

2. A DEBÊNTURE CONVERSÍVEL NOS E.U.A

Procuramos neste capítulo, além da revisão dos trabalhos clássicos sobre Debêntures Conversíveis, fazer uma apresentação da literatura mais recente, com ênfase nas inovações e variações mais utilizadas nos mercados das Debêntures Conversíveis nos E.U.A, cujo entendimento é indispensável à investigação proposta neste trabalho.

2.1 Introdução

Segundo Calamos (1998), no século 19, os EUA poderiam ser vistos como um mercado emergente. E o acesso ao mercado de capitais naquela época era difícil.

A empresa “*The Chicago, Milwaukee & St Paul Railway*” usou, entre 1860 e 1880, cláusulas de conversibilidade em *first mortgage bonds*”¹ para o financiamento das ferrovias. Com o crescimento do país e das ferrovias ficou mais fácil a colocação das debêntures simples e, praticamente, desapareceram os conversíveis entre 1880 e 1900.

Mas em 1901 a “*Baltimore & Ohio Railroad’s*” e a “*Union Pacific Railroad*” emitiram debêntures conversíveis em ações e foram, então, seguidas por várias empresas, entre elas as conhecidas Westinghouse (1906), ATT (1906) e General Electric (1907).

Pelas práticas daquela época várias das instituições financeiras, com capitais disponíveis, estavam estatutariamente impedidas de comprarem ações, mas podiam aplicar em debêntures. Assim, os conversíveis foram a forma adotada para contornar aquela restrição.

1- empréstimos com a garantia de primeira hipoteca sobre ativos reais da empresa, que neste caso, eram terras da ferrovia.

Nos anos 50 as empresas estavam crescendo devido ao ambiente economicamente favorável, e a necessidade de expansão levou-as a emitir conversíveis para conseguirem financiamentos com taxas menores.

No “*Bull Market*” (mercado das Bolsas de Valores em alta constante) dos anos 60, os conversíveis foram usados para fusões e aquisições, e a ITT (*International Telephone & Telegraph*) comprou várias empresas, emitindo conversíveis.

Nessa época pequenas e médias empresas usaram conversíveis como forma de financiamento. Isto criou o mito de que conversíveis são emitidos por empresas com crédito de pouca qualidade.

Nos anos 80 os EUA estavam em um período de grandes reestruturações e de criação de novas empresas. O crescimento acelerado de várias empresas foi financiado pela emissão de conversíveis, o que acarretou um recorde de novas emissões em 1986.

Esta expansão trouxe também um novo mercado chamado “*Junk-Bond*” com emissões de empresas de crédito duvidoso e, por isso mesmo, com altas taxas de retorno.

Mas o lançamento de um debênture conversível pela IBM em 1984 com classificação de risco AAA foi o ponto de partida das emissões das grandes empresas com bom crédito e que viram, neste instrumento, uma forma de baixar seus custos de captação.

A expansão do mercado global encorajou as empresas a oferecerem conversíveis no mercado de *Eurobond*, tal como a Disney fez ao emitir conversíveis em francos para financiar a *EuroDisney*.

Quando, nos anos 90, as empresas de Tecnologia tornaram-se o setor que mais cresceu, a maioria das empresas, tais como, Motorola, Ericsson, Oracle, Silicon Graphics, Texas, 3COM, EMC, Seagate, TRW, Cisco fizeram uso dos conversíveis (e continuam fazendo) para financiar a expansão de seus negócios.

2.2 O Mercado Americano de Debêntures

O mercado Americano de títulos de dívida tinha em circulação, em 30/06/2003, a quantia de US\$ 21,1 trilhões de dólares, distribuídos conforme a figura:

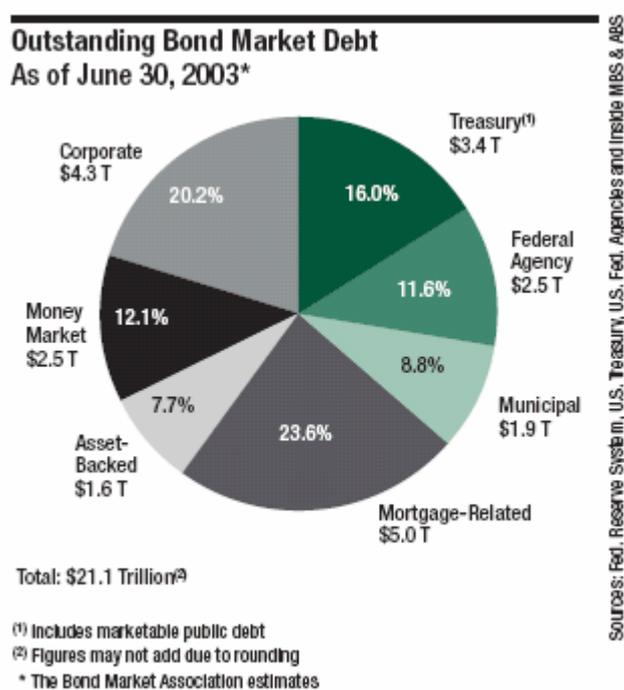


Figura 1: Distribuição do Mercado Americano

Fonte: http://www.bondmarkets.com/Research/Research_Quarterly_August_2003.pdf

acessada em 14/08/2003

Dos US\$ 4,3 trilhões em *Corporate Bonds* (debêntures emitidas por empresas), aproximadamente 20% (vinte por cento) eram conversíveis. No primeiro semestre de 2003 foram emitidos US\$50,3 bilhões de novos Debêntures Conversíveis, representando quase o dobro da emissão no mesmo período de 2002, aumento este, influenciado pela recuperação dos ganhos das empresas e dos preços das ações.

2.2.1

O que é uma Debênture? O que é um Bond ?

A Andima e a Abrasca, em sua Cartilha de Debêntures (2002), definem as debêntures como valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazo, que asseguram aos detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2002) um *bond* é um contrato ou certificado de longo prazo, que diz que o investidor possui uma certa quantia e que o emissor concordou em pagar juros e devolver o principal, em determinadas datas. Já uma *Debenture* seria uma dívida de longo prazo, sem garantias, enquanto o *bond* teria garantias estipuladas em contrato.

Entretanto usa-se corriqueiramente nos EUA a palavra *bond*, para designar dívidas de longo prazo, com ou sem garantias.

