

Finanças da Subscrição Externa de Capital

*Yuichi Richard Tsukamoto **

1. Capital Adicional para Aumento do Ativo Circulante. 2. Capital Adicional para Aumento do Ativo Imobilizado. 3. Capital Adicional para Substituir Empréstimos. 4. Conclusão.

A formação e o fortalecimento do capital próprio da empresa têm sido uma das metas principais das recentes políticas econômico-financeiras do Governo. Em face do desempenho extraordinário do mercado de ações, as autoridades monetárias fazem um apêlo às empresas para que busquem capital em vez de crédito. Certamente, o crescente interesse de investidores brasileiros pelo mercado de ações abre grandes perspectivas à democratização do capital das empresas. Observamos que diversas empresas se aproveitaram e se aproveitarão das novas oportunidades do mercado de ações para nêle lançar suas ações novas. Estas subscrições de capital, além de democratizarem as empresas lançadoras, permitem-lhes realizar investimentos indispensáveis, obtendo recursos financeiros por custo inferior aos conseguidos em estabelecimentos financeiros. Os consumidores receberão os benefícios da redução dos preços, uma vez que as despesas financeiras das empresas deverão ser diminuídas. Tal de-

* Professor-Contratado do Departamento de Contabilidade, Finanças e Contrôlo da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas e Diretor Executivo da Companhia Paulista de Fertilizantes COPAS.

- Dedutibilidade do custo de manutenção do capital de giro próprio² — até 20% do lucro tributável.
- A Participação da Diretoria no lucro — 10%.

Vamos, então, ao nosso exemplo, em três circunstâncias diferentes, ou seja, o recurso adicional no capital a ser utilizado para:

- aumento de ativo circulante;
- aumento de ativo imobilizado, e
- substituição do capital de terceiros.

1. Capital Adicional para Aumento do Ativo Circulante

A subscrição externa do capital no valor de Cr\$ 1.000,00 foi efetuada em 1º de janeiro de 1970. Para não complicar desnecessariamente o exemplo, consideramos que a chamada foi feita ao valor nominal e que não houve despesas para com o lançamento de novas ações. Suponhamos que o capital adicional será utilizado exclusivamente para aumentar o ativo circulante. Assim, teremos:

1.º de Janeiro de 1970

Realizável:	Não Exigível:
Ativo Circulante Cr\$ 1.000,00	Capital: Cr\$ 1.000,00

A função mínima do lucro numa economia inflacionária é manter a integridade do capital contra a desvalorização da moeda. O novo capital de Cr\$ 1.000,00, efetuado em 1º de janeiro de 1970, deverá ser protegido contra a desvalorização da moeda que supomos seja de 14% ao ano. Assim sendo, o lucro líquido do período deverá ser, no mínimo, de Cr\$ 140,00 ($\text{Cr\$ } 1.000,00 \times 14\%$) para se manter o poder aquisitivo do capital adicional. A segunda função básica do lucro é proporcionar recursos financeiros para cumprimento de obrigações legais e estatutárias. Em nosso exemplo, isto significa os dividendos de Cr\$ 120,00 ($\text{Cr\$ } 1.000,00 \times 12\%$), a participação da diretoria

² Artigo 19 do Decreto-lei nº 401 de 31/12/1968, artigo 4 do Decreto-lei nº 433 de 23/1/1969, Portaria GB nº 31 de 31/1/1969, do Ministério da Fazenda e artigos 10 e 11 do Decreto-lei nº 1.089 de 2/3/1970.

em 10% do lucro do exercício e a provisão para o Imposto de Renda. A terceira função principal do lucro é gerar os fundos suficientes para as atividades produtivas e comerciais da empresa para o futuro próximo. Neste exemplo, supomos que não há necessidade imediata de aquisição de bens adicionais de produção porque o nível operacional da empresa ainda não atingiu a capacidade máxima dos equipamentos.

