



BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

CONSULPUC - SERVIÇOS TÉCNICOS LTDA

II Curso De Integração Profissional De Adestrandos

**A ATUAÇÃO DO SISTEMA BNDE NO MERCADO ACIONÁRIO
CAPITALIZAÇÃO DA EMPRESA PRIVADA NACIONAL**

MAURÍCIO VASCONCELOS GALVÃO

ABRIL DE 1977



II CURSO DE INTEGRAÇÃO PROFISSIONAL DE ADESTRANDOS DO BNDE

BANCO NACIONAL DO
DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO - D. A.
BIBLIOTECA

A ATUAÇÃO DO SISTEMA BNDE NO MERCADO ACIONÁRIO CAPITALIZAÇÃO DA EMPRESA PRIVADA NACIONAL

MAURÍCIO VASCONCELOS GALVÃO

Abril de 1977

S U M Á R I O

INTRODUÇÃO

I. O SISTEMA BNDE E A CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS NACIONAIS

- a) Operações de "Underwriting"
- b) Operações como Agente do FUMCAP
- c) Lançamento de Debêntures

II. INVESTIMENTOS BRASILEIRAS S/A - IBRASA

III. PRIORIDADES SETORIAIS

- a) Alimentação
- b) Metal-mecânico e Componentes Eletro-Eletrônicos
- c) Químico
- d) Outros Setores

IV. PROGRAMAS

- a) Operações de "Underwriting" no Mercado de Capitais
- b) Fortalecimento da Competitividade da Empresa Privada Nacional
- c) Desenvolvimento da Empresa Regional

d) Programa Especial de Apoio às Exportações

V. INSUMOS BÁSICOS S.A. FINANCIAMENTOS E PARTICIPAÇÕES - FIBASE

a) Fertilizantes e suas Matérias-primas

b) Metais não-ferrosos e suas Matérias-primas

c) Papel e Celulose e Pasta Mecânica

d) Produtos de Química Inorgânica

e) Petroquímica

f) Matérias-primas para a Indústria Farmacêutica

VI. MECÂNICA BRASILEIRA S/A. - EMBRAMEC

a) Projetos Básicos

b) Projetos Especiais

VII. APLICAÇÃO DOS RECURSOS DO PIS/PASEP EM BOLSA

VIII. ATUAÇÃO DO BNDE COMO "STAND BY UNDERWRITER" -
TRANSFORMAÇÃO DE CRÉDITOS DO BNDE NAS EMPRESAS/
EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA-RESOLUÇÃO Nº 485, DE
24.03.76.

IX. PROGRAMA ESPECIAL DE APOIO À CAPITALIZAÇÃO DA
EMPRESA PRIVADA NACIONAL-RESOLUÇÃO Nº 491, DE 24.
06.76. E ORDEM DE SERVIÇO Nº 2, DE 03.09.76.

X. GARANTIA DE RECOMPRA DE AÇÕES RESULTANTES DE
"UNDERWRITING" FIRME-RESOLUÇÃO Nº 492, DE 24.
06.76.

XI. OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO A ACIONISTAS-RESO-
LUÇÃO Nº 497, DE 30.07.76.

XII. AVALIAÇÃO DA ATUAÇÃO DO SISTEMA BNDE

CONCLUSÃO.

INTRODUÇÃO

O crescimento econômico pode ser entendido, em um conceito mais abrangente, como o aumento da riqueza da sociedade, consubstanciado na maior disponibilidade de bens e serviços que possam atender às necessidades dos indivíduos.

A viabilidade deste crescimento condiciona-se, inicialmente, a que uma parcela dos rendimentos atuais da sociedade, representada pelo sacrifício do consumo presente, seja desviada para a constituição de poupança, que, por sua vez, seja deslocada para atividades que permitam a ampliação da capacidade produtiva, gerando a possibilidade de maior consumo futuro.

Por outro lado, na maioria das economias existentes, existe uma separação entre as unidades que acumulam saldos financeiros (poupadores) e aquelas que os requerem para a expansão ou criação de novas atividades de investimentos (investidores), sendo raras as unidades que atuam, simultaneamente, com essas duas características, ou seja, unidades investidoras que são totalmente autosuficientes quanto aos recursos / necessários.

A eliminação desta dicotomia pode ser realizada pela intermediação financeira, que estabelece um elo entre os poupadores e investidores. Existem diversas formas dos intermediários financeiros alocarem as poupanças disponíveis. Sob a ôtica do aumento da capacidade produtiva, os procedimentos principais restringem-se aos empréstimos e financiamentos e às aplicações de risco.

No primeiro caso, o intermediário recolhe as poupanças e as transfere ao sistema produtivo, assumindo integralmente os riscos e os benefícios da operação. No segundo ca

so, ele aproxima os poupadores e os usuários da poupança, cabendo às unidades poupadoras os riscos e os benefícios de suas aplicações.

Além desta característica relativa aos dois procedimentos citados, existem duas outras que são de capital importância: a exigibilidade ou não dos recursos e o respectivo prazo de utilização. Em se tratando de empréstimos e financiamentos, o usuário dos recursos compromete-se a devolvê-los a partir de um determinado momento pré-fixado. O mesmo acontece com a remuneração relativa a estes recursos. Quando a alocação dos recursos é feita através de capital acionário, isto não acontece: os recursos são considerados não-exigíveis e, em consequência, o prazo de devolução dos recursos não existe. Quanto à sua remuneração, não existe prazo pré-determinado, sendo realizada quando as condições do usuário (empresa) a permitirem.