2.2.2

O que é uma Debênture Conversível

Woodson (2002) define uma debênture conversível como um título híbrido, combinando ganhos das debêntures simples com a valorização das ações.

Como pagam uma taxa de juros geralmente maior que os dividendos das ações da empresa e como são passíveis de conversão em ações, as Debêntures Conversíveis também têm grande potencial de valorização.

No vencimento podem valer seu valor de face ou o valor de mercado das ações que representam (o que for maior), ou por opção do possuidor, serem convertidos em ações a qualquer momento por quantidades prefixadas na emissão.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) definem uma Debênture Conversível como uma debênture simples com um *warrant*. Mas este pode ser emitido separadamente, e a Debênture Conversível, não.

A Debênture Conversível dá a seu possuidor o direito de trocá-la por um determinado número de ações, embutindo, assim, uma opção de compra.

2.2.3

O que é um *Warrant*

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), são contratos que dão aos seus detentores o direito, mas não a obrigação de adquirir certa quantidade de ações ordinárias de uma empresa, por um preço fixo, em um período determinado de tempo. A diferença principal em relação às opções de compra é que o prazo de emissão de *warrants* é longo e, em algumas vezes, perpétuo.

Warrants são instrumentos financeiros usualmente emitidos junto com debêntures de colocação privada, embora também comuns em emissões públicas iniciais de ações. Se um *warrant* é vendido junto com uma debênture simples, eles podem ser destacados e negociados separadamente.

Consoante Noddings, Christoph (2001), no começo dos anos 70, a emissão de *warrants* foi muito ativa, quase desaparecendo com a recessão de 1973 a 1974. Na década de 90 as empresas que faziam ofertas públicas iniciais emitiam *warrants* para tornarem-se atraentes aos investidores. Atualmente os *warrants* são usados em estratégias de investimento, que capturam instrumentos considerados abaixo ou acima do preço. O possuidor de um *warrant* que esteja sendo negociado abaixo de seu preço justo, pode exercer seu direito e efetuar a troca por ações, desde que as ações tenham sido emitidas e registradas na SEC (Securities & Exchange Commission). A falta do registro leva a uma cotação abaixo do valor justo.

A tributação na venda de um *warrant* é imediata, mas se há troca por ações, só na venda destas, é que incidirão os impostos.

2.2.3.1

Diferenças entre *Warrant* e Opção de Compra

Warrants são instrumentos de captação de recursos usualmente emitidos por pequenas empresas como parte de um IPO (*Initial Public Offering*). Seu exercício obriga à emissão de novas ações, o que causa diluição.

Opções de Compra são instrumentos criados pela OCC (*Options Clearing Corporation*) e seu exercício requer ao vendedor a entrega das ações para liquidação do contrato.

Enquanto os warrants duram entre 3 e 5 anos, as opções têm 9 meses em média. A partir de 1990 começaram a ser negociadas as LEAPS (*Long-Term Equity AnteciPation Securities*), que são opções de compra de até 3 anos.

2.2.4

Razões para a Emissão de Debêntures Conversíveis nos EUA

- **Os benefícios percebidos:**

Segundo Woodson (2002), as empresas devem analisar os seguintes benefícios na emissão das Debêntures Conversíveis:

a) é o instrumento ideal para pequenas empresas em crescimento acelerado, pois sem um registro de longo prazo e com estruturas voláteis de capital, terão de pagar altos juros, se captarem recursos emitindo apenas dívida.

b) na emissão dos *Convertibles*, a volatilidade pode ser benéfica, pois valorizarão a opção de compra embutida nas Debêntures Conversíveis, tornando, então menor a taxa de juros necessária para a captação.

c) se a empresa progride (e as ações valorizam-se) a empresa pode fazer uma conversão forçada das Debêntures Conversíveis que, então, serão trocados pelas ações.

d) as Debêntures Conversíveis podem ser usadas para a venda de ativos das empresas, se as ações a serem convertidas são de uma outra empresa de propriedade da emissora.

e) também as grandes e estáveis empresas emitem Debêntures Conversíveis para captar recursos em termos mais favoráveis.

- **Avaliação do Risco:**

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) consideram que uma emissão de Debêntures Conversíveis é indicada quando o risco da empresa é difícil de ser avaliado, podendo influenciar na taxa de juros da emissão.

As Debêntures Conversíveis também protegem contra erros de avaliação do risco da empresa, pois como têm dois valores (como dívida e opção das ações da empresa) se esta passa a ser uma empresa com pouco risco, a parte dívida terá

alto valor e a opção, um pequeno valor. E, se ao contrário, o risco for grande, a parte dívida terá pequeno valor e a opção, então, um grande valor.

- **Redução dos Conflitos:**

A emissão de Debêntures Conversíveis pode também resolver os conflitos associados com a captação de recursos.

Como as debêntures simples são equivalentes a um título sem risco, menos uma opção de venda dos ativos da empresa, isto cria incentivos para que os credores forcem a empresa a apenas concentrar-se em atividades de baixo risco. Mas por outro lado, os investidores em ações ordinárias da empresa insistirão na adoção de projetos de alto risco. Se estes conflitos (denominados, *Agency Costs*) ocorrem, oportunidades lucrativas poderão ser desperdiçadas, pois projetos de alto risco e com valor presente negativo transferem saúde financeira dos detentores de dívida aos detentores de ações ordinárias.

O uso da Debênture Conversível apresenta vantagens na solução de problemas comuns às empresas, especialmente no caso de conflitos entre ações da gerência e os acionistas (investidores em ações) ou com os investidores em debêntures conforme comprovado por estudos (Brennan e Kraus 1987, Brennan e Schwartz 1988).

- **Controlando o Excesso de Investimento:**

Mayers (1998) propôs a hipótese de financiamento seqüencial ² (*sequential financing*) e postulou que as emissões de Debêntures Conversíveis reduzem custos de emissão, controlam o problema do *overinvestment* ³, quando a empresa tem um projeto rentável para execução imediata e uma opção para um outro projeto também rentável, no futuro.

Se a empresa captasse para os dois projetos estaria introduzindo o problema de *overinvestment*, se no futuro, as condições tornassem adversas, mas se captasse apenas para o primeiro projeto, gastaria mais com uma outra emissão no futuro.