O balanço em 31 de dezembro de 1970, portanto, deverá apresentar os seguintes valores como consequência do aumento do capital através da subscrição:

31 de dezembro de 1967 antes da distribuição do lucro			
Realizável:		Não Exigível:	
Ativo Circulante	Cr\$ 1.433,33	Capital	Cr\$ 1.000,00
		Lucro	433,33
Total Ativo	Cr\$ 1.433,33	Total Passivo	Cr\$ 1.433,33

- a) Para manutenção da integridade do capital investido:
 $\text{Cr\$ } 1.000,00 \times 14\%$ (taxa de desvalorização da moeda)
 $= \text{Cr\$ } 140,00$ (inclusive a Reserva Legal)
- Para apropriar 5% do lucro tributável à Reserva Legal:
 $0,05 \times (X = \text{lucro tributável})$
- b) Para proporcionar os recursos monetários para dividendos:
 $\text{Cr\$ } 1.000,00 \times 12\%$ (percentagem esperada dos investidores) = Cr\$ 120,00
- c) Para apropriar 10% do lucro tributável à Participação da Diretoria no resultado do exercício: $0,10 \times (X = \text{lucro tributável})$
- d) Para apropriar 30% do lucro tributável à Provisão para o Imposto sobre a Renda: $0,30 \times (X = \text{lucro tributável})$

Combinando os fatores acima, o lucro tributável (X) é calculado como segue:

$$\begin{aligned}
 X &= a) + b) + c) + d) \\
 &= \text{Cr\$ } 140,00 + \text{Cr\$ } 120,00 + 0,10X + 0,30X \\
 &= \text{Cr\$ } 433,33
 \end{aligned}$$

Assim sendo, o Balanço em 31 de dezembro de 1970, após a distribuição do lucro, apresentará a seguinte posição:

31 de dezembro de 1970
após a distribuição do lucro

Realizável:		Não Exigível:	
Ativo Circulante	Cr\$ 1.433,33	Capital	Cr\$ 1.000,00
		Reserva Legal	21,67
		Reserva p/Aumento do Capital	118,33
		Exigível:	
		Dividendos a Pagar	120,00
		Credores — Diretores	43,33
		Imp. de Renda a Pagar	130,00
Total Ativo	Cr\$ 1.433,33	Total Passivo	Cr\$ 1.433,33

Vejamus que, para o primeiro ano (1970), do aumento de capital de Cr\$ 1.000,00, a empresa deve estar em condições de produzir o resultado econômico adicional de Cr\$ 433,33.

Supomos que a margem média de contribuição, ou seja, o resultado operacional antes de despesas fixas,³ desta empresa é de 20% sobre vendas: então, para obter o resultado adicional de Cr\$ 433,33 a empresa deve aumentar as vendas em:

Resultado Econômico Adicional de Cr\$ 433,33

Margem de Contribuição de 20%

= Vendas Adicionais Necessárias de Cr\$ 2.166,66

Em termos do poder aquisitivo de cruzeiro no início do ano, as vendas adicionais de Cr\$ 2.166,66 representariam:

Cr\$ 2.166,66

$\frac{\text{Cr\$ 2.166,66}}{100\% + 14\% \text{ (desvalorização)} \times 1/2} = \text{Cr\$ 2.024,92}$

Se, em virtude tanto dos fatores mercadológicos como da limitação da capacidade de produção, a empresa não puder alcançar

³ "A margem de contribuição, conhecida também por 'contribuição para o lucro', 'contribuição para cobrir o custo fixo e proporcionar lucro', 'contribuição para o custo fixo', 'saldo marginal', 'receita marginal', 'lucro marginal', e outras denominações, se refere à diferença entre o preço de venda e o custo variável..." (PINTO DIAS, Ivan. *Algumas Observações sobre a Margem de Contribuição*. *Revista de Administração de Empresas*, setembro de 1967, p. 81).

êsse nível de vendas adicionais, ela não poderá cumprir tôdas as exigências (itens a, b, c e d no exemplo acima) perante a subscrição externa de capital de Cr\$ 1.000,00.

