros das atividades corporativas estão ausentes na forma preferencial de ação.

Discutindo esse aspecto, ELSAID (1969, p.112) mostra que a comparação correta deveria ser com as ações ordinárias, pois a comparação entre dívida e ação preferencial tende a confundir a questão. Se a comparação fosse na obtenção de recursos entre ação preferencial e ordinária, a preferencial seria mais vantajosa para os atuais acionistas da empresa porque eles teriam um maior resultado disponível para si.

Ao descrever o comportamento das ações preferenciais no mercado de capitais norte-americano em uma análise de 100 emissões de ações preferenciais de 81 empresas cotadas na bolsa de Nova Iorque, FRANCIS (1980, p.392) mostra que as ações preferenciais de alta qualidade comportam-se como se dívida fossem e as de baixa qualidade como ações ordinárias. Dentro dessa mesma linha de raciocínio, BILDERSEE (1973, p.1187) diz que as ações preferenciais não-conversíveis, com baixos betas, comparados com o índice das ações ordinárias, comportam-se como debêntures e as de altos betas como ordinárias no mercado.

Analisando as ações preferenciais resgatáveis em relação às dívidas, COHEN, ZINBARG, e ZEIKEL (1982, p.483) afirmam que, levando-se em conta que a alavancagem financeira proporcionada pelas ações preferenciais de vida limitada, ou resgatáveis, é igual à obtida com dívida, há uma maior equivalência entre os dois instrumentos de captação de recursos.

GITMAN (1984, p.612), ao se referir à característica de resgate planejado para as ações preferenciais, coloca esta como sendo uma de suas vantagens:

"É essa característica que às vezes torna a ação preferencial, emitida com resgate planejado em mente, mais atraente que o empréstimo. Uma falha no pagamento de um dividendo preferencial ou pagamento ao fundo de amortização também não tem as mesmas conseqüências que a falha no pagamento de juros ou pagamento ao fundo de amortização para o empréstimo de longo prazo."

Quanto ao preço das ações preferenciais resgatáveis em bolsa

e à sua negociabilidade, SAUVAIN (1973, p.31) chama a atenção para o fato de que a provisão para resgate limita o preço de mercado da ação preferencial resgatável, pois os investidores não pagarão mais do que o valor de resgate. Além disso, BIERMAN Jr. e SMIDT (1986, p.402) mostram que a possibilidade de resgate de uma ação preferencial é uma vantagem para a empresa nos momentos em que a taxa de juros do mercado ficar inferior ao rendimento oferecido para os detentores destas ações, uma vez que a emissora pode resgatar os títulos e obter fontes de recursos a custos mais baixos. Os investidores irão preferir que as ações preferenciais não sejam resgatáveis para manter por um longo período um alto rendimento, caso contrário, exigirão um acréscimo de retorno para compensar esta característica.

Ao discutir a questão do preço das ações preferenciais resgatáveis, ARCHER, CHOATE e RACETTE (1979, p.199), apresentam um modelo de avaliação para o preço de mercado de uma ação preferencial que tenha a possibilidade de resgate, por parte da empresa:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + k_p)^t} + \frac{P}{(1 + k_p)^n} \quad (7)$$

onde:

V = valor da ação;

D_t = dividendos futuros nos t tempos;

P = valor de resgate da ação;

k_p = taxa de desconto de mercado;

n = numero de periodos.

O custo de capital para as ações preferenciais com dividendos fixos e perpétuos, muito utilizadas no mercado norte-americano, conforme MATHUR (1985, p.216), será:

$$K_p = \frac{D}{P * (1 - F)} \quad (8)$$

onde:

Kp = custo de capital de uma ação preferencial no mercado, em decimal;

D = dividendo fixo pago ao dono da ação preferencial;

P = preço de emissão da ação;

F = despesas de emissão sobre o valor de emissão, em decimal.

Para as ações preferenciais resgatáveis no Brasil, podemos considerar que o custo de capital será o juro remuneratório expresso pela definição do valor de resgate adicionado aos custos de emissão. Isto se deve ao fato de os dividendos serem descontados do valor final de resgate. Cabe lembrar ainda que os dividendos não são considerados despesas dedutíveis para efeito do imposto de renda da empresa emissora.

Tomando-se como base que o desconto das despesas de emissão acontecem no instante da emissão e os dividendos serão ajustados no cálculo do valor de resgate (conforme fórmula para cálculo do valor de resgate proposta anteriormente - fórmula 4), temos que:

$$FV = PV (1 + i)^n ; \quad (9)$$

onde:

FV = valor futuro;

PV = valor presente;

i = taxa de capitalização;

n = numero de períodos.

$$FV = VR = VS (1 + X)^n ; \quad (10)$$

onde:

VR = valor de resgate;

VS = valor de subscrição;

X = juros remuneratórios que aparecem na fórmula de cálculo do valor de resgate, em decimais;

n = numero de períodos de capitalização de vida da ação;

$$PV = VS (1 - F) ; \quad (11)$$

onde:

F = despesas de emissão sobre o valor de emissão, em decimal.

substituindo i por Kar na fórmula original (9) e fazendo as demais substituições, tem-se:

$$Kar = \left\{ \frac{(1 + X)^n}{(1 - F)} \right\}^{1/n} - 1 \quad (12)$$

onde:

Kar = custo de capital de uma ação preferencial resgatável no mercado, em decimal;

Quanto à questão dos riscos envolvidos, cabe ressaltar que o risco de uma ação preferencial resgatável para o portador da mesma é igual ao risco de uma ação preferencial normal e, portanto, como nos diz VAN HORNE (1989, p.598), em caso de liquidação da empresa, o direito de um acionista preferencial sobre o ativo da empresa vem depois do direito dos credores, mas antes do direito dos detentores das ações ordinárias.

Outro aspecto importante a ser considerado é a forma de avaliação do investimento em ações preferenciais resgatáveis. A esse respeito, COHEN, ZINBARG, e ZEIKEL (op.cit., p.493), afirmam que a avaliação, por parte de um investidor em ações preferenciais, deve considerar os mesmos fatores, como se uma dívida fosse e o caráter intrínseco do instrumento. Assim, segundo estes autores, a cobertura sobre juros, alavancagem, tamanho e a importância econômica da companhia são muito relevantes e, até mesmo antes de avaliar estes fatores, o possível futuro investidor em ações preferenciais deve pensar cuidadosamente sobre a real natureza destas ações.

6.3. Cuidados na Emissão

Três elementos básicos devem ser examinados cuidadosamente, antes da decisão de emissão de ações preferenciais resgatáveis:

- 1) o direito de retirada;
- 2) os custos de emissão; e
- 3) a questão fiscal;

6.3.1. Direito de retirada

Conforme previsto no art. 137 da Lei nº 6.404/76, o acionista tem o direito de pedir a sua retirada da companhia, pelo valor patrimonial da ação, dentre outras causas, caso discorde de uma decisão de assembléia que envolva a criação de classe de ações mais privilegiada, aumento de classe sem guardar a atual proporção do capital e alteração das preferências e vantagens das ações existentes, exceto se previsto anteriormente no estatuto social.

O problema consiste em definir se a criação de uma classe de ações preferenciais resgatáveis é considerada classe mais privilegiada ou não. Caso o estatuto social da companhia permita a criação de classe mais privilegiada, o problema desaparece. Caso contrário, a dúvida persiste.

Comentando sobre o assunto, a CVM estabeleceu, pelo seu Parecer sobre resgate de ações (op. cit.), que:

"Pela análise sistemática deste artigo, infere-se que o resgate bem como a amortização e a conversão de ações não foram encarados pelo legislador como vantagens, consistindo apenas em possíveis características da ação preferencial, a serem reguladas estatutariamente.

Entendemos, portanto, que por não constituir classe de ação preferencial mais favorecida do que as demais, o resgate não enseja o direito de retirada previsto no art. 137."

Embora tenhamos este parecer da CVM, o assunto é polêmico e a empresa emissora deve procurar um advogado societário para realizar um exame mais acurado.

6.3.2. Custos de Emissão

Os custos de emissão são definidos entre o banqueiro e a empresa e são diretamente proporcionais ao relacionamento entre

ambas. Basicamente, o custo total de emissão pode ser dividido em três grupos:

- a) comissão de coordenação;
- b) comissão de colocação; e
- c) comissão de garantia.

A comissão de coordenação é um custo fixo que o banqueiro tem para preparar o material para a CVM e outras necessidades administrativas. Este custo varia de 0,5 a 1% do valor total da emissão e é indiferente para as emissões de ações ou debêntures.

A comissão de colocação é a remuneração do banqueiro pela efetiva colocação das ações junto ao investidor final. Este custo varia entre 3 e 5%. Quando o mercado é forte tomador do instrumento ofertado, a comissão tende a cair. Ações pagam perto de 5% e debêntures em torno de 3%. No caso das debêntures, a comissão é utilizada como ajustador da taxa do papel, quando parte é repassado para o tomador para subir o ganho do título. É importante ressaltar que as ações resgatáveis ora se comportam como ações, ora como debêntures. É ainda importante lembrar que a correta utilização da comissão de colocação pode favorecer o aumento do número de acionistas ou concentrar o grupo de acionistas em fundos, ou pessoas físicas dependendo da vontade da empresa.

A comissão de garantia é a remuneração para a garantia firme de subscrição por parte do banqueiro. Caso não seja encontrado um investidor, o banqueiro subscreverá todo ou parte do aumento de capital que não tiver sido subscrito. Há também a garantia de melhores esforços, onde o banqueiro realizará os melhores esforços para colocar junto a investidores aquelas ações que não forem subscritas no período de preferência. Nos casos existentes, encontrou-se que quando as ações resgatáveis são meras debêntures não há garantia firme, não existindo, portanto, comissão de garantia.