2- previsão para uma seqüência de investimentos de valores incertos e em prazos não conhecidos

3- emissão excessiva de dívida ou ações, além das necessidades da empresa

Um conversível estruturado na emissão como “*out-of-the-money*”⁴, mas esperando ser “*in-the-money*”, no futuro terá um valor presente positivo, contorna o *overinvestment* e economiza custos de emissão.

Se a opção torna-se sem valor no futuro, o conversível fica “*out-of-the-money*” e o principal é pago no vencimento. Se a opção torna-se um projeto, o principal é convertido e os recursos não saem da empresa (usa-se a conversão forçada, se necessário).

O estudo de Mayers (1998) mostrou que 67% (sessenta e sete por cento) das Debêntures Conversíveis são convertidas em ações, confirmando a crença de seus gerentes nas oportunidades de futuros investimentos.

- **Gerenciando a Estrutura de Capital:**

Stein (1992)⁵ estudou o uso dos conversíveis pelas empresas entendendo que boas empresas usarão a emissão de Debêntures Conversíveis pois a avaliação da empresa é feita antes do vencimento do débito. Ao forçar uma conversão, poderá emitir ações, o que permitirá captar mais recursos por dívida, no futuro.

Stein (1992) mostrou que a emissão de Debêntures Conversíveis pode harmonizar o equilíbrio entre dívida e capital próprio. Ajudam também a contornar situações de emissão de ações em épocas adversas. Propôs que a tendência das boas empresas é captar por dívida, das ruins é captar por ações e a das empresas médias, emitir conversíveis.

Hoffmeister (1977) encontrou evidências de que 80% (oitenta por cento) dos gerentes consideraram como principal razão para a emissão de debêntures conversíveis “*a desire to raise equity of a delayed basis*” (desejo de poder captar capital próprio no futuro).

4-O preço das ações na data da emissão está abaixo do preço de conversão.

5-Stein, J “Convertibles Bonds as Backdoor Equity Financing”

2.2.4.1

As empresas devem emitir Debêntures Conversíveis ou Debêntures Simples?

Duas situações podem ocorrer após o anúncio de uma emissão de Debêntures Conversíveis:

1) As ações sobem acima do preço de conversão:

Haverá uma troca por ações até o vencimento (ou até uma conversão forçada), pois os investidores que detêm a opção de compra usarão todo o tempo restante, aguardando uma valorização maior.

Por outro lado, embora a empresa goste de ver os preços das suas ações subirem, teria sido melhor emitir debêntures simples, pois mesmo que os juros sejam menores na emissão de Debêntures Conversíveis, a empresa teria de vender uma parte de seu patrimônio a preços abaixo do mercado, pagando um prêmio calculado pela diferença entre o preço de conversão e a cotação da ação na data de emissão (ações subiram acima do preço de conversão e, portanto, estariam subavaliadas).

2) As ações não sobem acima do preço de conversão ou caem:

Embora nenhuma empresa goste de ver os preços das ações caírem ou subirem pouco, foi acertada a decisão de emitir Debêntures Conversíveis pois as taxas de juros contratadas foram menores que as das debêntures simples.

Conforme Lewis, Rogalski e Seward (1999) algumas firmas emitem Debêntures Conversíveis em vez de Debêntures Simples, para reduzir os custos dos conflitos entre investidores e acionistas e outras emitem para reduzir os custos de uma escolha equivocada.

2.2.4.2

As empresas devem emitir Debêntures Conversíveis ou Ações ?

Se as ações subirem acima do preço de conversão, foi melhor ter emitido Debêntures Conversíveis pois o preço da conversão é sempre maior que o valor da ação no ato da emissão.

Se as ações caem ou não sobem o suficiente para a conversão, nesse caso teria sido melhor ter vendido ações em vez de emitir Debêntures Conversíveis.

Lewis, Rogalski e Seward (1999) evidenciaram que as empresas também emitem Debêntures Conversíveis em vez de emitirem ações para reduzir os custos de uma escolha equivocada.

2.2.5

Por que Investir em Debêntures Conversíveis nos EUA?

- **A Performance dos Fundos de Conversíveis**

Em Woodson (2002), um investidor vê nas Debêntures Conversíveis um investimento apropriado para o longo prazo com taxas de retorno mais altas e menos riscos do que nas ações.

Na base de dados do Ibbotson Associates (2002) nos períodos de 1973 a 2001 encontram-se uma das razões para que o investidor aplique em Debêntures Conversíveis: sua rentabilidade média anual foi de 11,22% ao ano contra 12,01% do S&P 500 e apenas 9,04% das debêntures simples de longo prazo (desvios padrão respectivamente de 12,92%, 17,41% e 11,69%).

Mas os maiores fundos de Debêntures Conversíveis nos E.U.A, sempre conseguem rendimentos expressivos acima do S&P 500 (seguem 4 gráficos dos maiores fundos nos últimos 5 anos contra o índice SPX).

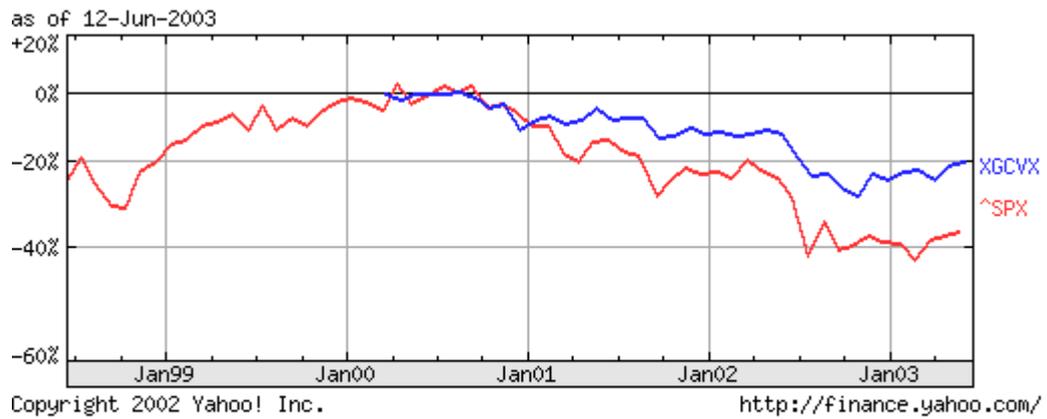


Figura 2 - Gabelli Convertible and Income Securities Fund (XGCVX)