Consideramos, agora uma economia em fase de crescimento contínuo e acelerado. Os empreendimentos demandarão, então, um elevado volume de recursos. O atendimento desta necessidade de fundos sob a forma de empréstimos e financiamentos sucessivos pode ocasionar, a nível de empresa, a participação de capital exigível em um elevado grau, o que pode comprometer ou desequilibrar sua estrutura de capital e / ou levar à saturação da sua capacidade de endividamento. Nesta situação, os riscos associados a um novo empréstimo farão com que este não seja concedido. Como consequência, teremos a estagnação do empreendimento, ou seja, a impossibilidade de crescimento da empresa devido à sua capacidade de obter, no momento, os recursos necessários.

Este problema deixa de existir, quando há possibilidade da empresa obter recursos não-exigíveis através do mercado acionário, mesmo que seja para complementar os recursos obtidos em empréstimos e financiamentos.

De um modo geral, a importância do mercado acionário pode ser desdobrada, com relação aos seus benefícios, em:

A) Quanto às empresas:

- permite que as empresas tenham uma dimensão compatível com a escala e tecnologia específica do seu ramo de atividade e com a magnitude do mercado consumidor de seus produtos, pois o volume de recursos necessários excede de muito a capacidade de fornecimento por um grupo restrito de indivíduos;
- aumenta a capacidade creditícia das empresas. A entrada de recursos financeiros sob a forma de capital de risco, melhora a situação de solvabilidade dessas empresas, aumentando, em decorrência, sua capacidade de obter recursos no mercado financeiro;
- diminui os custos financeiros. Diretamente, pela diminuição do volume de recursos obtidos de empréstimos e financiamentos e, indiretamente, dada a melhor solvabilidade das empresas, os custos dos empréstimos obtidos serão inferiores.

B) Quanto ao crescimento da economia:

- aumenta a taxa de crescimento. Os empréstimos e financiamentos apresentam, geralmente, condições inadequadas quanto a prazos e custos de utilização destes recursos (excluídos os empréstimos subsidiados);
- permite a existência de um fluxo contínuo de investimentos. A alocação de recursos não exigíveis é uma fonte inesgotável de financiamento de qualquer investimento que as empre-

sas desejem realizar, não estando sujeita à capacidade de endividamento das empresas nem a prazos para a sua devolução.

C) Quanto ao aspecto social:

-permite que todos possam participar diretamente dos benefícios (lucros) auferidos pelas empresas.

Assim sendo, é essencial a existência de um mercado primário de ações desenvolvido, através do qual as empresas possam recorrer para complementarem os recursos obtidos em empréstimos e financiamentos, para as suas atividades de investimentos.

Por outro lado, enquanto as empresas desejam absorver estes recursos indissolúvelmente, os poupadores pretendem, em geral, aplicar temporariamente seus fundos. Portanto, é necessário, também, um mercado secundário desenvolvido, que permita aos poupadores, a reversão de suas decisões de compra e venda das ações.

Até 1964, o mercado de ações tinha uma participação inexpressiva quanto ao volume de recursos carregados para as empresas.

A partir deste ano, várias medidas foram realizadas, no âmbito governamental, com o objetivo de desenvolver e consolidar o mercado acionário, destacando-se: incentivos à atualização dos ativos físicos e à incorporação de reservas; incentivos à abertura do capital das sociedades anônimas; disciplinamento do mercado de capitais (reforma do Sistema Financeiro) e a criação do Fundo Fiscal 157 (os fundos deveriam aplicar 2/3 dos recursos em ações novas ou subscrição de debêntures conversíveis em ações).

Estes incentivos aliados com a aceleração do crescimento econômico tiveram como efeito, elevado crescimento do mercado de ações em que o volume de recursos era excessivamente superior à quantidade de títulos existentes, devido ao afluxo de uma grande massa de aplicadores às bolsas, com expectativas de realizarem lucros elevados a curtíssimo prazo. A falta de comportamento mais técnico e ético por parte dos participantes do mercado deu origem a uma completa distorção das funções do mercado primário e secundário de ações, culminando com reversão do mercado em 71.

A crise de confiança que houve com a queda da bolsa, fez com que os investidores individuais se afastassem progressivamente do investimento em ações. Através de diversos instrumentos, as autoridades governamentais tentaram evitar o esvaziamento do mercado e, simultaneamente, implementar a sua consolidação, destacando-se a entrada de recursos externos com pequeno resultado prático no mercado e as sucessivas alterações relativas ao funcionamento do Fundo Fiscal / 157 (sua atuação inicial visava o desenvolvimento do mercado primário, sendo, posteriormente, deslocada para a sustentação do mercado secundário de ações).

Assim a partir de 1971, as empresas nacionais ao participarem do esforço de crescimento da economia brasileira passaram a se deparar com o mercado de ações inoperante, sendo poucas as empresas que podiam realizar aumento de capital através de lançamentos públicos de ações. Simultaneamente com as dificuldades de obterem recursos não exigíveis para o financiamento de seus investimentos, as empresas tinham possibilidades de acesso a empréstimos oficiais, geralmente subsidiados.

Esta situação afetou, principalmente, as empresas privadas nacionais, que passaram a apresentar um endividamento crescente pela utilização de recursos exigíveis no financiamento de seu crescimento. Tendo em vista este fato,

as autoridades governamentais, paralelamente ao uso de políticas que visavam o fortalecimento do mercado acionário, passaram a utilizar órgãos oficiais com o objetivo de atuarem, mais diretamente na atenuação deste problema, através do fornecimento por parte destes órgãos, de recursos destinados a capital acionário e, também, com a finalidade de atuarem no mercado de ações, eliminando, se possível, os desequilíbrios estruturais que este apresentava.

A participação mais efetiva coube ao BNDE, com a criação de subsidiárias para aportes de capital de risco às empresas, aplicações de recursos do PIS / PASEP em bolsa e, mais recentemente, a criação de mecanismos especiais que visam uma maior capitalização das empresas nacionais privadas.