6.3.3. A Questão Fiscal

As possíveis conseqüências fiscais do resgate das ações contra a conta capital (discutidas no item 6.1.2.); a tributação das pessoas físicas e jurídicas no momento do resgate (apre-

sentada no item 6.1.4.), e os diferentes montantes de dividendos a serem distribuídos (discutidos no item 6.1.5.), devem ser adicionados à discussão específica dos benefícios fiscais que as dívidas possuem em relação a outras fontes de fundos.

Na comparação entre ações preferenciais resgatáveis e debêntures em termos de custo da fonte de recursos para a empresa, cabe lembrar que os dividendos não são considerados despesas passíveis de dedução para efeitos de tributação para a empresa, enquanto os juros são. Isto faz com que a debênture apresente vantagem sobre as ações preferenciais resgatáveis como fonte de captação de recursos para a empresa, quando esta for pagadora de imposto de renda, e esta situação deve ser analisada dentro do planejamento tributário da empresa.

Caso a empresa tenha um grande volume de prejuízos fiscais acumulados, o benefício fiscal proporcionado pelas debêntures pode ser desconsiderado, aumentando a atração pelas ações resgatáveis.

Vejamos um exemplo:

A empresa CDE, rentável e pagadora de imposto de renda, necessita captar \$80 por um período de dois anos. A rentabilidade a ser oferecida aos investidores será de 18% ao ano. Os dois instrumentos de captação em estudo são debêntures e ações resgatáveis.

A CDE deve lançar, anualmente, em sua contabilidade as despesas financeiras sobre as debêntures e não pode fazer o mesmo com o custo das ações resgatáveis, pois estas são capital de risco e não um passivo financeiro, mesmo existindo um compromisso de recompra por parte da emissora.

Devido ao fato de os juros da debênture (\$14,4) serem considerados despesas dedutíveis para efeitos fiscais (dedução de 35%, no mínimo = \$5,04), o custo para a empresa será menor, como pode ser observado através da Figura 6, para debênture, e da Figura 7, para ação resgatável.

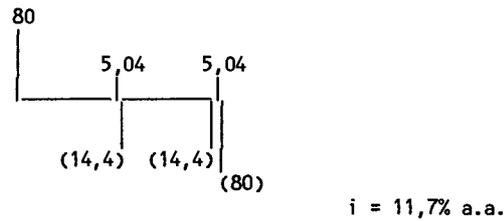


Figura 6 - Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por debêntures.

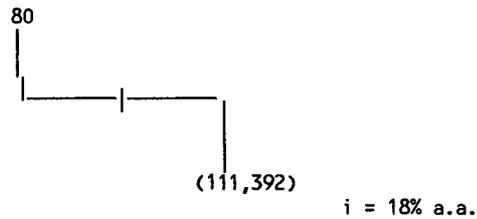


Figura 7 - Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por APR.

Entretanto, caso a empresa possua um estoque de prejuízo fiscal acumulado ocasionando o não pagamento de imposto de renda nos próximos exercícios, a vantagem fiscal das debêntures desaparece pois os juros destas não ocasionam benefício fiscal durante os períodos da existência deste prejuízo, fazendo com que a vantagem fiscal para as debêntures não exista. Então os dois instrumentos de captação passam a ter custos iguais, como pode ser observado na Figura 8, para debênture, e na Figura 7, para ação resgatável.

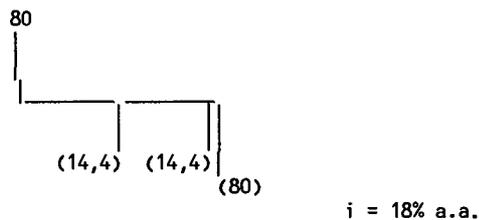


Figura 8 - Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por debêntures sem benefício fiscal.

7. POSSIBILIDADES DE USO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS

Conforme GITMAN (1984, p.613), apesar de ser difícil generalizar as vantagens e desvantagens das ações preferenciais devido às características particulares que cada emissão possa ter, tem-se, por um lado, a maior alavancagem e a flexibilidade da obrigação como pontos positivos, mas, por outro, a prioridade das reivindicações dos possuidores e o custo como pontos negativos.

A maior alavancagem financeira é obtida nas ações preferenciais, sendo que isto é ainda mais válido para as resgatáveis por serem um custo fixo na estrutura do capital. O dividendo fixo faz com que este título funcione como uma dívida inscrita nas contas do patrimônio líquido.

A flexibilidade da obrigação é consequência direta da não obrigatoriedade de pagamento dos dividendos, ou seja, os dividendos são uma função do lucro e, caso não exista lucro, não há pagamento de dividendos. Já num título de dívida, os juros são obrigatórios e podem acarretar a inadimplência da empresa quando não forem pagos.

A prioridade das reivindicações dos possuidores de ações preferenciais sobre os detentores de ações ordinárias, em relação à distribuição dos lucros e a partição dos ativos da companhia em caso de liquidação, compromete o retorno e a segurança dos investimentos em ações ordinárias.

No Brasil, as ações preferenciais são consideradas como se ordinárias fossem, sem direito a voto. O risco, para o investidor, é maior em uma ação preferencial do que numa dívida, pois a garantia própria do título é inferior. Os investidores racionais exigem um maior retorno previsto para investimentos com maior risco; portanto, o custo de financiamento para uma empresa através de ações preferenciais resgatáveis deve ser mais alto do que através de dívida. Além disso, para a emissora, as ações preferenciais, resgatáveis ou não, não possibilitam, para efeitos tributários, a dedutibilidade dos dividendos como despesas, o que resulta num adicional de custo se comparada com uma dívida.

Em termos de vantagens e desvantagens das ações preferenciais, WESTON e BRIGHAM (1978, p.522) consideram-nas desde dois pontos de vista: o da empresa emissora e o do investidor. Para a empresa emissora, a principal vantagem, contrastando com as debêntures, é que se evita o pagamento pré-fixado de juros e, adicionalmente, evita-se a diluição dos lucros e do poder de voto, caso fossem emitidas ações ordinárias. Outra vantagem é que é possível conservar os imóveis livres de hipoteca, o que, para a captação de recursos via dívida de longo prazo, seria quase impossível. Como desvantagens para a emissora tem-se o alto custo dos recursos e a não dedutibilidade dos dividendos como despesas.

Para o investidor, as vantagens são a perspectiva de um razoável e constante fluxo de dividendos, a preferência sobre as ordinárias, em caso de liquidação, e a isenção de impostos sobre dividendos, o que não acontece com os juros recebidos. As desvantagens são o fato de o risco pela propriedade das ações não ser proporcional ao retorno oferecido, a flutuação dos preços no mercado secundário ser maior do que nas debêntures e a não obrigatoriedade legal do pagamento dos dividendos por parte da empresa.

SAMUELS e WILKES (1975, p.76) acrescentam que a utilização de ações preferenciais, em comparação às debêntures, é vantajosa quando a empresa possui um estoque de prejuízo fiscal acumulado, pois o benefício fiscal gerado pelos juros no uso de debentures passa a ser inaproveitável. Além disso, DONALDSON (1962, p.132) lembra que apesar de a dívida ter um custo mais reduzido do que as ações preferenciais, existe um limite para a dívida na estrutura de capital de qualquer empresa, ou seja, é impossível um endividamento ilimitado.

FISCHER e WILT, Jr. (1968, p.620), em suas pesquisas junto às empresas emissoras e aos investidores, concluíram que o motivo principal para a emissão de ações preferenciais era a utilização de uma fonte secundária de alavancagem financeira; o motivo secundário era o aumento da base patrimonial, que serve para o dimensionamento dos futuros empréstimos e, como terceiro motivo, a manutenção de uma estrutura de capital balanceada e melhores índices financeiros.

PINCHES (1970, p.57) sugere que o uso de preferenciais conversíveis pode criar um maior retorno a um custo de capital menor, podendo ser usadas em fusões como parte da política de dividendos, resultando em um melhor desempenho nos lucros.

SALOMON e PRINGLE (1980, p.624) chamam a atenção para o fato de que os motivos para recomprar ações preferenciais são o refinanciamento a taxas de dividendos menores, seja para alterar a estrutura de capital da empresa ou seja para renegociar restrições sobre as dívidas ou capital.

No Brasil, devido à pequena experiência na emissão de ações preferenciais resgatáveis, conclui-se haver as seguintes vantagens, além daquelas já citadas acima:

1) através da subscrição de ações das regiões incentivadas, SUDAM e SUDENE, o investidor pessoa física goza de um desconto de 45% do imposto de renda devido, conforme estabelece o DL nº 1.841, de 29.12.80. Caso seja feita uma captação de recursos via ações preferenciais resgatáveis, o custo para a empresa seria muito reduzido em relação à captação com debêntures. Vejamos o seguinte exemplo a título ilustrativo:

A empresa BCD, localizada em Recife-PE, necessita captar \$100, por um prazo de 2 anos, e está disposta a pagar correção monetária mais o menor juro possível no período. O lucro líquido esperado para os próximos dois anos é de \$50 por ano, os exercícios fiscais são iguais aos anos civis e o prejuízo fiscal acumulado é nulo. O investidor irá exigir um retorno maior na aplicação em ações resgatáveis, ou no mínimo igual, às debêntures devido ao risco associado ao investimento. A primeira opção seria emitir debentures e a segunda seria ações preferenciais resgatáveis aproveitando o incentivo fiscal para investimentos na região da SUDENE. O custo da emissão, comissões para os banqueiros, de ambos os instrumentos deve ser igual ou pelo menos muito semelhante.

a) emissão de debêntures:

supondo uma rentabilidade oferecida pela empresa de 15% ao ano, equivalente a \$15, a mesma permanece

inalterada, caso não haja tributação, para o investidor pessoa física.

Tomando uma alíquota de imposto de renda de 35% temos uma economia fiscal sobre os juros, equivalente a $\$15 * 0.35 = \$5,25$.