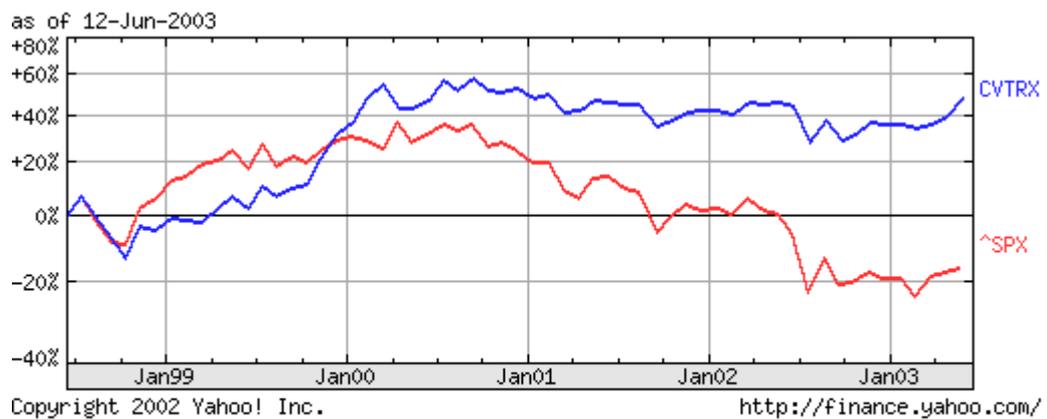


Figura 3 - Calamos Convertible Growth & Income Fund (CVTRX)

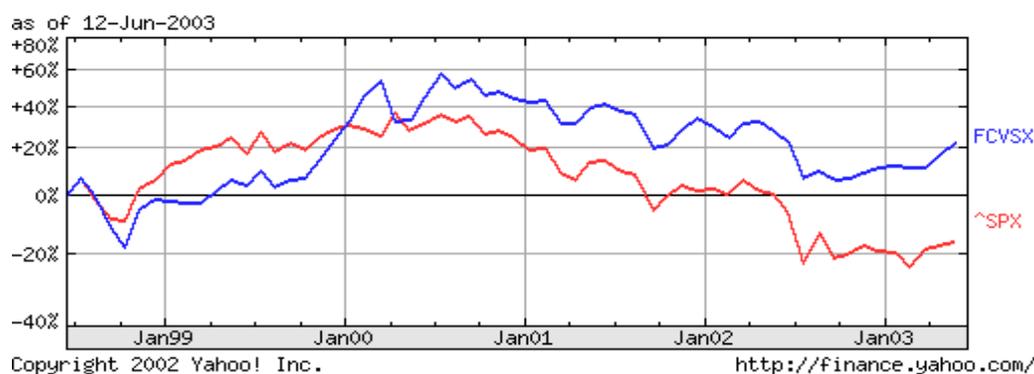


Figura 4 - Fidelity Financial Trust Convertible Securities Fund (FCVSX)

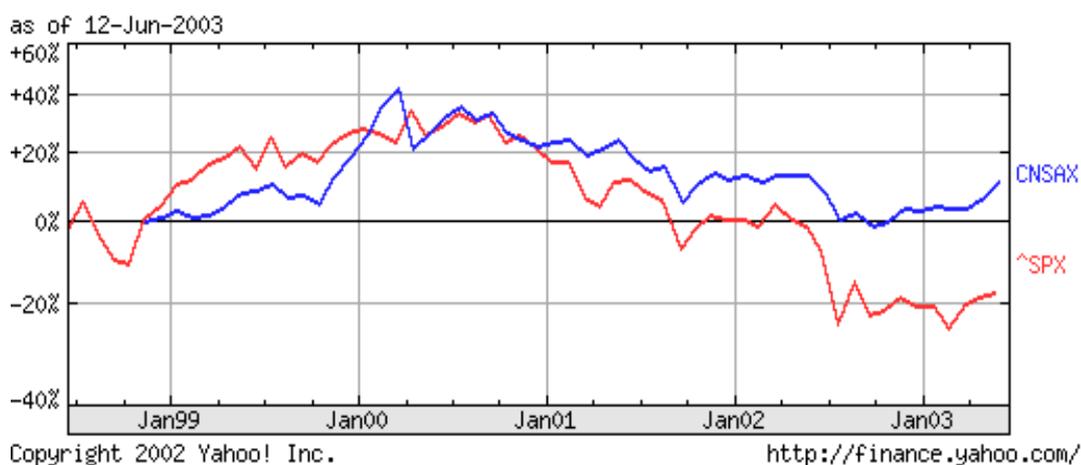


Figura 5 - Morgan Stanley Convertible Securities Trust (CNSAX)

Os 65 fundos de Convertibles⁶ mais negociados, tiveram um retorno médio no período de junho de 2002 a junho de 2003 de 15,77% contra 10,33% do S&P 500.

6-Fonte: <http://news.morningstar.com/fundReturns/CategoryReturns.html> (18/7/03)

- **Renda Mínima Garantida além de um Provável Lucro na Conversão em Ações**

Consoante Noddings, Christoph (2001), os emissores de conversíveis têm de oferecer vantagens aos investidores, pois a liquidez destes papéis é menor que a das ações e das debêntures simples. Isso leva geralmente à uma subavaliação dos conversíveis .

A relação entre o valor de conversão da debênture (preço das ações x nº de ações por debênture) e o valor de investimento (preço do debênture como se fosse simples, sem a opção das ações) influi na decisão de fazer o investimento:

1. Quando o preço do conversível está perto do valor de conversão, o preço das ações é que passa a determinar o valor da debênture no mercado, pois basta convertê-lo, e vender as ações para apurar o resultado.
2. Se as ações estão abaixo do preço de conversão dependerá de quanto o preço do conversível está perto do valor de investimento (como se fosse debênture simples), que é seu mínimo valor (*floor*).

A grande atração exercida nos investidores é o ciclo observado nas emissões das empresas em crescimento.

Uma empresa emite para captar recursos, que se bem aplicados aumentarão o seu valor, e então suas ações sobem. Os investidores irão reter as ações até uma conversão forçada quando receberão o prêmio pela aplicação. A empresa quando tiver outro investimento a fazer repetirá o processo, e os investidores repetirão a aplicação.

2.2.6

As Cláusulas Importantes das Debêntures Conversíveis nos EUA

As cláusulas que dão flexibilidade à emissora no gerenciamento da conversão da dívida em ações, são alguns dos aspectos mais importantes das Debêntures Conversíveis.