Igualmente importante é examinar se o ativo circulante adicional é suficiente para poder realizar as vendas adicionais necessárias. Suponhamos que a rotação média de vendas sôbre o ativo circulante desta empresa é três por ano. Então, o acréscimo do ativo circulante de Cr\$ 1.140,00 poderá proporcionar as vendas adicionais de até Cr\$ 3.420,00. Neste aspecto de relação Vendas-Ativos, não vemos dificuldade para 1970, porque as vendas adicionais necessárias de Cr\$ 2.166,66 são bem inferiores a Cr\$ 3.420,00.

Proseguimos com o mesmo exemplo no segundo ano (1971). O Balanço, em 31 de dezembro de 1971, apresenta os seguintes valores, como consequência do aumento de capital de Cr\$ 1.000,00 efetuado no início do ano anterior:

31 de dezembro de 1971 antes da distribuição do lucro			
Realizável:		Não Exigível:	
Ativo Circulante	Cr\$ 1.488,79	Capital	Cr\$ 1.118,33
		Reserva Legal	21,67
		Lucro	348,79
Total Ativo	Cr\$ 1.488,79	Total Passivo	Cr\$ 1.488,79

e) O Capital foi aumentado, incorporando-se a reserva para tal finalidade de Cr\$ 118,33 (ver o Balanço de 31 de dezembro de 1970, após a distribuição do lucro).

f) Para manutenção da integridade do capital investido:
 $Cr\$ 1.140,00 \times 10\%$ (taxa de desvalorização da moeda em 1971) = Cr\$ 114,00.

A equidade do capital adicional deverá chegar a Cr\$ 1.254,00, no fim de 1971, para manter o poder aquisitivo do investimento inicial de Cr\$ 1.000,00, em 1º de janeiro de 1970 (= $Cr\$ 1.000,00 \times 114\% \times 110\%$).

g) Para proporcionar os recursos monetários para dividendos:
 $Cr\$ 1.118,33 \times 12\%$ (percentagem de rendimento esperada dos investidores) = Cr\$ 134,20.

h) Para considerar dedutíveis do Imposto sobre a Renda os dividendos pagos até 6% referentes ao aumento de capital de Cr\$ 1.000,00:

$$\text{Cr\$ } 1.000,00 \times 6\% = \text{Cr\$ } 60,00$$

i) Para abater o custo de manutenção do capital de giro próprio, até 20% do lucro antes do abatimento:

O saldo inicial do capital circulante líquido em 1971 é de Cr\$ 1.140,00. Conseqüentemente, o custo de manutenção de capital de giro próprio é Cr\$ 114,00 (10% de desvalorização de moeda sobre Cr\$ 1.140,00). Entretanto, este valor deverá ser ajustado a 20% do lucro tributável que é o máximo permitido por lei.

j) Para apropriar 10% do lucro à Participação da Diretoria no resultado do exercício.

k) Para apropriar 30% do lucro tributável à Provisão para o Imposto sobre a Renda.

	Cr\$
Lucro do Exercício	X
— Dividendos Pagos até 6%	(60,00)
— Reserva para Manutenção do Capital de Giro	(0,2X)
Lucro Tributável	0,8X — 60,00
Provisão para Imposto sobre a renda (30%)	0,24X — 18,00

Demonstramos abaixo a posição do lucro e sua destinação:

	Cr\$	Cr\$	Cr\$
Lucro do Exercício			348,79
Reserva Legal	17,44		
Reserva p/Aumento do Capital	26,80		
Reserva p/Manutenção do Capital de Giro	69,76	114,00	
Participação da Diretoria		34,88	
Dividendos Declarados		134,20	
Provisão para o Imposto s/Renda		65,71	
Total		<u>348,79</u>	<u>348,79</u>

Assim, teremos a seguinte posição do Balanço de 1971, após a distribuição do lucro:

31 de dezembro de 1971
Após a distribuição do lucro

Realizável Ativo Circulante	Cr\$ 1.488,79	Não Exigível Capital	Cr\$ 1.118,33
		Reserva Legal	39,11
		Reserva p/aumento do Capital	26,80
		Reserva p/Manutenção do Capital de Giro	69,76
		Exigível:	
		Dividendos a Pagar	134,20
		Credores — Diretores	34,88
		Imp. de Renda a Pagar	65,71
Total Ativo	Cr\$ 1.488,79	Total Passivo	Cr\$ 1.488,79

Suponhamos que a margem média da contribuição continua sendo de 20% como em 1970. As vendas, a fim de atingir o acréscimo necessário de Cr\$ 348,79, no resultado econômico de 1971, deverão aumentar em Cr\$ 1.743,95. Em termos de poder aquisitivo em cruzeiros na época da chamada de capital (início de 1970), estas vendas adicionais equivaleriam a:

$$\frac{\text{Cr\$ } 1.743,95}{114\% \left(1 + \frac{10\%}{2}\right)} = \text{Cr\$ } 1.456,93$$

Agora, analisaremos a relação Vendas-Ativos. Comparando os valores de dois exercícios, teremos a seguinte relação:

Exercício	Acréscimo do Ativo Circulante	Acréscimo Necessário de Vendas	Coeficiente
1970	Cr\$ 1.140,00	Cr\$ 2.166,66	1,90
1971	Cr\$ 1.254,00	Cr\$ 1.743,95	1,39

É importante observar que os baixos coeficientes (o coeficiente médio presumido neste exemplo é 3) da relação Vendas-Ativos foram motivados pela aplicação do novo capital no ativo circulante, que tem apresentado uma folga substancial.

2. Capital Adicional para Aumento do Ativo Imobilizado

No exemplo anterior, suponhamos que o capital adicional será utilizado exclusivamente para aumentar o ativo circulante. Suponhamos que, agora, o aumento do capital seja dirigido para

aquisições de ativo imobilizado, depreciable em 10 anos, em vez de ativo circulante. Assim sendo, teremos as seguintes posições patrimoniais:

1.º de janeiro de 1970			
Imobilizado:		Não Exigível:	
Ativo Imobilizado:	Cr\$ 1.000,00	Capital	Cr\$ 1.000,00
31 de dezembro de 1970 antes da distribuição do lucro			
Realizável:		Não Exigível;	
Ativo Circulante	Cr\$ 533,33	Capital	Cr\$ 1.000,00
Imobilizado:		Lucro	433,33
Custo	1.000,00		
Depreciação (100,00)	900,00		
Total Ativo	Cr\$ 1.433,33	Total Passivo	Cr\$ 1.433,33
31 de dezembro de 1970 após a distribuição do lucro			
Realizável:		Não Exigível:	
Ativo Circulante	Cr\$ 533,33	Capital	Cr\$ 1.000,00
Imobilizado		Reserva Legal	21,67
Ativo Imobilizado	1.000,00	Reserva p/Aumento de	
Provisão para		Capital	118,33
Depreciação (100,00)	900,00	Exigível:	
Total Ativo	Cr\$ 1.433,33	Dividendos a Pagar	120,00
		Credores-Diretores	43,33
		Imp. de Renda a Pagar	130,00
			Cr\$ 1.433,33

Numa economia inflacionária, o investimento em ativo imobilizado é considerado, em princípio, como **hedge** (proteção) contra desvalorização da moeda. A equidade do novo capital, então, é supostamente protegida contra a erosão do poder aquisitivo da moeda, quando ele é aplicado no ativo imobilizado e quando sua valorização acompanha a inflação. Conforme as legislações fiscais em vigor, entretanto, esta proteção é permitida através de índices oficiais de correção monetária do ativo imobilizado somente no próximo exercício. Por outro lado, o lucro, neste caso, em comparação com o primeiro exemplo de aplicação em ativo circulante, deverá refletir este fator, considerando a depreciação do novo ativo imobilizado como despesa adicional.