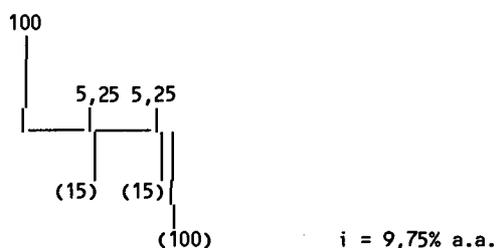


Figura 9 - Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por debêntures.

b) emissão de ações preferenciais resgatáveis:

Juros oferecidos de 5% ao ano, pagos no resgate conforme fórmula de cálculo do valor de resgate, fórmula (4).

Não apresenta benefício fiscal para a empresa pois o rendimento não é dedutível. Não consideramos qualquer tributação para o investidor sobre os dividendos e o valor de resgate pois esta, como já foi visto anteriormente, pode ser eliminada com o pagamento de altos dividendos.

O incentivo fiscal ao aplicar em ações de empresas da região da SUDENE garante ao investidor pessoa física uma redução do imposto de renda anual de 45% sobre o montante investido, equivalente a \$45.

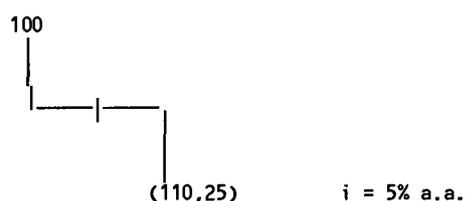


Figura 10 - Fluxo de caixa para a empresa captando recursos por ações resgatáveis.

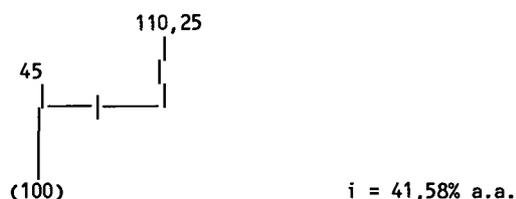


Figura 11 - Fluxo de caixa para o investidor usando os incentivos fiscais do investimento em APR.

Como podemos verificar o custo de captação via debentures é de 9,75% ao ano para a empresa (Figura 9) e possibilita um retorno de 15% ao ano para o investidor pessoa física, enquanto que via ações resgatáveis, temos um custo de captação de 5% ao ano para a empresa (Figura 10) e um retorno para o investidor de 41,58% ao ano (Figura 11).

Caso considerarmos uma tributação qualquer, no recebimento de juros das debentures para o investidor pessoa física, o custo de captação para a emissora aumenta, para que o retorno líquido deste investidor seja mantido inalterado.

Já para o investidor pessoa jurídica a situação seria diferente, pois como diz ROVAI (Seminário Abrasca, 1982, p. 22),

"Não vejo por que o investidor institucional não se interesse por uma debênture conversível com uma mesma taxa de juros que da ação resgatável, com uma mesma fórmula de conversão, já que ele não tem direito ao incentivo fiscal no caso da ação resgatável."

2) os fundos de pensão, fundos mútuos e outros investidores compulsórios, poderiam utilizar o limite para a aplicação em ações com resgatáveis, o que garante uma rentabilidade positiva, mesmo em período de queda da bolsa. A contabilização da rentabilidade diária por parte destes investidores, com o objetivo de refletir este crescimento, foi uma das grandes preocupações. O crescimento diário da cota resultante da aproximação da data de resgate das ações é polêmico pois o resgate não é um crédito certo e garantido. Mas, ao contrário do imaginado, as nove emissões públicas de ações preferenciais resgatáveis não apresentaram nenhuma dificuldade nas suas contabilizações, quer junto aos auditores, quer junto à CVM.

3) a garantia e a manutenção do controle do negócio não é afetada pela emissão de ações preferenciais resgatáveis porque a existência delas é passageira até o resgate.

4) as bolsas sofrem muitas e rápidas oscilações devido às condições econômicas, fazendo com que a relação entre o preço de mercado e o valor patrimonial das ações seja muito baixo. Nesta situação, as ações resgatáveis podem ajudar no caso da estria de uma companhia no mercado, evitando uma alta diluição neste momento. Segundo SANCHEZ (Seminário Abrasca, 1982, p. 22), a ação resgatável possui a vantagem de ter um caráter mais educativo, no sentido da formação do mercado de capitais. Este efeito é psicológico, não havendo nenhuma constatação científica de sua vantagem.

5) as ações são muito avaliadas pelo seu índice preço/lucro (P/L). Quando a empresa emite ações resgatáveis ao invés de debêntures, está aumentando o lucro e, em consequência, o seu preço de mercado. Conforme mostra RIBEIRO (Seminário Abrasca, 1982, p. 24),

"... o papel serve, sobretudo, como um instrumento de captação de recursos para empresas que estejam passando por um período transitório de dificuldades ou cujas ações estejam muito depreciadas no mercado (como é o caso, aliás, da quase totalidade dos títulos em Bolsa)."

6) as ações resgatáveis, quando consideradas dívida, apresentam a vantagem de não serem repactuadas como as debêntures, tornando-se, realmente, um título de longo prazo.

7.1. A Experiência Internacional

A utilização das ações preferenciais resgatáveis como forma de financiamento das empresas é um ponto relevante em nosso estudo.

FISCHER e WILT Jr. (1968, p.611) ao desenvolverem um estudo das emissões de ações preferenciais não conversíveis, nos Estados Unidos, entre 1950 e 1965, verificaram que das 1.126 emissões estudadas, 66,2% pertenciam a empresas de serviços públicos (Energia Elétrica 32,2%, Gas 12,7%, Telefone 13,9% e Água 7,4%)

e, em volume de recursos, o mesmo grupo detinha 84,3%, num total de US\$ 5,146.8 milhões. WESTON e BRIGHAM (1978, p.523) explicam isto da seguinte forma:

"Por uma larga diferença as mais importantes como emissoras de ações preferenciais são as empresas de utilidades. Para estas empresas, os impostos são considerados despesas para calculo de tarifas - isto é, altos impostos são repassados para os consumidores na forma de altas tarifas - então a dedutibilidade fiscal não é tão importante. Isto explica porque as emissões de empresas de utilidades representam quase 85% de todas as preferenciais não conversíveis".

PINCHES (1970, p.55), ao estudar a emissão de 355 ações preferenciais conversíveis durante o período 1960-1967, verificou que:

a) 87% das emissões foram utilizadas com o objetivo de participação em operações de fusões e/ou aquisições, sendo, em 65% dos casos estudados, o único título empregado na operação; e

b) 82% foram usadas por setores industriais. Isto ocorreu desta forma porque parece que as ações preferenciais conversíveis: 1) podem ter certos benefícios a longo prazo para as firmas adquirentes; 2) são usadas como meios de reconciliação de distintas políticas de dividendos entre as empresas fundidas; 3) possibilitam às firmas adquirentes se beneficiarem imediatamente da alavancagem nos lucros.

Embora a utilização das preferenciais tenha sido reforçada pelos estudos subseqüentes de MELICHER (1971, p.144) e de SPRECHER (1971, p.683), a sua futura utilização foi contestada devido às mudanças na legislação contábil, por WEYGANDT (1971, p.148) e pelo próprio PINCHES (1971, p.150).

Mesmo assim, TAYLOR (1985, p. 267) relata que, em 1982, a Occidental Petroleum Corp. emitiu US\$ 1.6 bilhões em ações preferenciais porque tinha uma combinação de créditos de investimentos e baixos lucros domésticos, resultando na quase inexistência de impostos a pagar. Em 1984, os lucros domésticos aumentaram, fazendo com que as ações preferenciais perdessem o sentido, segundo o seu principal executivo financeiro, John Dorgan.

BAKER (1986, p.1) lembra que, em 1983, a U.S.Steel entregou 2.5 milhões de ações preferenciais resgatáveis, com dividendos cumulativos, para o fundo de pensão U.S.Steel & Carnagie Pension Fund, ao invés da sua contribuição em dinheiro. Estas ações foram vendidas ao público quando as taxas de juros do mercado caíram e, em consequência, o valor das ações subiu.

Em 1986, através do "Tax Reform Act of 1986", o tomador pessoa jurídica passou a ter tributados somente 20% da receita oriunda de dividendos, caso possua a ação por um prazo mínimo de 49 dias, resultando em um incentivo para que as empresas norte-americanas façam suas aplicações de caixa em ações preferenciais ao invés de comprarem títulos de renda fixa, como lembram ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1988, p.745).

Mais recentemente, HOFFMAN e BLAKEY (1987, p.16) sugeriram a utilização de ações preferenciais resgatáveis na formação da estrutura de capital, quando da participação de "venture-capitalists"; eles desejam ações porque elas proporcionam uma grande parte dos lucros caso a empresa obtenha sucesso, mas também querem a dívida porque os credores recebem primeiro em caso de insucesso.

Conforme ORMEROD e BURNS (1985, p.77), o capitalista, ao investir em um negócio de risco, desejará ter uma receita periódica e uma proteção para o seu investimento, exigindo, portanto, um pacote que contemple direitos de conversão em ações ordinárias e a possibilidade de recompra num prazo futuro.

LIM (1986, p.226) chama a atenção para o fato de que com o objetivo de diminuir os descontos sobre o preço de mercado no momento da emissão de novas ações ordinárias, a busca de recursos tem sido através de instrumentos cada vez mais criativos e com ênfase nas ações híbridas. Na Inglaterra, conforme assinala ARMITAGE (1985, p. 102), é comum o uso das ações preferenciais resgatáveis dentro de montagens financeiras para a compra alavancada de companhias por parte da direção (management buyout), ou ainda como incremento ao capital social de pequenas ou empresas familiares, possibilitando o crescimento sem a perda do controle, como mostraram ANDERSON e KEENAN (1987, p.91).