2.2.6.1

O Direito de Chamada e a Conversão Forçada

As Debêntures Conversíveis, na sua grande maioria, são emitidas com cláusulas de direito de chamada que permitem ao emissor geralmente após um determinado prazo (geralmente de 3 a 5 anos), a opção de um resgate antecipado, mediante pagamento do valor principal e de um prêmio pré-acordado na escritura de emissão.

Como o anúncio deste resgate antecipado força o investidor tomar uma decisão quanto a converter suas debêntures em ações ou recebê-las em dinheiro, esta é uma das questões mais abordadas na literatura sobre Debêntures Conversíveis.

2.2.6.2

Como funciona a Conversão Forçada

O valor de mercado da Debênture Conversível sempre será maior que seu valor de conversão, a não ser que a opção expire. De outra forma comprar-se-iam Debêntures Conversíveis e as converteriam em ações realizando um lucro fácil.

Quando o valor de conversão da Debênture Conversível superar o valor do pagamento previsto com a antecipação, os investidores irão preferir converter em ações já que receberão um valor maior.

Mas esta estratégia deve ser acompanhada de medidas que criem algum valor para os acionistas, pois se a antecipação for opção dos investidores a empresa estará beneficiando os investidores em Debênture Conversíveis em vez dos acionistas.

Assim num mercado perfeito a chamada deve ser feita quando o valor de conversão atingir o preço estipulado pela chamada.

As razões principais que levam as empresas a anunciarem um resgate antecipado de uma emissão de Debêntures Conversíveis são:

- Redução da Taxa de Juros de Mercado.
- Mudança na classificação do Risco da Empresa.
- Decisão de mudança na estrutura de capital da empresa.

Em uma chamada o preço de conversão determinado na emissão, pode já ter sido ultrapassado (*in-the-money*) ou não (*out-of-the-money*), conforme as cotações das ações da empresa. As chamadas *in-the-money* são uma conversão forçada já que o investidor vai obter mais valor recebendo ações do que o pagamento do resgate antecipado. Na conversão forçada o total da eventual emissão de nova dívida irá permitir que a empresa ajuste sua estrutura de capital na forma desejada.

Uma chamada *out-of-the-money* implica na disponibilidade de recursos para quitação da emissão.

Uma nova emissão em condições mais favoráveis, após uma conversão forçada, poderá ser maior sem afetar a estrutura de capital já praticada pela empresa, pois sua dívida diminuirá e seu capital próprio aumentará após a conversão.

A decisão da mudança da estrutura de capital da empresa envolve uma estratégia inerente ao seu planejamento, e esta pode considerar fundamental que tal mudança seja feita de imediato, daí a utilização da cláusula de chamada.

2.2.6.3

Como se comportam as Ações na Conversão Forçada

Os efeitos das chamadas sobre os preços das ações têm de ser previstos para que os objetivos das empresas sejam alcançados.

O comportamento dos preços das ações, devido às chamadas para conversão forçadas, deu margem a vários estudos.

Ingersoll (1977) tinha uma simples regra para a chamada:- ela deveria ser feita assim que o valor de conversão da debênture atingisse o preço efetivo da chamada (preço estabelecido no contrato mais juros).

Mas como observado por Ingersoll (1977), as empresas davam uma margem de segurança de até 30% antes de fazer a chamada, o que ia contra o racional uma vez que, investidores tendem a adiar a conversão o máximo possível. Então, a gerência devia forçar uma conversão também assim que possível.

Brennan and Schwartz (1977) entendiam que a melhor estratégia a ser adotada na chamada para resgate antecipado, era simplesmente fazê-lo tão logo o valor da debênture se chamada, fosse igual ao valor dela se não fosse chamada, sempre considerando-se que a empresa deve procurar tentar minimizar o valor do conversível.

Mikkelson (1981) concluiu que as conversões forçadas causavam quedas nos preços das ações, no período de notificação, pesquisa confirmada posteriormente por Mazzeo and Moore (1992), que encontraram evidências de que uma conversão forçada gerava uma queda de preços transitória nas ações e causada mais por uma pressão de venda, do que sendo uma sinalização negativa por parte da empresa, que estaria reduzindo sua porção dívida, tentando aliviar uma futura queda em seus lucros. Byrd e Moore (1996) continuando o trabalho, confirmaram ser transitória a queda nos preços e que posteriormente após o período de conversão, as empresas recuperavam as perdas havidas e ainda se valorizavam.

Recentemente o estudo de Bechmann (2001), examinando 539 chamadas para resgate de conversíveis entre 1986 e 1996 nas bolsas NYSE, ASE, NASDAQ das quais 112 eram *out-of-the-money* e 427 *in-the-money*, encontrou evidências de que as chamadas *in-the-money* têm efeitos negativos e as chamadas *out-of-the-money* têm efeitos positivos sobre os preços das ações, também confirmando as pesquisas anteriores.

2.2.6.4 Os Dividendos e a Conversão Forçada

Além da repercussão nos preços das ações é igualmente importante observar o cronograma e o valor da distribuição de dividendos. Constantinides e Grundy (1987), mostraram que as chamadas *in-the-money* são altamente improváveis de ocorrer, se os dividendos a serem recebidos após a conversão excedem o pagamento dos juros pela empresa.

Campbell, Ederington e Vankuche (1991) e Asquith e Mullins (1991), concluíram que a probabilidade de chamada é menor, se os dividendos forem maiores que os juros líquidos (após taxas) do que se os dividendos forem menores que os juros brutos (antes das taxas), com evidências de que os dividendos futuros e não só os atuais, são importantes na decisão.

2.2.6.5 Proteção contra a Chamada para Resgate

Na disputa pelos recursos do investidores os analistas e consultores responsáveis pelas modelagens das emissões de Debêntures Conversíveis, formulam cláusulas com alguma proteção para os investidores, quanto ao direito de chamada dos emissores.

Korkeamaki e Moore (2002) em estudo de emissões de conversíveis com 705 empresas selecionadas no *SDC-Securities Data Corporation's - New Issues Database*, no ano de 1996, e observando os cinco anos posteriores de “*capital expenditures*”⁷ daquelas empresas (para estudarem se as empresas emitiam debêntures conversíveis desenhados para proverem flexibilidade nos investimentos), classificaram o papel das “proteções” (protegendo o investidor da chamada para resgate pelas empresas), como:

- sem proteção (podem ser chamados em qualquer tempo);
- proteção leve (associadas ao preço das ações);
- proteção pesada (chamadas apenas em períodos pré determinados) e
- proteção total (sem qualquer direito de chamada).