Convencionamos X como o lucro antes de deduzir a despesa com depreciação sobre o novo ativo imobilizado. A equação será:

$X = \text{Cr\$ } 140,00$ desvalorização do capital
 + Cr\$ 100,00 depreciação s/ novo ativo imobilizado
 + Cr\$ 120,00 dividendos a declarar
 + 0,1 (X - 100,00) participação da Diretoria
 + 0,3 (X - 100,00) provisão para Impôsto s/Renda
 então $X = \text{Cr\$ } 533,33$, e, portanto, o lucro proveniente de vendas é Cr\$ 307,33 (Cr\$ 533,33 - Cr\$ 100,00 Depreciação - Cr\$ 126,00 Valorização em 14% do Imobilizado).

A empresa, portanto, deve aumentar as vendas, no mínimo, em Cr\$ 1.536,66, para obter o resultado adicional de Cr\$ 307,33, supondo a margem de contribuição de 20%. Se o coeficiente Vendas-Ativos Circulantes desta empresa é três, o ativo circulante deverá aumentar em Cr\$ 512,22 (Cr\$ 1.536,66 + 3).

Observamos que o aumento de ativo circulante em 1970 foi somente de Cr\$ 240,00. Isto quer dizer que a empresa deveria ter folga de ativo circulante em Cr\$ 272,22, no mínimo, antes da realização da chamada de capital, ou a empresa não poderá aumentar as vendas até o nível necessário, por falta de capital de giro.

Vamos examinar a posição do segundo ano após a chamada de capital:

31 de dezembro de 1971
 após a distribuição do lucro

Realizável:	Cr\$	Não Exigível	Cr\$
Ativo Circulante	725,67	Capital	1.118,33
Imobilizado:		Reserva Legal	40,25
Ativo Imobilizado:		Reserva p/Aumento do Capital	197,42
Custo Original 1.000,00		Reserva p/Manut. do Capital Giro	24,00
Correção Monetária 140,00		Exigível:	
Prov. p/Depreciação:		Dividendos a Pagar	134,20
s/Custo Original (200,00)		Credores — Diretores	37,17
Correção Monetária de Depreciação s/		Imp. s/Renda a Pagar	86,30*
Custo (14,00)			
s/Correção Monetária (14,00)			
	912,00		
Total Ativo	1.637,67		1.637,67
* Lucro	Cr\$ 371,67		
6% Dividendos	(60,00)		
Res. Capital Giro	(24,00)		
	287,67		
Lucro Tributável	287,67		
Prov. p/I.R.	Cr\$ 86,30		

Notamos que no fim de 1971, o ativo circulante é de Cr\$ 468,00 que corresponde a sua necessidade para 1971 da ordem de .. Cr\$ 467,45

$$\left(= \frac{\text{Lucro Cr\$ 371,67} - \text{Valorização do Ativo Imobilizado Cr\$ 91,20}}{\text{M.C. } 0,20 \times 3 \text{ Coeficiente Vendas/Ativo Circulante}} \right).$$

3. Capital Adicional para Substituir Empréstimos

O terceiro exemplo é de liquidação de empréstimos com novos recursos do aumento de capital. Neste exemplo, consideramos que o custo de empréstimo é igual à desvalorização de cruzeiro. Eis as posições patrimoniais:

1.º de janeiro de 1970			
Realizável:		Não Exigível:	
Redução de Emprést.	Cr\$ 1.000,00	Capital	Cr\$ 1.000,00
Total Ativo	Cr\$ 1.000,00		Cr\$ 1.000,00

31 de dezembro de 1970 após a distribuição do lucro			
Realizável:		Não Exigível:	
Ativo Circulante	Cr\$ 293,33	Capital	Cr\$ 1.000,00
Redução de Emprést.	1.000,00	Reserva Legal	21,67
		Reserva p/Aumento de Capital	118,33
		Exigível:	
		Juros a Pagar s/Empréstimos	(140,00)
		Imp. Renda a Pagar s/Empréstimos	42,00
		Dividendos a Pagar	120,00
		Credores — Diretores	43,33
		Imposto s/Renda a Pagar	88,00
Total Ativo	1.293,33	Total Passivo	1.293,33