Discutindo a situação na Austrália, DAS (1985, p.47) mostra que houve um grande incremento na emissão de ações preferenciais

resgatáveis como instrumento de financiamento de médio prazo em condições muito semelhantes às do Brasil. No entanto, ao analisar a situação australiana, RICHARDS (1987, p.63), verificou que a partir da modificação tributária de 1987 as emissões foram fortemente restringidas.

Durante o ano de 1990 foram efetivadas algumas emissões de ações preferenciais resgatáveis com diferentes objetivos, sendo que mais detalhes sobre estas operações podem ser encontradas junto às empresas, nos organismos reguladores de mercado ou ainda nas bolsas de valores onde estas ações são negociadas.

- Erskine House, distribuidor inglês de facsimile e fotocopiadoras, para reduzir as dívidas (The Independent, April 3, 1990, p. 27.);

- CMB Packaging, produtor inglês de embalagens, para refinanciamento de dívidas ocasionadas por compra de empresas (Financial Times, April 26, 1990, p. 38.);

- Corona faz oferta de compra da Stikine Resources, ambas mineradoras de ouro no Canadá, com resgatáveis (Financial Times, July 4, 1990, p. 32.);

- Electro Magnetic Industries, fabricante de aparelhos de videotape, Malásia, emite para obter capital de giro (Singapore Business Times, July 31, 1990, p. 3.);

- NYCAL, USA, adquire a AIRSHIP, UK, ambas do setor de equipamentos aeronáuticos (Wall Street Journal, August 18, 1990, p. 4.);

- Heywood Williams compra a Glass Group, inglesas do setor de vidros (Financial Times, September 14, 1990, p. 24.);

- CRT Group, inglês, vende sua unidade de zipers num "management buy-out" (Financial Times, October 3, 1990, p. 26.);

- Johannesburg Consolidated Investments, sul-africana, faz um pacote de reestruturação de sua dívida (Financial Times, October 19, 1990, p. 29.);

- Bond Corporation Holdings, Australia, setor de bebidas e comunicação, faz um pacote de reestruturação (Financial Times, November 2, 1990, p. 28.); e a

- LIT Holdings, inglesa e norte-americana, empresa que atua no mercado de capitais, faz um pacote de refinanciamento (Financial Times, November 16, 1990, p. 26.).

8. AS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS NO MERCADO BRASILEIRO DE AÇÕES

8.1. Levantamento de Campo

Em novembro de 1989, a pedido de uma instituição multinacional, foi realizado um levantamento junto aos principais investidores do mercado de capitais brasileiro com o objetivo de conhecer melhor o comportamento dos diversos agentes deste mercado. O questionário era composto de aproximadamente 100 questões divididas em três grupos: empresas, títulos, e mercado de ações. Aproveitando a ocasião, foi possível considerar um "bus-research", incluindo um conjunto de onze perguntas sobre ações preferenciais resgatáveis para averiguar o conhecimento existente e a conseqüente disposição para o investimento de recursos neste instrumento.

Este levantamento deve ser caracterizado como uma pesquisa com amostra intencional. O mercado não foi mapeado como um todo e as pessoas entrevistadas não foram escolhidas aleatoriamente, mas por sua representatividade. Todas as entrevistas foram realizadas pessoalmente com os administradores responsáveis pelas decisões, pré-determinados em cada instituição selecionada. Foram levadas em consideração o tamanho da instituição e as suas características específicas, ou seja, localização, administração própria de recursos e postura frente ao investimento em ações.

A amostra foi composta de 16 instituições, divididas em três grupos, sendo:

- seis fundos de pensão;
- três seguradoras; e,
- sete instituições financeiras.

Os nomes da instituição requerente deste levantamento e das instituições e pessoas entrevistadas são mantidas em sigilo, pois a identificação das mesmas além de nada acrescentar ao trabalho realizado romperia o compromisso assumido pelo entrevistador junto às partes.

Cabe lembrar que os maiores investidores, como grupo específico, considerando o volume de recursos administrado, são

os fundos de pensão, em número total de 155, que em julho de 1990 administravam recursos na ordem de US\$ 14,224,000.00, conforme Jornal Abrapp - 1ª quinzena de setembro/90.

Fundos de pensão, ou fundações, como também são conhecidos, são entidades de previdência privada que, através do recolhimento mensal de recursos, parte do próprio empregado, parte do empregador, administram ativos com o objetivo de proporcionar uma complementação salarial para o empregado quando este vier a se aposentar.

Conforme diz FACCIONI (1990, p. B-2), ao enfatizar a importância dos fundos de pensão,

"... o sistema privado de previdência não é só o braço mais forte da seguridade social como também poderosíssima alavanca do crescimento econômico.

... o mais poderoso instrumento brasileiro de formação de poupança de longo prazo,..."

Conforme a Resolução nº 1.612, de 23 de junho de 1989, do Banco Central do Brasil, estes fundos são obrigados a direcionar, no mínimo, 25% dos recursos garantidores das reservas para investimento em ações, sendo pelo menos 75% deste valor em ações de companhias abertas, cujas ações sejam negociadas em bolsas de valores. É ainda importante notar que segundo a Folha de S.Paulo (17 out 90, p. B-2),

"Os fundos de pensão acumulam um patrimônio de US\$ 15 bilhões, 4% do PIB. No período de 1980/89, os fundos em média investiram 33,4% do dinheiro em títulos públicos, 24,2% em ações, 16,9% em títulos de renda fixa, 14,6% em imóveis, 7,5% em empréstimos e 3,4% em outras aplicações."

A partir dessas constatações, foram entrevistados seis administradores responsáveis pela gestão de recursos de fundos de pensão. Estas instituições não foram escolhidas aleatoriamente, mas da seguinte maneira:

- a) três, entre as dez maiores por volume de recursos, sediadas no Rio de Janeiro;
- b) uma, entre as dez maiores, por volume de recursos,

sediada em São Paulo;

c) uma, de tamanho reduzido e que tivesse administração própria de recursos;

d) uma, cuja instituição mantenedora não fosse do serviço público, ou de economia mista, e com administração própria de carteira, pois a maioria destas fundações contrata instituições financeiras para a administração dos recursos. O objetivo era verificar se existia alguma diferença de atitude em relação ao tema entre as gestões de mantenedoras públicas e privadas.

Outro grupo investidor compulsório é o das companhias seguradoras que, conforme a Resolução nº 1.382 de 27 de agosto de 1987, do Banco Central do Brasil, que altera a Resolução nº 1.363 de 30.07.87, do mesmo banco, são obrigadas a investir no mínimo 25 e no máximo 50% das reservas não comprometidas e no máximo 50% das reservas comprometidas em ações de companhias abertas, negociadas em bolsas de valores.

Segundo a Revista Balanço Anual (1990, p.387), tomando como base os balanços de junho/90, existiam 78 seguradoras nacionais e oito estrangeiras, com Cr\$ 80,5 bilhões e Cr\$ 6,6 bilhões de provisões técnicas, respectivamente, totalizando Cr\$ 87,1 bilhões.

Neste grupo foram contatadas três empresas:

a) uma das maiores, não vinculada a instituição financeira e com administração própria de recursos;

b) uma, que se caracteriza por investir habitualmente em ações valores superiores aos mínimos exigidos e, por manter posições relevantes, mais do que 10% do capital total, de empresas com que mantêm estreita relação comercial;

c) uma de tamanho médio com gestão própria de carteira.

O terceiro grupo investidor/participante relevante é o grupo formado pelas instituições financeiras (bancos de investimento, corretoras, distribuidoras, e bancos múltiplos). A relevância deste grupo pode ser constatada por três situações importantes:

a) papel de underwriter. Toda a emissão pública primária de qualquer título, ações, debêntures ou híbridos, deve

ser, obrigatoriamente, coordenada por uma instituição financeira. O aconselhamento à empresa emissora é extremamente relevante, na medida em que a companhia não é, normalmente, conhecedora, especialmente no momento em questão, das possibilidades de captação de recursos no mercado de capitais.

b) papel de administrador de recursos. No caso da administração de recursos de terceiros e próprios, seja em fundos mútuos de investimento, carteiras de recursos administradas, ou, ainda, como política de investimento de caixa para a própria instituição, o volume de recursos é muito grande. Apesar de não ser possível indicar o montante destes recursos que é destinado a ações, tendo em vista a própria volatilidade dos mesmos entre os diversos ativos disponíveis, é sabido que eles exercem um fator de real importância quando da sua entrada ou saída do mercado.

c) papel de corretor. As operações de compra e venda de ações no mercado secundário, bolsa de valores, devem ser intermediadas, obrigatoriamente, por uma corretora de valores e a colocação de ações numa emissão primária é desenvolvido por estas instituições. Sabe-se, também, embora seja muito difícil de ser medido, que o corretor exerce um papel de conselheiro junto ao tomador pessoa física.

Segundo a Revista Balanço Anual (op.cit., p.372), existem 68 bancos comerciais privados, também considerados conglomerados financeiros, 18 bancos comerciais públicos, quatro bancos de investimento independentes e 49 corretoras independentes.

Neste grupo foram entrevistados sete executivos:

a) o maior banco privado do país e que possui uma das maiores carteiras de investimentos;

b) o banco que mais garantiu operações de underwriting durante os anos de 1989 e 90 (segundo dados da própria instituição);

c) o banco de maior experiência na área de investimentos, com administrador de carteira, underwriter e corretor (já foi o resultado da fusão de outros bancos com mentalidade de investimentos), embora seja um dos maiores bancos comerciais;

d) um banco típico de investimentos;

e) o banco com maior experiência na venda de ações associado ao PROCAP do BNDES;

f) um novo banco múltiplo com postura muito arrojada junto ao mercado secundário de ações, e;

g) um novo banco múltiplo com a mentalidade de investidor e que junto com a sua holding controladora já adquiriu o controle acionário de várias empresas em operações no mercado de capitais.