7- o montante usado durante determinado período para adquirir propriedades e adquirir ou renovar ativos de longo prazo, tais como fábricas e equipamentos

Encontraram evidências de que emissões sem proteção ou com pouca eram oferecidas por empresas que faziam investimentos logo após a emissão.

E que as despesas de “*capital expenditures*”, nos cinco anos posteriores à emissão, eram inversamente relacionadas à duração dos períodos de proteção.

2.2.7

Tipos de Debêntures Conversíveis mais negociados nos EUA

Além da sua forma tradicional as estruturas das Debêntures Conversíveis podem variar conforme suas características. Calamos (1998) e Woodson (2002) destacam as seguintes:

2.2.7.1

Zero-Coupon Convertible Bonds (OID)

Não paga cupom mas tem emissão com grande desconto do valor de face. Esta estrutura é conhecida como “*original issue discount*” (OID).

Nos EUA, as normas do IRS (*Internal Revenue Service*, responsável pelo imposto sobre a renda) incentivam esta emissão ao permitir que as empresas deduzam o desconto amortizado durante toda a vida do papel, mesmo que o pagamento só se faça no vencimento ou seja, a empresa capta recursos sem custos iniciais pois o pagamento é deferido.

Mas os compradores têm de pagar sobre apreciação anual mesmo sem receber qualquer valor e sem relação ao valor da compra, mas sim pelas características da emissão.

Os *Zero-Coupon Convertibles Bonds* têm usualmente prêmios menores de conversão que as Debêntures Conversíveis, pois o preço de conversão é função do número de ações estabelecido na emissão e calculado pelo preço do papel na data em questão e não pelo valor de face. Assim, enquanto a debênture cresce em direção do seu valor de face, o preço de conversão sobe com o tempo. Logo, para trocar esta dívida por ações, o preço da ação deve subir além e mais rápido que o crescimento da debênture, em direção ao valor de face.

2.2.7.2

Debêntures Conversíveis com opção de venda (*put*)

O investidor pode vender o papel de volta à emissora por um preço pré-acordado numa determinada data, protegido portanto contra perdas no caso de uma subida na taxa de juros pela redução da maturidade.

O emissor calcula o preço de exercício da *put* pelo custo do financiamento entre a data da emissão e a data do exercício.

2.2.7.3

Coupon Paying Convertible Bonds (Tradicional)

A debênture conversível tradicional é igual a um debênture emitido ao par com uma taxa fixa de juros com vencimento do principal, de uma só vez, cupom prazos a cada 6 meses e uma avaliação de risco. Contém também uma cláusula de conversão em ações por opção do comprador.

2.2.7.4

Convertible Preferred Stock

Pagam juros fixos (dividendos) e podem ser trocados por ações ordinárias por opção do investidor. São geralmente emitidos sem data de vencimento e têm a preferência no pagamento dos dividendos, em relação às ordinárias.

Sendo do tipo “*Exchangeable Convertible Preferred Stock*” dariam ao emissor a opção de trocar as *Convertible Preferred Stocks* por Debêntures Conversíveis conforme termos constantes na emissão. A empresa então teria flexibilidade para gerenciar sua estrutura de capital, podendo trocar ações por dívida e, trocar o pagamento de dividendo (não dedutível no Imposto de Renda) por pagamento de juros (dedutível no Imposto de Renda).

2.2.7.5

Mandatory Convertible Securities (MCS)

O valor final é incerto, pois nesse tipo de emissão (a General Motors fez a primeira em 1990) a debênture é automaticamente convertida no vencimento.

Do ponto de vista do emissor tem-se a melhor posição, ganhando no crédito por uma taxa de juros favorecida e ganhando no pagamento do imposto de renda, por vender suas ações e apenas pagando o imposto no vencimento.

2.2.7.6 Convertibles Stock Notes

Notas de Ações Conversíveis, a critério do emitente, podem ser pagas em ações ou dinheiro em vez do tradicional pagamento do principal, e juros em dinheiro.

São conhecidas como PIK ou “*pay-in-kind*” e estruturadas para facilitar o gerenciamento do *cash-flow* do emissor. Como geralmente são emitidas por empresas em dificuldades financeiras e de difícil avaliação, sua colocação normalmente é privada.

2.2.7.7 Exchangeable Convertibles

Emitidas por uma empresa e convertidas em ações de uma outra empresa, cujas ações pertençam à emissora.

Esta emissão é feita quando existem ativos não estratégicos a realizar e apresentam vantagens tributárias pois o valor da venda daqueles ativos é recebido mas a taxa só será devida na conversão.

Como o emissor vai querer reter o benefício fiscal, o máximo possível, a conversão será dificultada. Muito utilizado na Europa, onde constitui 50% (cinquenta por cento) do mercado de conversíveis na França.

2.2.7.8 Resettable Convertibles

O cupom, o fator de conversão, o preço de conversão e o vencimento do Bond podem ser ajustados se um pré-determinado evento ocorrer.

O exemplo mais comum é de emissões especulativas oferecerem um aumento do fator de conversão, caso o preço da ação caia abaixo de um certo nível.

2.2.7.9 Premium Protection (Make-Whole Provision)

Conversíveis sem proteção contra o direito de chamada pela empresa (ou mesmo com pouca) às vezes oferecem um prêmio de proteção. Isto é, se uma debênture com pouca proteção é chamada com pouco tempo de vida o prêmio permite converter em ações e receber parte dos cupons remanescentes, preservando o valor do prêmio pago pelo investidor à época da emissão.

2.2.7.10 Liquid Yield Options Note (LYON)

A Merrill Lynch introduziu, em 1985, a *Liquid Yield Options Note* (LYON) que é uma Debênture Conversível OID com uma (ou mais) opção de venda (put).

É um zero-cupom com grandes descontos do valor de face e que dispõe de opções de venda (uma ou várias) com preços que são os da data da emissão da LYON mais juros até o exercício ou exercícios listados na oferta. O propósito da Merrill Lynch foi reduzir o risco do investimento, mas mantendo a conversão nos moldes tradicionais.