O lucro adicional do ano de 1970, como consequência da chamada de capital é de Cr\$ 433,33, o que inclui a receita implícita de Cr\$ 140,00, referente a não-pagamento de juros sobre empréstimos e à despesa implícita de Cr\$ 42,00 do imposto de renda sobre Cr\$ 140,00, dando o resultado líquido de Cr\$ 98,00. O lucro vegetativo necessário oriundo de operações mercantis, então, é de Cr\$ 335,33. A margem de contribuição sendo de

20%, as vendas deverão ser aumentadas em Cr\$ 1.676,66. O ativo circulante de Cr\$ 1.140,00 é idêntico ao primeiro caso de aplicação do aumento de capital em ativo circulante. A posição do segundo ano é a seguinte:

31 de dezembro de 1971
após a distribuição do lucro

Realizável:		Não Exigível:	
Ativo Circulante	Cr\$ 416,67	Capital	Cr\$ 1.118,33
Redução de Emprést.	1.000,00	Reserva Legal	40,56
		Reserva p/Aumento do Capital	81,11
		Reserva p/Manut. do Capital de Giro	14,00
		Exigível:	
		Juros a Pagar s/Empréstimos	(100,00)
		Imp. Renda a Pagar s/Empréstimos	30,00*
		Dividendos a Pagar	134,20
		Credores — Diretores	37,67
		Prov. p/Imp. s/Renda	60,80*
Total Ativo	1.416,67	Total Passivo	1.416,67

* Lucro	Cr\$ 376,67
6% Dividendos	(60,00)
Reserva Capital Giro	(14,00)
Lucro Tributável	Cr\$ 302,67
Prov. p/Imp. Renda	Cr\$ 90,80

O lucro mínimo desejado para 1971 é Cr\$ 376,67, o que inclui Cr\$ 100,00 de reversão de juros e Cr\$ 30,00 do imposto de renda que teriam sido incorridos se os empréstimos tivessem continuado. As vendas necessárias (Cr\$ 1.533,35) encontrarão o amplo capital de giro (Cr\$ 511,12 necessário vs. Cr\$ 1.254,00 real).

4. Conclusão

Nos exemplos deste artigo, demonstramos os efeitos da subscrição externa de capital sob diversas hipóteses. No primeiro ano (1970) do segundo caso de aplicação no ativo imobilizado, a chamada de capital necessitou uma retaguarda de capital de giro antes do lançamento de novas ações. Em todos os casos, as responsabilidades acionárias, estatutárias e fiscais vão sem-

pre além de simples distribuição de dividendos. É importante que o empresário analise as possibilidades mercadológicas e as perspectivas de rentabilidade sobre o incremento necessário de vendas, antes de decidir fazer um aumento de capital, a fim de assegurar os recursos necessários para com as responsabilidades fiscais, estatutárias e acionárias.

Na realidade, as aplicações de recursos da subscrição externa de capital poderão ser múltiplas — combinação das três hipóteses citadas neste artigo. Esperamos que o raciocínio e a análise feitas neste artigo sejam úteis para estudos mais complexos de novos lançamentos de ações, chamando a atenção dos empresários para as suas responsabilidades de retribuir os novos acionistas e para a conscientização e cumprimento das mesmas.

Você acredita em reformas administrativas? Ou você acha que há reformas e reformas?

Em **Laboratório de Sensibilidade** de Fela Moscovici, editado pela Fundação Getúlio Vargas, o problema é analisado exaustivamente. As reformas, segundo a autora, não passam de novos arranjos de estruturas e relações, enquanto o laboratório de sensibilidade, amplamente testado nos Estados Unidos, opera dinâmica e profunda mudança na administração.