8.1.1. Questionário

As perguntas realizadas foram dentro do grupo de instrumentos para a captação de recursos, sub-grupo de híbridos, são elas:

- a) quais os tipos de híbridos que você conhece?
- b) você conhece ações resgatáveis?
- c) o que são ações resgatáveis?
- d) gosta?
- e) tomaria para suas carteiras administradas?
- f) quais seriam as taxas ou custos requeridos?
- g) existe algum limite nas suas carteiras administradas?
- h) qual a influência do imposto de renda sobre as ações resgatáveis?
- i) devem ser conversíveis em ações normais? fórmula?
- j) qual a sua posição sobre as garantias de recompra?
- k) tomaria hoje? quais as características?

8.1.2. Análise dos Resultados

Das 16 instituições entrevistadas duas não conheciam nada sobre ações resgatáveis; três já tinham ouvido falar sem conhecer a essência e, onze conheciam o instrumento. Cabe ressaltar que no grupo dos que conheciam, estão incluídas as instituições financeiras.

Considerando este grupo básico de onze instituições, seis responderam que gostaram do instrumento em si e cinco que não gostaram; perguntados se teriam uma preferência por ações resgatáveis conversíveis em ações normais todos foram unânimes em responder sim; perguntados se tomariam para as suas instituições, no momento da entrevista, quatro responderam afirmativamente e

sete negativamente.

Os entrevistados lembraram também vários pontos muito importantes:

- a) o mercado é muito reticente a este tipo de instrumento, pois não o conhece;
- b) a tributação é muito discutível para os fundos de investimentos e para as fundações;
- c) a empresa precisa formar um fundo para o futuro resgate das ações e isto é muito negativo para elas;
- d) a garantia deve ser muito bem estudada;
- e) é um instrumento para períodos de queda na bolsa;
- f) a remuneração deveria ser, no mínimo, igual a um título de renda fixa de igual risco;
- g) é semelhante às debêntures conversíveis.

Nota-se que, junto ao público escolhido para as entrevistas, o assunto é pouco compreendido e não muito claro tendo em vista as respostas e as observações apresentadas. Para eles, as ações resgatáveis são vistas como um instrumento de renda fixa e analisadas como tal. Esta situação leva a crer que este instrumento seja pouco conhecido, inclusive, pelos banqueiros. Neste sentido, um melhor trabalho junto aos diversos formadores de opinião deste mercado poderá resultar em ganhos.

13.2. Casos Brasileiros

A experiência brasileira com ações resgatáveis é muito pequena. A ocorrência total desse tipo de operação é de dez casos, sendo nove emissões públicas (conforme a Seção II, Capítulo VII da Lei nº 6.404/76) em companhias abertas (conforme o artigo 4, paragrafo único, da Lei nº 6.404/76) e uma emissão privada (conforme a Seção III, Capítulo VII da Lei nº 6.404/76) em sociedade anônima fechada (CPM Informática S.A.). É possível que hajam outras emissões privadas, pois o acesso a estas informações é difícil tendo em vista a não obrigatoriedade da divulgação das informações em sociedades anônimas fechadas.

Das referidas experiências, encontramos sete no ano de 1982, duas em 1984 e uma em 1989. Nota-se que as operações realizadas em 1982 eram consequência natural do momento de baixa nas bolsas brasileiras. Mesmo assim, verifica-se que destas, três (Polipropileno, Nitrocarbono e Hering Nordeste) objetivavam a utilização dos incentivos fiscais para investimentos em empresas localizadas na região da Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste (SUDENE), conforme o D.L. 1.841, de 29.12.80.

Todas as ações preferenciais resgatáveis têm características idênticas no que se refere à prioridade no recebimento dos dividendos, iguais a um mínimo nunca inferior a 25% do lucro líquido ajustado, conforme o artigo 202 da Lei nº 6.404/76, e à prioridade no reembolso do Capital Social na eventualidade de liquidação da companhia. Participam, também, das bonificações existentes após a sua emissão.

Os dados descritos abaixo foram obtidos junto às empresas emissoras, banqueiros das operações, instrução nº 13 da CVM e através da publicação de atas de assembleias nos jornais. Os resumos de cada emissão, com as suas principais características, são apresentados no Quadro I, enquanto que a análise de cada operação é feita sob a designação genérica de casos.

Empresa	Objetivo Social	Controle	Capital Social
A Standard Elétrica S.A.	Fabricação e comercialização de produtos elétricos, ou destinados ao ramo das telecomunicações.	Brasilinvest	Cr\$ 5.092.815.000 US\$ 32,891,000 (28/04/82)
B Perdigão Alimentos S.A.	Processamento de soja e comercial exportadora.	Família Brandalise	Cr\$ 1.950.000.000 US\$ 10,320,000 (21/08/82)
C Perdigão Agroindustrial S.A.	Abatedouro de frangos, abatedouro e industrialização de suínos e bovinos, fábrica de rações, unidades agropecuárias e bovinos.	Família Brandalise	Cr\$ 2.015.000.000 US\$ 10,664,000 (21/08/82)
D Perdigão Indústria e Comércio S.A.	Abatedouro frigorífico, moinho de trigo, serrarias e caixarias, fábrica de sabão, loja de departamento, supermercado, hotel e transporte de carga e participação em outras empresas.	Família Brandalise	Cr\$ 2.250.000.000 US\$ 11,907,000 (21/08/82)
E Polipropileno S.A.	Indústria e comércio de produtos químicos, petroquímicos, inclusive termoplásticos e compostos.	Suzano, Petroquisa e Cevokol	Cr\$ 3.013.236.833 US\$ 12,171,000 (23/12/82)
F Nitrocarbono S.A.	Indústria e comércio de produtos químicos, petroquímicos, inclusive caprolactana, sulfato de amônio, fios de nylon e polímeros.	Mariani, Petroquisa e Companhia Internacional Fiduciária	Cr\$ 4.958.485.888 US\$ 22,088,000 (03/11/82)
G Hering Nordeste S.A.	Beneficiamento, confecção e comercialização de artigos têxteis, malhas de algodão, especialmente camisetas, camisas e shorts.	Hering	Cr\$ 3.842.050.750 US\$ 17,115,000 (05/11/82)
H Massey Perkins S.A.	Fabricação de motores e máquinas agrícolas.	Iochpe	Cr\$ 90.478.776.000 US\$ 52,000,000 (29/06/84)
I CPC - Cia. Petroquímica Camaçari	Fabricação de MVC e PVC.	Odebrecht, Petroquisa e Mitsubishi	Cr\$ 31.425.250.000 US\$ 13,500,000 (01/10/84)
J CPM Informática S.A.	Representação, montagem e assistência técnica de equipamentos de informática.	Bradesco e A. Albuquerque	NCz\$ 1.239.600 US\$ 110.000 (29/12/89)

quadro I - Resumo das operações de ações preferenciais resgatáveis no Bras

Composição Acionária antes da operação ord. e pref.	Data da AGE/RCA do aumento de capital	Características básicas da emiss			
		Classe de ações	Quantidade	Preço N/Cr\$	Mo N/C
1.850.000.000 ord	28/04/82	ord. pref. resg.	100.000.000 2.900.000.000	1,00 1,00	1 2,9
1.430.000.000 ord 520.000.000 pref A	21/08/82	pref. B	550.000.000	1,70	9
700.000.000 ord 600.000.000 pref A	21/08/82	pref. B	300.000.000	1,70	5
750.000.000 ord 1.500.000.000 pref A	21/08/82	ord. pref. B	150.000.000 300.000.000	1,20 2,00	18 60
921.244.830 ord 288.858.142 pref A	18/11/82	pref. B	30.000.000	5,00	15
1.827.752.828 ord 2.065.020.564 pref A 1.065.712.492 pref B	03/11/82	pref. C	524.000.000	1,50	78
1.277.603.628 ord 880.851.852 pref A	05/11/82	pref. C	706.713.780	2,83	2.00
6.884.586.000 ord 2.465.269.000 pref A 859.500.000 pref B 1.173.500.000 pref C 0.314.000.000 pref D	29/04/84	pref. E pref. F	25.785.000.000 5.157.000.000	1,00 1,00	25,7 5,15
864.671.053 ord 820.328.947 pref A	02/10/84	pref. B	100.000.000	130,00	13.00
1.339.600 ord	29/12/89	pref. resg.	969.536	68,16	66.08

(1982 - 1989)

Código	Relação do aumento		Custo de distribuição		Banqueiro Líder
	capital	ações	coord./coloc.		
10	58,9%	162%	2%	5%	INVESPLAN
10	28,2%	47,95%	4,35%	global	INVESPLAN
10	25,3%	23,08%	4,35%	global	INVESPLAN
10	34,7%	20%	4,35%	global	INVESPLAN
10	5%	2,29%	1%	3%	DENASA
10	15,9%	10,56%	???		UNIBANCO
10	52,1%	32,74%	0,5%	5%	UNIBANCO
10	34,2%	27,7%	0,67%	5,5%	UNIBANCO BRADESCO CREFISUL ECONOMICO
0	41,4%	5,93%	1%	5%	IOCHPE
4	5331%	72,37%	não houve		-

UFRGS
Escola de Administração

CASO A: Standard Eléctrica S.A.

Esta foi a primeira experiência, no mercado brasileiro, de utilização de ações preferenciais resgatáveis e o seu grande valor reside no fato de ter inovado no assessoramento do mercado acionário. As ações eram conversíveis, a qualquer tempo, em ações preferenciais classe A, por opção dos detentores das mesmas, e os novos acionistas tinham direito à percepção de dividendos pró-rata temporis no primeiro exercício social, e, um incentivo fiscal de 30% do valor de subscrição nos termos do D.L. nº 1.841, de 29/12/80.