Normalmente uma LYON dá o direito de trocar o papel por ações ou dinheiro, em cinco anos, para poder concorrer no mercado de títulos de médio prazo.

2.3 As Razões do Crescimento do Mercado de Conversíveis nos EUA

O mercado de Debêntures tornou-se tão volátil quanto o de ações e a incerteza dos mercados fez com que as empresas adicionassem cláusulas de conversão às emissões de ações preferenciais ou de debêntures para torná-las mais atrativas aos investidores

O crescimento dos mercados de capitais permitiu o acesso às empresas desconhecidas com pouco capital e, portanto, mais arriscadas e voláteis do que aquelas já estabelecidas e bem conhecidas. A cláusula de conversibilidade torna este risco mais palatável aos investidores que usufruirão de eventual valorização das ações, enquanto recebem seus juros.

O crescimento econômico é o fator mais importante para o crescimento do mercado de conversíveis e a expansão econômica nos EUA, nos anos 80, criou um mercado de US\$ 100 Bilhões.

Tanto a criação de novas empresas com idéias inovadoras como a reestruturação de empresas já estabelecidas, demandarão recursos a longo prazo, que podem ser providos pelos conversíveis.

A abertura da CBOE (Chicago Board Options Exchange) em 1973 e a aprovação em 1974 da ERISA (*Employees Retirement Income Security Act*) foram os catalisadores (*fostered the growth*) da expansão do uso de formas não tradicionais de investimento, fatores estes observados por Calamos (1998) .

A CBOE forneceu os meios para que investidores pudessem reduzir a volatilidade do mercado pelo uso das opções de ações e de índices. Mas a ERISA é que foi o fator predominante para tornar os conversíveis uma estratégia importante, ao promover a expansão dos Planos de Pensão pelo reconhecimento de técnicas modernas de gerenciamento de investimentos.

Black e Scholes (1973)⁸, forneceram uma base teórica e foram o pivô do crescimento e do sucesso de várias formas de engenharia financeira nas décadas de 80 e 90. Os responsáveis pelos fundos começaram a diversificar seus investimentos e a procurar novas e complementares estratégias.

A volatilidade dos mercados de ações e títulos exigiu uma performance ajustada ao risco, e os investidores demandaram uma contínua procura de novos meios para proteção de seus ativos, sem prejuízo de rentabilidade.

Empresas com alta relação dívida / capital próprio, continuavam a necessitar de capital e, portanto, emitiam conversíveis (*convertibles preferreds*) que forneciam o capital necessário como *Equity* e não como *Debt*, além de também permitir a conversão das preferenciais em ações ordinárias no futuro.

A General Motors (GM) foi além e emitiu um conversível (*convertible preferreds*) contra o *cash-flow* de uma subsidiária (EDS – Eletronic Data Systems, Inc).

8- pagina 237, Hull (2000)

Nos anos 90 os conversíveis tiveram inovações, produzindo-se em Wall Street vários tipos de novos produtos entre eles as MIPS, DECS, ELKS, PERCS, e PRIDES que expandiram o mercado, permitindo aos investidores a escolha do melhor instrumento para suas necessidades.

2.4 Inovações

Inovações nas debêntures conversíveis envolvem operações visando a isenção ou deferimento de taxas, o que representa incentivo para uma emissão.

A combinação de uma debênture e um *warrant* pode criar uma debênture conversível sintética, com as mesmas características da convencional mas com vantagens tributárias, pois os resultados obtidos pelo *warrant* são dedutíveis para efeito de taxaço ao longo da vida do papel.

Os bancos e corretoras, passaram a estruturar novos produtos para determinadas emissões, atendendo às características particulares de cada cliente. E a medida que o mercado aceitava-as, eram registradas como uma marca representada geralmente por um acrônimo (são palavras criadas pelas primeiras letras de uma série de palavras que se referem no caso, a produtos estruturados negociados nas Bolsas americanas).

- **Cronologia dos Instrumentos Financeiros:**

1973 Call Options

1975 Puts Options

1981 PRIME e SCORE

1985 LYONS

1988 PERCS

1993 PRIDE

1999 PHONES

1999 PRIZE

2.4.1 Instrumentos Financeiros Estruturados

As grandes empresas financeiras passaram a estruturar produtos sob medida para seus clientes corporativos, no atendimento de suas necessidades de gerenciamento de capital e, depois, estendidos para o mercado :

- **Mandatory Convertibles**

Caracterizados pela conversão obrigatória no vencimento, tem um forte componente capital próprio e apresentam risco e retorno similares aos das ações da empresa, sem a proteção para *downside* (já que não se pode optar pela debênture)

As ACES (Automatically Convertible Equity Securities, Goldman Sachs), DECS (Dividend Enhanced Common Stock, Salomon Brothers) e PRIDES (Preferred Redemption Increased Dividend Equity Securities, Merrill Lynch), apresentam variações para prover os investidores com um retorno maior que aquele que seria proporcionado pelas ações ordinárias, mas uma valorização maior que a do preço de conversão (25% acima do preço de emissão), aciona uma cláusula onde o investidor só ficará com parte da apreciação (80%) por uma mudança na taxa de conversão .

As PERCS (Preferred Equity Redemption Cumulative Stock, Morgan Stanley), YES (Yield Enhanced Stock, Goldman Sachs) e PACERS (Preferred Adjusted to Common Equity Redeemable Stock, Donaldson Lufkin Jenrette) pagam dividendos e oferecem ao investidor um retorno maior que o das ações ordinárias e participam do aumento de preços da ação até um determinado nível (*cap*, limite de alta).

As PERCS podem ser chamadas a qualquer tempo, mas o preço da chamada embute um prêmio proporcional à *cap*. Quanto mais cedo a chamada, maior o prêmio e, talvez, esta chamada precoce, seja boa para o investidor.

- **Third Part Mandatory Convertibles**

As ELKS (*Equity Linked Securities*, Salomon Brothers), YEELDS (*Yield Enhanced Equity-Linked Debt Securities*, Lehman Brothers) e CHIPS (*Common-Linked Higher Income Participation Securities*, Bear Stearns) são parecidas com as PERCS, mas estruturadas como dívida para os emissores com uma ligação às ações ordinárias de uma outra empresa. Pagam juros a cada quatro meses e não podem ser chamadas. A obrigação (*mandatory*) é por dinheiro no pagamento e não, em ações.