O SISTEMA BNDE E A CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS NACIONAIS

Em uma etapa inicial, aproximadamente até o final da década de 60, a atuação do BNDE quanto a aportes de capital de risco era restrita à modalidade de participação / societária em diversos empreendimentos. Os principais motivos que o levaram a atuar nesta modalidade foram:

- apoio a empreendimentos considerados de alto interesse para a economia nacional;
- transformação de seus créditos em empresas / que se encontravam em situação precária em participação societária, como única maneira de viabilizar os empreendimentos, e
- manutenção do valor real dos seus recursos evitando o desgaste inflacionário e obtendo, simultaneamente, uma melhor remuneração.

A partir do início desta década, o BNDE vem tendo uma atuação mais efetiva no mercado acionário. Inicialmente sua atuação obedeceu a duas razões principais: o crescente endividamento das empresas nacionais no esforço para atender o mercado consumidor e ampliar a produção a elevadas taxas anuais, devido à insuficiente capitalização e, à necessidade do Banco em garantir novas fontes de obtenção de recursos, pois na época não havia segurança quanto à continuidade das fontes em fornecer o volume de recursos requerido. Três modalidades de operação foram utilizadas:

A) - Operações de "Underwriting"

As operações de "underwriting" realizadas - referentes à Companhia Progresso Industrial do Brasil S.A., Fábrica Bangü, Companhia Força e Luz Cataguases-Leopoldina e Ericson do Brasil Comércio e Indústria - foram bem sucedidas, procu

rando o BNDE manter os custos dos lançamentos em níveis justos para as empresas, instituições financeiras e investidores. A situação que o mercado de ações apresentou após 71, inviabilizou novas operações.

B) - Operações como Agente do FUMCAP

O BNDE é agente do Fundo de Desenvolvimento/ do Mercado de Capitais desde 71. Apesar do alcance das modalidades de atuação do FUMCAP - subscrição, através de / "underwriting", de títulos e valores mobiliários e mecanismos de liquidez e sustentação dos títulos emitidos em decorrência de operações contratadas com recursos do Fundo e efetivamente colocados - devido às dificuldades operacionais do Fundo (Excessiva burocracia - BACEN/BNDE/CEF/IFC/AID e BI'S) só foram realizadas três operações: duas de lançamento de debêntures (Transparanã S.A. e Prosdócimo S.A.) e uma de lançamento de ações (Varig S.A.).

C) - Lançamento de Debêntures

Simultaneamente com as operações do FUMCAP, o BNDE tentou desenvolver o mercado de debêntures, através de operações de lançamento de debêntures conversíveis em ações. Foram realizados três lançamentos: dois com títulos da Telemig e um com a Telesp. A consolidação desse mercado é dificultada pela existência de empréstimos internos e externos a custos inferiores, embora estas operações sejam atrativas como uma abertura para as empresas obterem recursos, através de oferta pública de ações, pela criação de mercado para estas futuras ações.

A partir de 1974, a atuação do BNDE no sentido de apoiar a capitalização da empresa privada nacional - diretamente quanto à alocação de recursos não-exigíveis e, indiretamente por meio de medidas destinadas ao fortalecimento do mercado acionário - foi amplamente diversificada, através do uso dos seguintes instrumentos:

- criação das subsidiárias EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA com o objetivo primordial de carrear capital de risco às empresas nacionais privadas;
- aportes de recursos do PIS/PASEP em bolso visando atenuar o desequilíbrio estrutural existente em benefício de poucas ações;
- ✓ -Resolução 485/76 - permite a transformação de créditos do BNDE em participação societária nas empresas mutuárias com o objetivo de diminuir-lhes o grau de endividamento;
- ✓ -Resolução 491/76 (PROCAP) - destina recursos aos Bancos de Investimentos com a finalidade de que estes os apliquem em operações destinadas à melhoria da capitalização da empresa privada nacional;
- ✓ -Resolução 492/76 - concede aos Bancos de Investimentos e às sociedades corretoras garantia de recompra de ações resultantes de "underwriting" firmes por estes realizados;
- ✓ -Resolução 497/76 (FINAC) - destina recursos para serem repassados através de Bancos de Desenvolvimento ou Bancos Comerciais com carteira de desenvolvimento a acionistas de empresas privadas nacionais, para que estes possam integralizar subscrição das ações em aumentos de capital destas empresas, para execução de projetos financiáveis no âmbito do POC.

Esses instrumentos serão apresentados com mais profundidade a seguir.

INVESTIMENTOS BRASILEIROS S/A - IBRASA

A IBRASA foi constituída, em 12.06.74, sob a forma de Sociedade Anônima, cujo controle acionário é detido pelo BNDE.

A IBRASA, na forma de seus Estatutos Sociais, visa a :

- apoiar a empresa privada nacional;
- carrear recursos para a capitalização das empresas industriais brasileiras, notadamente as médias e aquelas que, de qualquer porte, se destacam como empresas líderes setoriais ou regionais;
- estimular a democratização de capital, e
- fortalecer o mercado de capitais.

As participações de capital do IBRASA podem ser através de ações ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto, porém, sempre em proporção minoritária; praticamente ainda a subscrição de debêntures conversíveis em ações e garantia de subscrição de ações.

Sempre que possível, a empresa busca contar com a participação de instituições financeiras privadas em suas aplicações de capital de risco, que devem contar com um horizonte finito, isto é, pretende que as ações compradas venham a ser devolvidas ao mercado. Assim sendo, as empresas atendidas devem ter boa qualidade de gestão e que permitam um retorno satisfatório à IBRASA.

De modo a atingir os objetivos, a IBRASA orienta suas aplicações por taxas de prioridades e por programas.

PRIORIDADES SETORIAIS

A prioridade concedida aos setores abaixo as sinalados significa que dentro de cada programa permanente, suas empresas receberão tratamento preferencial, havendo, para lelamente, uma concentração dos estudos e pesquisas setoriais. Os demais segmentos da economia serão atendidos dentro dos programas propostos porém, com um padrão mais rigoroso para concessão de prioridades.