A emissão destas ações objetivava o resgate de empréstimos a fim de regularizar a situação financeira da empresa. O resgate deveria ser feito em 30 de junho de 1985, pela empresa, e prometia um valor de resgate, corrigido monetariamente desde a subscrição, acrescido de 10% ao ano de valorização real, através de uma fórmula especial (ver capítulo 6, item 6.1.2.). O resgate dar-se-ia sem redução do capital social e mediante a utilização do Fundo de Reserva.

O resgate destas ações, no entanto, não foi realizado em bolsa de valores na data aprazada, sendo que muito pouco se sabe sobre a continuidade das mesmas, pois a empresa trocou de controlador e de denominação, passando a ser Standard Eletrônica S.A., controlada pelo Sr. Samsão Woiler. Entretanto, na ata da assembléia de 30/06/86, encontra-se o resgate de 4.369.500 ações resgatáveis e, na ata da assembléia de 28/04/89, a empresa, depois do término do prazo para resgate de ações, converteu compulsoriamente as remanescentes, extinguindo a classe de resgatáveis.

CASO B: Perdigão Alimentos S.A.

Neste caso, as ações eram conversíveis, a qualquer tempo, em ações preferenciais classe A, por opção dos detentores das mesmas, sendo que os novos acionistas tinham direito à percepção de dividendos integrais para o exercício social iniciado em 01/01/83, e um incentivo fiscal de 30% do valor de subscrição nos

termos do D.L. nº 1.841, de 29/12/80.

O pagamento da subscrição das ações durante o prazo de preferência era de Cr\$ 0,17 e de Cr\$ 1,51 em 10/11/82, representando um total de Cr\$ 1,68, enquanto que o preço de subscrição para a colocação pública era de Cr\$ 1,70 no ato da subscrição. Estes preços diferenciados buscavam equalizar a posição dos antigos acionistas em relação aos novos subscritores. O prazo entre as integralizações beneficiaria os subscritores devido à inflação e aos juros neste período caso o preço fosse o mesmo para todos.

A emissão destas ações objetivava a redução de dívidas assumidas por força de investimentos já realizados, e a Perdigão Indústria e Comércio S.A. oferecia a garantia de recompra das ações como reforço de garantia para a operação.

O resgate foi realizado a partir de 20/02/85, sem redução do capital social, por oferta em bolsa de valores. O valor de resgate era corrigido monetariamente e acrescido de 12% de juros ao ano, desde a subscrição, conforme fórmula própria de resgate (ver capítulo 6, item 6.1.2.). Caso as ações não fossem apresentadas para resgate por um prazo de 90 dias após a data de resgate, elas seriam convertidas, automaticamente, em preferenciais classe B.

O resultado da oferta pública em bolsa representando a totalidade das ações resgatáveis existentes, conforme publicação na Gazeta Mercantil de 18/06/85, foi a seguinte:

a) 2.583.614 ações foram convertidas em preferenciais classe A; e

b) 531.815.576 ações foram convertidas em novas ações preferenciais resgatáveis classe C, por um período adicional de dois anos, com condições semelhantes, e convertidas até o prazo final.

CASO C: Perdigão Agroindustrial S.A.

Esta operação foi idêntica à da Perdigão Alimentos S.A., e o resultado da oferta pública em bolsa, representando a totalidade das ações resgatáveis existentes, conforme publicada na Gazeta

Mercantil de 18/06/85, foi a seguinte:

a) 6.373.425 ações foram convertidas em preferenciais classe A; e

b) 847.999.341 ações foram convertidas em novas ações preferenciais resgatáveis classe C, por um período adicional de dois anos, com condições semelhantes, e convertidas até o prazo final.

CASO D: Perdigão Indústria e Comércio S.A.

Operação muito semelhante às outras duas do mesmo grupo, exceto pela garantia de recompra adicional que, neste caso, não existiu. O preço de subscrição era de Cr\$ 0,20 na subscrição das ações durante o prazo de preferência e de Cr\$ 1,51 em 10/11/82, representando um total de Cr\$ 1,68, e o preço de subscrição para a colocação pública era de Cr\$ 1,70, no ato.

O resultado da oferta pública em bolsa representando a totalidade das ações resgatáveis existente, conforme publicado na Gazeta Mercantil de 18/06/85, foi a seguinte:

a) 5.302.961 ações foram convertidas em preferenciais classe A; e

b) 803.996.623 ações foram convertidas em novas ações preferenciais resgatáveis classe C, por um período adicional de dois anos, com condições semelhantes, e convertidas até o prazo final.

CASO E: Polipropileno S.A.

Os recursos desta emissão se destinavam ao reforço do capital de giro da empresa, e as ações eram inconversíveis em quaisquer outras classes de ações, fazendo jus ao dividendo integral do exercício iniciado em 01/11/82.

A integralização foi feita com Cr\$ 0,50 no direito de preferência e Cr\$ 4,50 em 30/12/82. Para a colocação pública, a primeira parcela foi cobrada na reserva de ações e a segunda no mesmo momento que os demais. Isto visava o melhor aproveitamento,

por parte dos subscritores, do incentivo fiscal. O preço de subscrição era dividido em Cr\$ 2,30 para a conta capital e Cr\$ 2,70 para ágio. Tal medida tinha por objetivo aumentar as reservas passíveis de utilização no momento de resgate, pois este não previa a redução do capital social por suas conseqüências danosas aos acionistas.

O resgate da totalidade das ações foi realizado em 30/01/85, por oferta em bolsa de valores, como pactuado na emissão, conforme ata da assembléia de 29/05/85, pelo valor de subscrição corrigido monetariamente e acrescido de juros anuais de 6% (ver capítulo 6, item 6.1.2.), por oferta em bolsa de valores. Pode parecer que a remuneração proposta pela empresa fosse muito baixa para atrair subscritores; o que aconteceu de fato é que o benefício fiscal para as pessoas físicas, neste caso, igual a 45% do valor subscrito, aumentou a rentabilidade para 37,2% ao ano por um período de 25 meses. O fluxo de caixa desta operação, supondo a subscrição de \$100 e utilizando a totalidade do incentivo fiscal, é o seguinte:

31/12/82	(100,00)	compra das ações
31/03/83	45,00	IR que se deixa de pagar
30/01/85	112,91	resgate das ações

CASO F: Nitrocarbono S.A.

O objetivo desta emissão era obter recursos para a adequação do capital de giro ao ritmo dos negócios da empresa, e as ações poderiam ser conversíveis em preferenciais A, por opção do acionista, sómente 30 meses após a sua emissão, ou seja, no resgate ou depois dele, sendo que os dividendos seriam integrais para o exercício social iniciado em 01/01/83. O incentivo fiscal era de 45% sobre o valor investido, e o preço de subscrição foi dividido em Cr\$ 1,00 para capital e Cr\$ 0,50 para reserva de ágio.

O resgate das ações foi total, por oferta pública em bolsa de valores, conforme definição do valor de resgate (ver capítulo 6, item 6.1.2.), pelo valor unitário de Cr\$ 11,98, em 26/06/85, conforme publicado na Gazeta Mercantil de 22/06/85.

É importante ressaltar que nesta operação foram realizadas

assembléias de preferencialistas A e B, para obter a autorização da criação de uma nova classe de ações, mais privilegiada, evitando assim o direito de retirada destes preferencialistas.

CASO G: Hering Nordeste S.A.

O objetivo desta captação de recursos era o fortalecimento do capital de giro da empresa, sendo que as ações eram inconversíveis em outra classe de ações e os detentores das ações resgatáveis tinham direito a um dividendo pró-rata temporis no exercício social da subscrição e integral daí em diante, havendo ainda um incentivo fiscal de 45% sobre o valor subscrito. O preço de subscrição foi dividido em Cr\$ 1,78 para capital e Cr\$ 1,05 para reserva de ágio.

O resgate das ações foi total, por oferta pública em bolsa de valores, conforme definição do valor de resgate (ver capítulo 6, item 6.1.2.), pelo valor unitário de Cr\$ 82,88, entre 13/02 a 21/02/86, conforme publicado no Jornal do Comércio da Bahia de 25/01/86. No cálculo do valor de resgate foi necessário complementar o valor apurado até o valor de subscrição, corrigido monetariamente.

A empresa realizou uma assembléia de preferencialistas para evitar o direito de retirada e permitir a abertura do seu capital.

Na formulação destas ações não foi mencionado o percentual do lucro que iria compor o fundo de resgate caso a controladora, Cia. Hering, não se oferecesse para resgatá-las, como garantia adicional, como o fez, isto poderia representar um alto risco para os novos acionistas subscritores das ações resgatáveis.

CASO H: Massey Perkins S.A.

A operação da Massey foi a única que tinha o objetivo específico de ser uma via de acesso para os novos acionistas que temiam pelo futuro da empresa no momento da sua nacionalização. A empresa pagava aos banqueiros uma comissão adicional de 5% em

relação aos 0,5% originais, caso o acionista no momento da subscrição efetuasse a conversão de resgatável para preferencial A. O subscritor também recebia um bônus de 50% caso convertesse as suas ações nos primeiros 60 dias. O incentivo fiscal era desprezível, já que seu valor era de apenas 10%.

Em 31/12/84, poucos meses após a sua emissão, 18.443.259.000 e 4.814.281.000, das ações resgatáveis E e F, respectivamente, foram convertidas em preferenciais A. Até 31/12/85, tinham sido convertidas mais 1.075.665.000 e 42.905.000, respectivamente, das classes E e F para a classe A. A totalidade da classe E foi convertida até 31/12/86, e mais 50.954.000 da classe F, sendo que o restante foi resgatado por oferta pública em bolsa de valores.

A Parisa Participações e o BNDES, solidariamente, ofereceram garantia de recompra das ações se no momento do resgate a empresa não tivesse fundos suficientes para fazê-lo sem reduzir o capital social. O valor de resgate contemplava correção monetária e juros de 12% ao ano, conforme fórmula de resgate (ver capítulo 6, item 6.1.2.).