Estes setores prioritários são:

A) Alimentação

O apoio a empresas privadas nacionais, do se tor de alimentos, sob a forma de capital de risco, abrange pro dução, processamento, fabricação e distribuição. Gozará de primeira prioridade nas aplicações da IBRASA.

B) Metal-Mecânico e Componentes Eletro-Eletrônicos

O setor de indústrias metal-mecânica e de componentes eletro-eletrônicos e, em especial, as indústrias/ deste setor que funcionam como apoio ao setor de equipamentos, gozarão de segunda prioridade nas operações da IBRASA.

C) Químico

O setor de indústrias químicas e, principalmente, as indústrias deste setor que são :

- projetos complementares à indústria petroquímica, de transformação intermediária e final;
 - alimentadoras da indústria farmacêutica e veterinária, e
 - projetos substituidores de importações
- gozarão também de segunda prioridade.

D) Outros Setores

Os demais setores industriais terão terceira prioridade. As empresas que produzem bens de capital e insumos básicos poderão receber prioridade especial dentro dos respectivos programas.

PROGRAMAS

Os programas através dos quais a IBRASA e xercita suas operações são:

A) Operações de "Underwriting" no Mercado de Capitais

O objetivo deste programa é o de participar em operações típicas de mercado de capitais, oferecendo garantia de subscrição de ações e debêntures conversíveis a empresas nacionais, privadas, de capital aberto ou que venham a abri-lo.

B) Fortalecimento da Competitividade da Empresa Privada Nacional

O objetivo deste programa é apoiar as empre

sas que, estando em posição significativa entre firmas nacionais privadas de seus setores, concorrem com empresas internacionais de maior capacidade financeira, e comumente tecnológica, administrativa e mercadológica.

C) Desenvolvimento da Empresa Regional

O objetivo deste programa é o de capacitar/financeiramente as empresas privadas brasileiras de expressão regional para que, em seu crescimento, venham a atingir/escala nacional, contribuindo para a desconcentração econômica.

D) Programa Especial de Apoio às Exportações

O objetivo deste programa é o de conceder apoio a empresas nacionais privadas que estejam fazendo ou se proponham a fazer um esforço especial de exportação.

INSUMOS BÁSICOS S.A. FINANCIAMENTOS E PARTICIPAÇÕES - FIBASE

A FIBASE foi constituída em 12.06.74, sendo a subsidiária do BNDE voltada para o apoio a empreendimentos localizados na área de insumos básicos.

Os principais objetivos da FIBASE são:

- apoio à expansão de empresas privadas nacionais do setor de insumos básicos; matérias-primas e bens intermediários, e
- concepção e desenvolvimento de empreendimentos/ relativos ao conjunto de insumos básicos e intermediários críticos em que a iniciativa privada não esteja ingressando, e posterior transferência do controle do empreendimento ao setor privado.

Em sua ação, a FIBASE além de subscrever ações do capital de empresas privadas do setor de insumos básicos, preferenciais ou ordinárias, em caráter minoritário, pode atuar em subscrições de debêntures, "underwriting" de ações e adiantamento por conta de futura subscrição. Sem interferir na gestão das empresas por ela apoiadas, a FIBASE não deixa, entre-tanto, de acompanhar e fiscalizar os empreendimentos, colaborando com a administração no sentido de aprimorar organização, normas e métodos de trabalho.

De modo a atender os seus objetivos, a FIBASE dá ênfase especial a projetos e iniciativas enquadrados nos seguintes setores:

A) FERTILIZANTES E SUAS MATÉRIAS-PRIMAS

- Fosfatados;

- Nitrogenados;
- Potássicos.

B) METAIS NÃO-FERROSOS E SUAS MATÉRIAS-PRIMAS

- Alumínio;
- Chumbo;
- Cobre;
- Magnésio;
- Níquel;
- Zinco;
- Estanho.

C) PAPEL E CELULOSE E PASTA MECÂNICA

- Papel de Jornal;
- Celulose de fibra curta e longa;
- Pasta mecânica.

D) PRODUTOS DE QUÍMICA INORGÂNICA

- Soda Cáustica;
- Barrilha.

E) PETROQUÍMICA

F) MATÉRIAS-PRIMAS PARA A INDÚSTRIA FARMACÊUTICA

MECÂNICA BRASILEIRA S.A. - EMBRAMEC

A EMBRAMEC, empresa subsidiária do BNDE, tem como objetivos básicos: acelerar o ritmo de substituição das importações de bens de capital e ampliar a capacidade de produção instalada de modo a suprir as necessidades do mercado / interno e, se possível, gerar excedentes com possibilidades de competir no mercado externo. Para isso, o seu apoio à iniciativa privada tem a finalidade de eliminar limitações financeiras eventualmente existentes para o desenvolvimento quantitativo ou qualitativo da fabricação de bens de capital e da elaboração de projetos de engenharia básica, de engenharia de processo e de engenharia de produto.

Este apoio é exercido através de aportes de capital de risco em empresas de capital aberto ou das que assumam o compromisso de transformar-se em tal tipo de sociedade, sendo esta participação em forma minoritária quanto ao exercício do comando empresarial; pode utilizar, também, a subscrição de debêntures conversíveis em ações.

Além deste modo de atuar, apoio ao empresárioado nacional, a EMBRAMEC pode atuar por sua própria iniciativa, convidando organizações privadas para o desenvolvimento / de projetos prioritários ou, ainda, contratar tecnologia para posterior transferência às empresas nacionais.

Do setor de bens de capital, os empreendimentos enquadrados em projetos básicos e projetos especiais terão prioridade para obterem a participação da subsidiária. Estes projetos constam de:

A) PROJETOS BÁSICOS

- máquinas-ferramenta;

- locomotivas elétricas ou diesel-elétrica e vagões ferroviários;
- embarcações para carga;
- equipamentos pesados para mineração, construção de estradas e veículos especiais para construção;
- equipamentos para o setor siderúrgico e para a metalurgia de não-ferrosos;
- máquinas agrícolas e outros implementos destinados especialmente a aumentar a produtividade agrícola;
- máquinas para o setor têxtil;
- equipamentos de içamento, carga, descarga ou transporte de pesos;
- equipamento para as indústrias químicas, petroquímicas, de cimento e de celulose e papel;
- compressores para aplicação industrial;
- equipamentos para geração, transformação, transmissão e distribuição de energia elétrica e para telecomunicações; e
- peças, partes e componentes dos equipamentos relacionados nos itens acima e para aeronaves.

B) PROJETOS ESPECIAIS

- equipamentos ou componentes destinados à exportação;
- engenharia básica, de processo e de produto;
- equipamentos que proporcionem absorção de tecnologia refinada e/ou adaptada às condições brasileiras, e
- equipamentos para a redução de poluição industrial.

APLICAÇÃO DOS RECURSOS DO PIS/PASEP EM BOLSA

A autorização para a aplicação dos recursos do Fundo PIS/PASEP em títulos mobiliários, particularmente em ações, foi confiada ao BNDE em 1975 pelo governo. O objetivo visado com a aplicação destes recursos em Bolsa é o fortalecimento do mercado secundário de ações pela atenuação do desequilíbrio estrutural que o mercado apresentava: concentração das negociações em um número diminuto de ações, em geral, de empresas governamentais, em detrimento de outras ações que, em condições normais de funcionamento do mercado, teriam uma maior participação.

A sistemática adotada na gestão destes recursos tem como tônica o uso de critérios técnicos na seleção dos títulos e um extremo sigilo nas operações realizadas, de maneira a não criar expectativas que possam estimular a especulação sobre as ações compradas com recursos do Fundo, o que, certamente, concorreria para a concentração dos investimentos em relação a estas ações.

ATUAÇÃO DO BNDE COMO "STAND-BY UNDERWRITER" - TRANSFORMAÇÃO DE CRÉDITOS DO BNDE NAS EMPRESAS EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA - RESOLUÇÃO Nº 485, DE 24.03.76.

O BNDE, na qualidade de responsável pelas aplicações do Fundo PIS/PASEP, poderá funcionar como "stand-by underwriter" em operações de oferta pública de ações promovida por Bancos de Investimentos e/ou Sociedades Corretoras.

Os aspectos mais significativos desta Resolução são os seguintes:

1. As empresas que podem ser atendidas deve rão ser mutuárias ou submutuárias do BNDE, cuja capitalização convém seja fortalecida, e que tenham as pré-condições pa rá fazê-lo através de oferta pública de ações.
2. No exame da viabilidade de cada operação/ de garantia, o BNDE observará se a empresa apresenta perspectivas econômico-financeiras que justifiquem a oferta pública / das ações ou permitam uma taxa de retorno adequada ao BNDE; e xaminar-se-á, também, o comportamento da empresa para com o mercado de capitais, com ênfase na política de distribuição de resultados, que deve ser justa para com os acionistas.
3. As empresas para ter acesso a estas opera ções devem ser registradas ou no BACEN como Sociedade Anônima de Capital Aberto, ou em qualquer bolsa de valores do país, ou ainda, devem comprometer-se a abrir seu capital em época a ser fixada pelo BNDE.
4. Caso as condições da empresa e do mercado não permitam a atuação imediata do BNDE como "stand-by underwriter" após a aprovação da operação, o Banco poderá subscre-

ver as ações para posterior oferta pública.

5. O limite máximo para o montante de ações subscritas pelo BNDE é dado pelo menor dos dois parâmetros: a relação entre capitais próprios e de terceiros igual à unidade e 30% do capital social da empresa.

6. As ações serão do tipo preferencial sem direito a voto, com dividendo mínimo de 8% a.a. e igual participação dos resultados distribuídos às ações ordinárias.

7. O BNDE concede aos acionistas da empresa opção de recompra das ações subscritas pelo PIS/PASEP, válida/por dois anos; somente após decorrido este prazo ou havendo desistência formal dos acionistas, as ações poderão ser colo^{ca}das no mercado de capitais.

8. No caso de recompra das ações, o produto da venda das ações não poderá ser inferior à quantia paga por elas, corrigida monetariamente segundo as ORTN's, acrescida de juros à taxa do contrato que lhe serviu de base.

PROCAP

PROGRAMA ESPECIAL DE APOIO À CAPITALIZAÇÃO DA EMPRESA PRIVADA
DA NACIONAL - RESOLUÇÃO Nº 491, DE 24.6.76 E ORDEM DE SERVIÇO
Nº 2, DE 3.9.76.

O BNDE, com recursos próprios ou do Fundo do PIS/PASEP, concede a Bancos de Investimentos privados a possibilidade de obter linhas de crédito destinadas a:

- financiamento de subscrição de ações de empresas privadas nacionais, decorrentes de garantia firme outorgada a ofertas públicas dos títulos, registradas no Banco Central do Brasil, e
- repasso de recursos a acionistas nacionais, pessoas físicas ou jurídicas, para a aquisição de ações subscritas pelo Banco de Investimento através de "underwriting" firme celebrado a partir de 24.6.76.

Os aspectos mais significativos do PROCAP são os seguintes:

1 - somente podem ser adquiridas, com os reursos da linha de crédito, ações de empresas privadas nacionais que:

a) operem nos setores abaixo, considerados importantes para o desenvolvimento econômico do país:

- produção de máquinas e equipamentos e seus componentes;
- indústrias de máquinas e equipamentos agrícolas, rodoviários e para a exploração de recursos florestais;
- produção de componentes para a indústria e létrica, eletrônica e mecânica;

- produção de material ferroviário;
- produção de veículos automotores destinados a transporte coletivo;
- construção naval e aeronáutica;
- siderurgia e metalurgia primária de não ferrosos;
- produção de cimento e materiais refratários;
- produção de celulose e papel;
- produção de fertilizantes, defensivos agrícolas e de suas matérias-primas;
- produção de insumos químicos e farmacêuticos básicos;
- indústria petroquímica;
- indústria de mineração;
- industrialização de produtos alimentícios, e
- indústrias ou atividades ligadas à segurança nacional, definidas pelo Conselho de Segurança Nacional.