CASO I: Companhia Petroquímica Camaçari (CPC)

Neste caso, recursos destinavam-se ao reforço do capital de giro da emissora, e as ações eram inconversíveis em outra classe de ações. Elas tinham, no entanto, prioridade na distribuição de um dividendo mínimo, não cumulativo, de Cr\$ 1,00 (um cruzeiro), anualmente, por ação, e dividendos integrais a partir do exercício social seguinte a subscrição. Este dividendo mínimo foi criado com o objetivo de existir uma diferenciação real entre as classes A e B de ações preferenciais pois, caso contrário, quando todas as vantagens são iguais, não se pode ter duas classes distintas de ações, conforme determina a Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, Capítulo III, Seção III, artigos 15, 16, 17, 18 e 19.

As ações seriam mantidas em conta de depósito, em nome dos seus titulares, na Instituição que a Companhia designasse, sem emissão de certificados. Naquele momento era possível haver ações

nominativas e ao portador, diferentemente de hoje, após o Plano Brasil Novo de março/90. A empresa desejava ter o controle completo sobre a posse das suas ações resgatáveis tendo em vista que, em um momento futuro, caso não fosse possível pagar dividendos por três exercícios consecutivos, estas passariam a ter direito de voto nas assembleias, quebrando o equilíbrio dinâmico entre os três tipos de sócios.

A operação foi dimensionada adequadamente, mas, durante o período de preferência, a legislação fiscal foi alterada, resultando num número menor de possíveis investidores buscando incentivo fiscal. A subscrição não atingiu o volume total do aumento de capital. A empresa teve que fazer o cancelamento da operação e diminuição do montante de subscrição, nos termos do Parecer CVM nº 8, de 04/08/81. Ofereceu aos subscritores a possibilidade de reaver o dinheiro, obtendo uma operação de 2.770.620 ações nos mesmos valores da operação original, conforme ata da reunião do Conselho de Administração de 02/07/85.

A empresa fixou a data de emissão em 31/10/84. Isto facilitava os cálculos e tentava evitar o tratamento diferenciado entre os acionistas no período de preferência e aqueles na colocação pública.

O resgate da totalidade das ações foi realizado em 30/12/86, conforme publicado na Gazeta Mercantil de 27/01/86, pelo valor de subscrição corrigido monetariamente acrescido de juros anuais de 8% ao ano (ver capítulo 6, item 6.1.2.), por oferta em bolsa de valores. Considerando o benefício fiscal para as pessoas físicas, neste caso igual a 45% do valor subscrito, a rentabilidade aumenta para 36,25% ao ano, por um período de 26 meses.

CASO J: CPM Informática S.A.

A operação objetivava a redução do passivo de curto prazo, reduzindo, em consequência, a participação do capital de terceiros na composição do capital total da companhia sem, contudo, alterar a estrutura de controle. Assim, este tipo de capitalização teve como objetivo real o saneamento financeiro da empresa sem desbalancear o controle da mesma. No caso, um dos

sócios podia fazer o aporte de capital e o outro, além de não dispor de recursos, não tinha o desejo de aumentar o seu endividamento pessoal. Como a vinculação de ambos, ao que tudo indica, é muito positiva, o sócio mais estruturado está ajudando o outro no intuito de manter o trabalho conjunto.

As ações são conversíveis em preferências A, por desejo do subscritor e aprovação da assembleia, e apresentam um dividendo mínimo, pagável até 31 de janeiro do ano seguinte ao encerramento do exercício social, de acordo com a seguinte fórmula:

$$DM = VNT [0,40 \times (1,40)^{n-1}] \times \frac{BTNF\ 1}{BTNF\ 0}$$

onde:

DM = Dividendo mínimo cumulativo de cada exercício por ação;

VNT = Valor nominal teórico das ações preferenciais resgatáveis, ou seja, o valor do capital corrigido monetariamente até a data do encerramento do exercício social, relativo às ações preferenciais resgatáveis, dividido pelo número total de ações preferenciais resgatáveis;

n = Período medido em anos, entre 29.12.89 e a data de pagamento do dividendo, considerando o ano calendário, devendo-se considerar as frações até a sexta casa decimal;

BTNF 1 = Valor do BTNF do dia do pagamento do dividendo;

BTNF 0 = Valor do BTNF do dia do encerramento do exercício social.

O valor de resgate foi definido por uma fórmula específica que foge dos padrões das demais. Embora não cumpra todos os requisitos legais, ela atende as necessidades de ambos os sócios, e as suas características foram discutidas no capítulo 6, item 6.1.2..

Como esta foi uma emissão com colocação privada, ela não teve custos de emissão. Neste caso o preço da ação é totalmente irrelevante, tendo em vista que o resgate, que deverá ser realizado em 31/01/94, é o objetivo principal. Haja visto que a dotação do lucro para o fundo de resgate é 95% deste após o pagamento dos dividendos.

9. CONCLUSÕES

As ações preferenciais resgatáveis são um instrumento de captação de recursos a médio e longo prazo, sendo a sua utilização em períodos de bolsa em baixa muito recomendável, especialmente porque nestes momentos encontramos investidores compulsórios ávidos por investimentos em ações.

Para o gestor da empresa, a ação resgatável é uma forma de minimizar os riscos financeiros e uma opção real de captação de recursos a prazos superiores aos disponíveis no mercado. Para a gestão, a emissão de resgatáveis é como se fosse a emissão de uma dívida com a possibilidade de ser conversível em ação normal quando a empresa, a bolsa, ou ambas, melhorarem.

Para o investidor, as ações resgatáveis são um título de renda fixa que em algum momento no futuro pode apresentar uma rentabilidade adicional, pela conversão e conseqüente venda no mercado. Por outro lado, o uso de resgatáveis é muito recomendado para uma empresa fechada que queira abrir o capital em um momento de bolsa em queda, ou mesmo possibilitar um maior conhecimento, por parte dos investidores, antes de passar pelo teste da abertura com ações normais.

Tendo em vista os instrumentos existentes no mercado e as características das ações preferenciais resgatáveis, é possível afirmar que elas são um instrumento válido e sem similar. Um bom exemplo disso é o fato de que o uso das ações preferenciais resgatáveis em associações entre empresas e "venture-capitals" com o objetivo de adequar os objetivos distintos dos diversos participantes é inevitável por ser o único instrumento de capitalização com características próprias, conforme foi discutido no capítulo 6.1.. Além disso, há que ser considerado que os custos cobrados pelos banqueiros nas operações realizadas foram compatíveis com a prática de mercado, de hoje e da época das respectivas emissões.

Das dez operações realizadas e de que se tem conhecimento até o momento, nove (sobre o caso da Standard não é possível afirmar nada por falta de informações) obtiveram o retorno

desejado para o objetivo proposto. Quatro delas, se utilizaram das prerrogativas do incentivo fiscal, hoje não mais existente, com o objetivo de obter recursos a mais longo prazo com um custo pequeno para a empresa, boa taxa de rentabilidade para o investidor e o governo pagando a diferença.

Das dez operações, seis eram conversíveis, sendo que três foram parcialmente convertidas (grupo Perdigão) e uma quase totalmente (Massey).

Na operação de nacionalização da Massey Perkins S.A., hoje Maxion S.A., este instrumento foi utilizado com maestria. O objetivo era captar recursos não onerosos num mercado em baixa e com grandes dúvidas sobre o futuro do empreendimento. O benefício fiscal das dívidas, caso fosse utilizado debentures conversíveis como instrumento de captação, foi despresado pelos gestores pois este procedimento acarretaria um lucro final menor no balanço de resultados da empresa e, conseqüentemente, mais dúvidas sobre a efetiva recuperação do empreendimento ocasionando maiores dificuldades para a possível conversão das resgatáveis em ações normais. O resultado foi plenamente alcançado, visto que a grande maioria das ações foram convertidas em ações normais a valores bastante próximos do valor patrimonial; o menor foi 66% deste valor, quando o risco era alto e a relação preço de bolsa por valor patrimonial das ações, habitual do mercado brasileiro era muito baixa.

Nas operações de mercado não objetivando benefício fiscal, foi verificado que o tamanho médio da emissão foi de 36,3% quando tomado o capital social como base, e de 56% baseado no número de ações existentes, o que significa um tamanho eqüivalente com as demais emissões existentes.

Um aspecto ponderável que deve ser ressaltado é que a tributação é um fator determinante para a utilização atual e futura das ações preferenciais resgatáveis. Dos dez casos existentes somente a Massey não apresentava prejuízo fiscal acumulado, imposto de renda reduzido (6% para a atividade agrícola no grupo Perdigão) ou isenção de pagamento do imposto de renda (empresas da SUDENE). Atualmente, o alto pagamento de dividendos é mais vantajoso em relação ao maior valor de resgate devido ao imposto sobre lucros a distribuir (ILL). No momento em

que for permitida a dedutibilidade dos dividendos na apuração do lucro tributável das empresas, ou quando os juros perderem o incentivo fiscal que permite a sua alocação como despesa dedutível, ou mesmo quando as alíquotas do imposto de renda das empresas baixarem, terer-se-á um grande impulso na utilização deste instrumento.

O estudo de campo demonstrou que a grande maioria dos entrevistados, atores representativos, pela importância e pelo tamanho, do mercado de capitais brasileiro, não conhecem o instrumento intitulado "ações preferenciais resgatáveis". Isto explica porque o número de casos no Brasil, em que as ações preferenciais resgatáveis foram utilizadas, é muito pequeno até o momento.

Finalmente, tendo em vista as análises e discussões desenvolvidas neste trabalho, espera-se que o mercado de capitais procure, cada vez mais, soluções criativas para enfrentar os desafios, que são cada vez maiores. Mais ainda, embora não seja o escopo deste trabalho, sugere-se que em casos específicos e em programas de grande envergadura, como o projeto brasileiro de privatização, as ações preferenciais resgatáveis sejam amplamente utilizadas. O momento econômico atual e os riscos individuais de cada empresa a ser privatizada fazem com que a situação seja muito semelhante à da nacionalização da Massey Perkins.