- b) sejam caracterizadas como pequenas e médias empresas industriais e comerciais (definidas como possuindo até 500.000 ORTN's de ativo fixo ou 1.000.000 de ORTN's de patrimônio),
- c) gozem dos incentivos dos Fundos FINAM, FINOR e Fiset.

2 - Os Bancos de Investimentos para obterem a linha de crédito deverão:

- a) possuir estrutura adequada à análise de investimento;
- b) ter experiência em liderança ou coparticipação em operações "underwriting", e
- c) estar trabalhando dentro dos limites operacionais fixados pelo Banco Central (máximo de operações passivas equivalentes a 12 vezes o Patrimônio Líquido).

3 - O valor limite da linha de crédito aberta sob a forma de crédito rotativo é de Cr\$ 100 milhões ou a soma do capital e reservas livres do banco de investimento, expressos em ORTN, prevalecendo o menor dos dois.

4 - A decisão sobre cada operação é da alçada dos BI's, sendo realizada segundo os padrões usuais do mercado de capitais.

5 - É vedado ao BI's o uso dos recursos oriundos da linha de crédito para financiar a venda de ações que tenham sido adquiridas para colocação pública, como também para aquisição de ações e/ou financiamento a acionistas de empresas ligadas aos próprios BI's.

6 - Exceto quando se tratar de operação de financiamento a acionistas, em que não existe limite, os BI'S não podem adquirir mais de 10% do capital votante ou 20% do capital total, após o aumento, da empresa emitente das ações, considerando-se, inclusive, as ações já pertencentes aos BI's -em caso de consórcio de BI's, respeitado o limite acima para cada banco, o montante subscrito pode atingir 40% do capital votante, nem podem aplicar mais de 20% da linha de crédito em ações de uma sô empresa ou grupo econômico.

7 - O prazo da linha de crédito é de 10 anos , sendo de 4 anos o prazo relativo a cada operação de "under-writing firme; no caso de financiamentos a acionistas, este prazo é de até 10 anos, a contar da data de revenda de ações, respeitado o prazo da linha de crédito e o prazo estabelecido / entre os bancos e os acionistas; estes últimos terão carência máxima de 4 anos e prazo total de 10 anos, respeitando-se também, o prazo da linha de crédito.

8 - O saldo devedor corrigido (no máximo, 20% ao ano) relativo a cada operação de financiamento da subscrição de ações, vence juros à taxa de 4% a.a. (FINOR, FINAM e Fiset) e 5% a.a. nos demais casos; os juros cobrados aos acionistas são de 2% a.a. (FINOR, FINAM e Fiset) e de 3% a.a. nos demais casos, o mesmo acontecendo com os BI's, no caso de financiamentos a acionistas.

9 - Além dos juros, os BI's somente poderão / cobrar dos acionistas um "del credere" de até 2% a.a.

10 - Se o BI promover "underwriting" firme de ações, parte com recursos próprios e parte com os recursos do PROCAP, sobre esta última parcela poderá cobrar da empresa comissões de até 5% e, na parte da subscrição que o banco garantir com recursos próprios, comissões livremente convencionadas entre as partes, respeitados os limites determinados pelo Banco Central.

11 - Quando os recursos da linha de crédito/ forem destinados a financiamentos a acionistas, estes deverão subscrever, com recursos próprios, no mínimo, 10% do montante das ações que pretenderem subscrever no caso de empresas que gozem dos incentivos da FINOR, FINAM e Fiset; para as demais/ empresas, este percentual será de 30% do montante.

12 - A partir de 180 dias da data de contratação da linha de crédito, os BI's pagarão, a título de Comis - são de Reserva de Crédito, importância equivalente a 0,5% a.a. dos respectivos saldos não utilizados, nos dias 15 de junho e de dezembro de cada ano.

13 - Os Bancos de Investimentos são responsã -

veis por toda e qualquer obrigação concernente às linhas de crédito; no caso de financiamento a acionistas, além da caução das ações, os BI's podem exigir dos acionistas garantias reais e/ou pessoais na proporção máxima de 166,7% do financiamento concedido.

GARANTIA DE RECOMPRA DE AÇÕES RESULTANTES DE "UNDERWRITING"
FIRME-RESOLUÇÃO Nº 492, DE 24.06.76.

O BNDE poderá conceder a Instituições Financeiras Privadas garantia de compra de ações emitidas por empresas privadas nacionais, em razão de aumentos de capital/dessas empresas, realizados sob a forma de "underwriting" / firme.

Os aspectos mais significativos deste instrumento são os seguintes:

1. As ações objeto de recompra sã poderão / ser de empresas privadas nacionais, não havendo restrição quanto a setores de atuação ou tipos de empresas, e que sejam resultantes de oferta pública registrada no Banco Central sob a modalidade de "underwriting" firme.

2. As Instituições Financeiras que podem beneficiar-se com este instrumento são os Bancos de Investimentos e as Sociedades Corretoras, autorizados a liderar operações de lançamento público de ações.

3. Após a entrega dos recursos à empresa emitente das ações pela instituição financeira responsável pela colocação e caso esta opte pela venda das ações ao BNDE, este observará um prazo mínimo de sete meses para a recompra das ações.

4. O preço das ações para recompra será o mesmo daquele registrado no Banco Central para a oferta pública.

blica, cabendo ao BNDE as bonificações e dividendos relativos a estas ações concedidos no período compreendido entre o lançamento e a transferência ao BNDE.