10. BIBLIOGRAFIA

- ALTMAN, Edward. Handbook of Corporate Finance. New York, John Wiley and Sons, 1986.
- ANDERSON, John & KEENAN, Denis. Redemption and Purchase of own Shares. Accountancy. UK, May 1987, p. 90-93.
- ARCHER, Stephen H., CHOATE, G. Marc & RACETTE, George. Financial Management - An Introduction. New York, John Wiley and Sons, 1979.
- ARMITAGE, Brian. Tax Implications for Managers in a Buyout Scheme. Accountancy. UK, Jan 1985, p. 102-104.
- BAKER, Marci. Secondary Offering Nets \$130 Million. Pensions & Investment Age. USA, Feb 17, 1986, p. 1-79.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 1.363 - Dispõe sobre as aplicações compulsórias para seguradoras, de 30 de julho de 1987.
- _____. Resolução nº 1.382 - Dispõe sobre as aplicações compulsórias para seguradoras, de 27 de agosto de 1987.
- _____. Resolução nº 1.612 - Dispõe sobre as aplicações compulsórias para fundos de pensão, de 23 de junho de 1989.
- BIERMAN, Jr., Harold & SMIDT, Seymour. Financial Management for Decision Making. New York, Macmillan, 1986.
- BILDERSEE, John S. Some Aspects of the Performance of Non-Convertible Preferred Stocks. Journal of Finance. Dec 1973, p. 1187-1202.
- BRASIL. Decreto-Lei nº 1.510 - Dispõe sobre a tributação de resultados obtidos na venda de participações societárias pelas pessoas físicas, 27 de dezembro de 1976.
- _____. Decreto-Lei nº 1.841 - Dispõe sobre benefícios fiscais a investimentos de interesse econômico-social, 29 de dezembro de 1980.
- _____. Lei 6.404 - Dispõe sobre as Sociedades por Ações, 7 de dezembro de 1976.
- _____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 10 - Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em

tesouraria, e respectiva alienação, 14 de fevereiro de 1980.

_____. _____. Parecer de Orientação nº8 - Inadmissibilidade da homologação de aumento de capital em bases diversas das originalmente estipuladas por ocasião de sua autorização, 4 de agosto de 1981.

_____. Receita Federal. Regulamento do Imposto de Renda, Seção IV, Subseção III, Art. nº 377 - Restituição de Capital após a Capitalização.

_____. _____. Instrução Normativa nº004 - Dispõe sobre o imposto de renda incidente nos ganhos auferidos em operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e instituições assemelhadas, a partir de 01/01/91, 14 de janeiro de 1991.

BREALEY, Richard & MYERS, Stewart, Principles of Corporate Finance. 3rd. ed. New York, McGraw-Hill, 1988.

CARVALHOSA, M. de J. B. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo, Saraiva, 1977.

CASAGRANDE NETO, Humberto. Abertura do Capital de Empresas no Brasil - um enfoque prático. São Paulo, Atlas, 1985.

COHEN, Jerome B., ZINBARG, Edward D. & ZEIKEL, Arthur. Investment Analysis and Portfolio Management. 4th. ed. Homewood, Illinois, USA, Richard D. Irwin, Inc., 1982.

COTTLE, Sidney, MURRAY, Roger F. & BLOCK, Frank E.. Graham and Dodd's Security Analysis. 5th. ed. New York, McGraw-Hill, 1988.

DAS, Satyajit. Preference Share Financing for Australian corporate treasurers. Australian Accountant. Austrália, Sep 1985, p. 47-55.

DONALDSON, Gordon. In Defense of Preferred Stock. Harward Business Review. Jul/Aug 1962, p. 123-136.

ELSAID, Hussein H. The Funtion of Preferred Stock in the Corporate Financial Plan. Financial Analysts Journal. Jul/Aug 1969, p. 112-117.

FACCIONI, Victor. A Verdade sobre os Fundos de Pensão. Fôlha de São Paulo. São Paulo 10 jul. 1990, p. B-2.

FINNERTY, John D. An Analytical Framework for Evaluating Securities Innovations. Journal of Corporate Finance. Winter 1987, p. 3-18.

- _____. Financial Engineering in Corporate Finance: an Overview. Financial Management. Winter 1988, p. 14-33.
- FISCHER, Donald E., & WILT, Jr., Glenn A. Non-convertible Preferred Stock as a Financing Instrument 1950-1965. Journal of Finance. XXIII, Sep 1968, p. 611-624.
- _____. & JORDAN, Ronald J. Security Analysis and Portfolio Management. 5th. ed., Englewood Cliffs, New Jersey, USA, Prentice-Hall, 1991.
- FOLHA DE SÃO PAULO. São Paulo, 17 out. 1990. Informe Econômico. p. B-2.
- FRANCIS, Jack Clark. INVESTMENTS - Analysis and Management, 3rd ed. New York, McGraw-Hill, 1980.
- GAZETA MERCANTIL. Balanço Anual, 1990.
- GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. 3ed. São Paulo, Harper & Row do Brasil, 1984.
- HOFFMAN, Harold M. & BLAKEY, James. You Can Negotiate with Venture Capitalists. Harvard Business Review, Mar/Apr 1987, p. 16-24.
- JORNAL ABRAPP. 1ª quinzena set. 1990, p. 4.
- KANE, Edward J. Accelerating Inflation, Technological Innovation, and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation. Journal of Finance. May 1981, p. 355-367.
- _____. Technological and Regulatory Forces in the Developing Fusion of Financial-Services Competition. Journal of Finance. July 1984, p. 759-772.
- LEVY, Haim, & SARMA, Marshall. Principles of Financial Management. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, 1988.
- LIM, Quek Peck. International Equities: equities are fused with new elements. Euromoney. UK, September 1986, p. 226-229.
- LIMA, Osmar Brina Corrêa. Sociedade Anônima - Textos e Casos. Rio de Janeiro, Forense, 1991.
- MATHUR, Iqbal. Introdução à Administração Financeira. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, 1985.
- MELICHER, Ronald W. Financing with Convertible Preferred Stock : COMMENT. Journal of Finance. XXVI, Mar/1971, p. 144-147.
- MILLER, M. H. Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next. Journal of Financial Quantitative Analysis. December 1986, p. 459-471.

- MONTEZANO, Roberto M. Capital de Risco - Uma Alternativa de Financiamento. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1983.
- OLIVEIRA, Miguel Delmar. Introdução ao Mercado de Capitais. 6ed., Rio de Janeiro, Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1991.
- ORMEROD, John & BURNS, Ian. The Risk Capital Market can be Rough and Thorny. Accountancy. UK, December 1985, p. 77-80.
- PINCHES, George E. Financing with convertible Preferred Stock, 1960-1967. Journal of Finance. XXV, Mar/1970, p. 53-63.
- _____. Financing with Convertible Preferred Stock, 1960-1967: REPLY. Journal of Finance, XXVI, Mar/1971, p. 150-151.
- REVISTA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Rio de Janeiro, set./dez. 1983. Parecer sobre Resgate de Ações - Atuação Reguladora da CVM. 1(3):19-33.
- RICHARDS, Roberts. Imputation Legislation. Australian Accountant. Australia, May 1987, p. 63-65.
- ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jeffrey F. Corporate Finance. 2nd. ed., Boston, Richard D. Irwin, 1988.
- SALOMON, Ezra & PRINGLE, John J. An Introduction to Financial Management. 2nd. ed., Glenview, USA, Scott, Foreman, 1980.
- SAMUELS, J.M. & WILKES, F.M. Management of Company Finance. 2nd ed., London, Thomas Nelson and Sons, 1975.
- SANTOW, Leonard Jay. Ultimate Demise of Preferred Stock as a Source of Corporate Capital. Financial Analysts Journal. May/Jun 1962, p. 47-54.
- SAUVAIN, Harry C. Investment Management. 4th ed., Englewood Cliffs, New Jersey, USA, Prentice-Hall, 1973.
- SCHALL, Lawrence D., & HALEY, Charles W. Introduction to Financial Management. 5th ed., New York, McGraw Hill, 1988.
- SHAPIRO, A. C. Guidelines for Long-Term Corporate Financing Strategy. Midland Corporate Finance Journal. Winter 1986, p. 6-19.
- SEMINÁRIO ABRASCA - POR ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO. Revista Bolsa. Rio de Janeiro, 27 dez. 1982, p. 17-35.
- SILBER, William L. The Process of Financial Innovation. American Economic Review. May 1983, p. 89-95.
- SPRECHER, C. Ronald. A Note on Financing Mergers with Convertible Preferred Stock. Journal of Finance. XXVI,

- Jun/1971, p. 683-685.
- TAYLOR, Jared. Slick Moves at Occidental. Institutional Investor. USA, XIX, Mar/1985, p. 267-268.
- TEIXEIRA, E. L. & GUERREIRO, J.A.T. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. São Paulo, José Bushatsky Ltda., 1979.
- VAN HORNE, James C. Of Financial Innovations and Excesses. Journal of Finance. July 1985, p. 612-631.
- _____. Financial Management and Policy. 8th ed., Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, 1989.
- WESTON, J.Fred & BRIGHAM, Eugene F. Managerial Finance. 6th ed., Hinsdale, USA, The Dryden Press, 1978.
- WESTON, J.Fred & COPELAND, Thomas E. Managerial Finance. 8th ed., Hinsdale, USA, The Dryden Press, 1986.
- WEYGANDT, Jerry J. A Comment on Financing with Convertible Preferred Stock, 1960-1967. Journal of Finance. XXVI, Mar/1971, p. 148-149.