5. A concessão desta garantia dependerá dos resultados obtidos na análise a ser realizada sobre a empresa e das condições da operação.

6. O BNDE poderá colaborar na manutenção de mecanismos adequados da liquidez das ações objeto das operações aprovadas.

7. A subsidiária IBRASA poderá, também, garantir a recompra de ações.

8. Além dos custos incorridos pelas instituições financeiras em decorrência dos itens 3 e 4, estas pagarão, sobre o valor da parcela de títulos com garantia de recompra, uma Comissão de Reserva de Crédito de 0,5% a.a., pagável nos dias 15 de junho e dezembro.

FINAC

OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO A ACIONISTAS - RESOLUÇÃO Nº 497,
DE 30.07.76.

O BNDE poderá conceder a Bancos de Desenvolvimento Estaduais ou Regionais e aos Bancos Comerciais com Carteira de Desenvolvimento linhas de crédito para repasse de recursos a acionistas para o fim de integralização da subscrição de ações em aumentos de capital realizados por empresas privadas nacionais.

Os aspectos mais significativos do FINAC são os seguintes:

1. As ações objeto do financiamento deverão ser resultantes de aumento de capital realizado para a execução de projetos (inclusive fortalecimento financeiro) financiáveis no âmbito do Programa de Operações Conjuntas. A execução do projeto estará sujeita à fiscalização da Instituição Financeira.

2. O valor limite da linha de crédito aberta sob forma de crédito rotativo é de Cr\$ 100 milhões ou a soma do capital e reservas livres das Instituições Financeiras , prevalecendo o menor dos dois.

3. O prazo da linha de crédito é de até 10 anos. Cada operação de financiamento terá, respeitado o prazo da linha de crédito, prazo máximo de 10 anos, incluído o período de carência, de até 4 anos.

4. Os acionistas devem participar, com recur

sos próprios, no mínimo de 30% nas Regiões II^(*), e III^(*), e 10%, na Região I^(*), do valor total da subscrição prevista.

5. Os recursos da linha de crédito vencerão juros de 2% a.a., quando se tratar de projetos situados na Região I e, de 3% a.a., nas Regiões II e III.

6. Além dos juros acima que serão repassados/ em cada operação de financiamento, dependendo da região do projeto, os recursos obtidos pelos acionistas poderão ter um "del credere" de até 2% a.a.

7. A partir de 180 dias da data de contrata - ção da linha de crédito, os Agentes Financeiros pagarão, a título de Comissão de Crédito, importância equivalente a 0,5%a. a. dos respectivos saldos não utilizados, nos dias 15 de junho e dezembro de cada ano.

Região I - Amazonas, Parã, Acre, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Gran de do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Mato Grosso, Góias.

Região II - Territórios e Minas Gerais. I
Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, Rio de Janeiro, Minas Gerais II.

Região III- São Paulo.

AVALIAÇÃO DA ATUAÇÃO DO SISTEMA BNDE

A avaliação da atuação do sistema BNDE com respeito às políticas adotadas com vistas ao fortalecimento da posição relativa do setor nacional privado através da atenuação/dos problemas relativos à capitalização do setor é extremamente problemática devido ao fato de que os resultados destas políticas somente poderão ser medidos a longo prazo.

Esta dificuldade pode ser contornada em parte através da análise dos instrumentos de atuação utilizados, procurando-se averiguar os seus alcances e limitações e, caso existam, as distorções verificadas.

As modalidades operacionais anteriormente focalizadas podem ser subdivididas em dois grupos: o primeiro grupo é formado pelas modalidades que permitem, em última instância, o aporte de "recursos não-exigíveis" nas empresas através de participações societárias (incluindo-se neste caso operações de subscrição de ações por parte do BNDE e Bancos de Investimentos) e financiamentos à acionistas destas empresas para subscrição das ações. O segundo grupo é formado pelos instrumentos que visam indiretamente as empresas através do fortalecimento/do mercado de ações.

Começaremos nossa análise por este último grupo.

As modalidades operacionais que compõem este grupo são os aportes de recursos do Fundo PIS/PASEP em bolsa e as operações de garantia de recompra de ações resultantes de "underwriting" firme realizados por Bancos de Investimentos e/ou Corretoras (Resolução nº 492/76).

A implementação da Resolução nº 492/76 ainda /

não foi possível pela impossibilidade momentânea dos BI's e Corretoras realizarem operações de "underwriting" firme devido às dificuldades conjunturais que afetam o mercado de ações. Quando for possível a realização destas operações pela melhoria do mercado, é possível que este instrumento de apoio a novos lançamentos de títulos venha a adquirir importância.

Quanto às operações de aportes de recurso, do Fundo PIS/PASEP em bolsa, o BNDE obteve sucesso relativo em seu objetivo de atenuar as distorções estruturais que o mercado secundário apresentava, havendo melhoria na liquidez e cotação de ações consideradas de 2ª e 3ª linha que, apesar de serem de boas empresas nacionais, encontravam-se em condições inferiores por causa das distorções existentes. A nosso ver, uma grande parcela do sucesso obtido deve-se, além dos critérios técnicos e sigilo utilizados pelo BNDE na formação da carteira de ações, ao direcionamento indireto que realizou quanto ao comportamento dos outros participantes, do mercado, isto é, mesmo que estes participantes não utilizassem critérios técnicos na seleção de ações, as expectativas de ganhos de capital induziriam as suas aplicações para as ações de 2ª e 3ª linha, causando uma maior desconcentração das aplicações, que, anteriormente, convergiam em sua maioria, para ações de empresas governamentais.

Caso contrário, para que fosse atingido este objetivo, o volume de recursos que deveria ser aportado no mercado teria que ser várias vezes superior ao volume realmente aplicado, o que certamente traria distorções ao mercado: pela magnitude do fundo, as suas operações teriam possibilidades de alterar significadamente o mercado, além do que, o comportamento dos outros aplicadores ficaria condicionado às expectativas quanto aos movimentos do fundo.

Além da característica de fortalecimento do mercado acionário, estas duas modalidades apresentam a característica de que o poder decisório com respeito às operações está a cargo do BNDE.

Quanto às modalidades operacionais que permitem em última instância, aportes de "recursos não-exigíveis" nas empresas, existe íntima relação entre o tipo das operações e o poder decisório: as de participação societária estão com o sistema BNDE e as de financiamento a acionistas a cargo dos agentes financeiros (apesar da Resolução nº 491, visar primordialmente o financiamento de subscrição de ações por parte dos BI's, nenhuma operação deste tipo foi ainda realizada).

As operações de participação societária são realizadas pelas subsidiárias FIBASE, EMBRAMEC e IBRASA e, também, pelo BNDE através da Resolução nº 485 (transformação de créditos do BNDE em empresas mutuárias em participação societária). Apresentam as seguintes características gerais:

- as empresas beneficiadas devem ter um comportamento empresarial segundo condições pré-estabelecidas, destacando-se o comportamento quanto ao mercado de capitais, em termos de distribuição justa de resultados e políticas / não desfavoráveis aos acionistas minoritários;

- as empresas beneficiadas, além de terem seus projetos considerados importantes para a economia, devem possuir boas perspectivas de rentabilidade, e

- pretende-se que as participações societárias sejam em caráter transitório, pois é prevista a sua poste

rior transferência ao setor privado nacional.

Deste modo, a atuação do Sistema BNDE através de participação societária nestas empresas está vinculada às condições atuais da economia brasileira: crescente endividamento das empresas nacionais privadas e/ou dificuldades de obtenção de recursos não exigíveis por estas empresas para financiarem os seus investimentos, ou seja, devido ao mercado acionário brasileiro ser inoperante pelo insuficiente volume / de recursos que pode aportar às empresas. A função do Sistema BNDE seria, neste caso, de substituir, momentaneamente, o mercado acionário quanto ao aporte de recursos não-exigíveis a empreendimentos considerados prioritários para a economia.

O sucesso desta política dependerá de vários fatores que afetam a capitalização destas empresas, entre os quais destaca-se a futura existência de um mercado acionário/ desenvolvido que permita não somente a transferência das participações societárias como também atender às futuras necessidades de recursos não-exigíveis das empresas, pois em caso / contrário, assistir-se-á a um crescimento excessivo destas operações em detrimento das de empréstimos e financiamentos.

As modalidades cujo poder de decisão está a cargo de Agentes Financeiros-Bancos de Investimentos, Bancos de Desenvolvimento e Bancos Comerciais com Carteira de Desenvolvimento - são: Programa Especial de Apoio à Capitalização da Empresa Privada Nacional (PROCAP-Resolução nº 491) e Financiamento a Acionistas no Programa de Operações Conjuntas (FINAC-Resolução nº 497).

A finalidade do FINAC é a alocação de recursos a acionistas de pequenas e médias empresas para o fim de inte

gralização de subscrição de ações resultantes de aumentos de capital para a execução de projetos.

O PROCAP tinha como objetivo primordial atender a necessidade de recursos não-exigíveis por parte das empresas, situadas em setores de atividades pré-determinados através da implementação das atividades de "underwriter" dos Bancos de Investimentos. Assistiu-se, então, uma dupla distorção na operacionalidade do Programa: não houve nenhuma subscrição / por parte dos Bancos de Investimentos e apesar do Programa visar a democratização da posse do capital, as operações realizadas favoreceram, predominantemente, os acionistas majoritários.

Apesar das distorções apresentadas é possível que com modificações nos regulamentos que visem evitar distorções quanto a operacionalidade do Programa, quanto ao ato de escolha das empresas a serem beneficiadas e, finalmente, quanto aos acionistas minoritários - esta forma indireta de aportes de recursos não-exigíveis nas empresas, tenha grande importância enquanto o mercado acionário mostrar-se inoperante.

CONCLUSÃO

Como vimos anteriormente, o mercado acionário é de fundamental importância para a manutenção do crescimento econômico, em uma economia de mercado, pela alocação de recursos não-exigíveis nas empresas, que complementados por recursos oriundos de geração interna e/ou de empréstimos e financiamentos, são utilizados no financiamento de seus investimentos.

As empresas nacionais, em especial as do setor privados, ao participarem do esforço de crescimento da economia encontravam maior facilidade em financiar seus investimentos através de empréstimos e financiamentos, pela inexistência de recursos oriundos do mercado acionário.

De maneira a atenuar os problemas relativos à capitalização da empresa privada nacional e seu crescente endividamento, várias modalidades operacionais foram utilizadas pelo Sistema BNDE com o objetivo de aportar diretamente ou indiretamente, através de Agentes Financeiros, recursos não exigíveis nas empresas privadas nacionais.

Alguns dos instrumentos utilizados visaram o fortalecimento do mercado acionário; outros instrumentos tinham como característica principal a descentralização do poder decisório, a cargo dos Agentes Financeiros, permitindo uma maior flexibilidade quanto às empresas beneficiadas.

Apesar das distorções verificadas, especialmente com referência às operações do PROCAP, acreditamos que uma maior integração entre as operações realizadas pelo Siste

ma BNDE e por Instituições Financeiras Privadas sejam nece
sárias de maneira a melhor atingir o objetivo de atenuar os
problemas referentes à capitalização da empresa privada na
cional, pois, atualmente, é inviável um mercado acionário /
independente de intervenções oficiais, do mesmo modo que se
rá inviável a permanência do Sistema BNDE como o principal/
aportador de recursos não-exigíveis . Nestas operações um
cuidado especial deve ser tomado, de modo que não possam ha
ver distorções sérias em sua realização e, caso hajam, se
jam, se possível, prontamente eliminadas.