- **Outras variações em Mandatory Convertibles**

As DECS (*Dividend Exchangeable for Common Stock*, Salomon Brothers), DECS (*Dividend Enhanced Convertible Stock*, Salomon Brothers) e PRIDES (*Preferred Redeemable Increased Dividend Securities*, Merrill Lynch) são variações em torno das DECS e PRIDES (a abreviação é igual o significado é diferente) com diferentes riscos e retornos. Conversão obrigatória e pagável em espécie ou ações ordinárias. Para taxação são tratadas como ações preferenciais. E, no caso das PRIDES, são automaticamente convertidas em ordinárias no vencimento, e se convertidas antes, são pagas em ordinárias.

- **Preferred Convertibles (emitidas por uma subsidiária, com ganhos fiscais)**

As MIPS (*Monthly Income Preferred Stock*, Goldman Sachs), SAILS (*Stock Appreciation Income-Linked*, First Boston) e TOPRs (*Trust-Originated Preferred Securities*, Merrill Lynch), tem a mesma estrutura:- uma empresa cria uma sociedade de fins específicos, a qual emite o MIPS como uma forma de ações preferenciais; vende-as e com o resultado, compra debêntures conversíveis subordinados da empresa-mãe, em termos idênticos aos MIPS. Assim, a empresa pode deduzir juros pagos aos debêntures, o que reduz os custos de captação.

O investidor tem o direito de converter em ações ordinárias, tem proteção de chamada de 5 anos e geralmente vencem em 30 anos.

- **Preferred Securities**

Produtos estruturados para emularem ações preferenciais (americanas)

- **Trust Preferred Securities**

É um híbrido que consiste em uma ação preferencial emitida por uma subsidiária de uma empresa, criada especialmente para tal finalidade, e uma dívida emitida pela própria empresa. A subsidiária vende as ações e, com o resultado, compra os títulos de dívida da empresa, com ganhos fiscais.

A QUIPS (QUarterly Income Preferred Security) emitida pela Goldman, Sachs é uma *Trust Preferred Security*, pagando rendimentos trimestrais.

A TruPS (Trust Preferred Securities) é emitida pela Solomon Smith Barney Inc. e a TOPrS (Trust Originated Preferred Securities) é emitida pela Merrill Lynch

- **Exchange-Traded Debt Securities**

São produtos emulando as ações preferenciais, mas oferecendo uma posição privilegiada em relação a estas, quanto ao risco de crédito.

PINES - Public Income Notes

As PINES são vendidas em valores de face pequenos (US\$25) e negociáveis em Bolsas pelo preço sem o cupom e pagam rendimentos trimestrais, são resgatáveis depois de um período de geralmente 5 anos por opção da empresa e vencem entre 30 a 50 anos. São *senior* em relação às preferenciais.

QUIBS (QUarterly Interest Bonds) emitida pela Morgan Stanley é similar à PINES.

QUICS (QUarterly Income Capital Security) emitida pela Lehman Brothers emula uma *Trust Preferred Security*, mas sem a subsidiária. E, também é vendida a US\$25.

QUIDS - QUarterly Income Debt Securities

QUIDS (QUarterly Income Debt Security) emitida pela Goldman, Sachs & Co. emula uma *Trust Preferred Security*, mas sem a subsidiária. E, também é vendida a US\$25.

- **Mandatory Convertibles Securities**

Incluem um contrato de compra de ações cujo número dependerá da cotação do papel, em data perto do vencimento.

Equity Security Units

Consiste de um contrato de compra de ações ordinárias em um tempo especificado, onde o valor total das ações a serem adquiridas é igual ao preço pago pelo papel e o número de ações a ser recebido depende do preço em Bolsa, em determinada data antes do vencimento (20 a 30 dias).

Feline Prides

Emitida pela Merrill Lynch e similar a *Equity Security Units* pagando rendimentos trimestrais.

PEPS - Premium Equity Participating Security Units é emitida pela Morgan Stanley e similar à *Equity Security Units*, pagando rendimentos trimestrais.

PIERS - Preferred Income Equity Redeemable Shares é uma ação preferencial, pagando um dividendo fixo, mas incluindo um *warrant* que pode ser exercido pelo investidor a qualquer tempo para a compra de ações ordinárias a um preço de conversão pré-fixado e resgatado por opção da empresa após 5 anos, em ações ordinárias, com métodos pré-determinados de conversão. Elas podem ser resgatadas pelo valor de face, após 10 anos, se não exercidas.

PIES - Premium Income Equity Securities são contratos de compra, onde o investidor usa o mesmo valor investido no PIES, para 4 anos depois comprar ações, cujo preço é calculado pelo valor em Bolsa perto do vencimento.

Além destes contratos recebem também rendimentos trimestrais.

Reset PERQS - Reset Performance Equity-linked Redemption Quarterly-pay Securities são obrigatoriamente trocadas depois de 2 anos por ações ordinárias, mas o preço de conversão é fixado na emissão.

Os ganhos potenciais são limitados pela função *Reset* que é um redutor acionado, se o preço da ação avança e ultrapassa determinados valores ao longo do tempo, ajustando-se, então, as quantidades a serem trocadas por cada PERQS.

SPARQS - Stock Participation Accreting Redemption Quarterly-pay Securities emitidas pelo *Morgan Stanley Dean Witter*, são um instrumento financeiro que pagam juros trimestrais por 2 anos e depois é convertido em ações ordinárias numa taxa de conversão pré-acordada. Depois de um ano o título já pode ser chamado para resgate, pagando um valor especificado na emissão.

Callable STRIDES - Callable Stock Return Income DEbt Securities emitidos pela Merrill Lynch similar ao SPARQS.

WIRES - Warrants and Income Redeemable Equity Securities é emitido pelo Morgan Stanley e consiste de um *warrant* para ações ordinárias por preços crescentes até o vencimento e de uma *Trust Preferred* sujeita a chamada, logo após o exercício da *warrant*

2.4.2

Outros Instrumentos relacionados com Conversíveis

CREDITS (Credit Enhanced Debt Indexed to Stock) - instrumento emitido pela Goldman Sachs com garantia bancária do principal e conversão, só possível, na maturidade.

LEAPS (Long-Term Equity Anticipation Securities) – opção de ações com até 3 anos de duração. Ao contrário dos *warrants*, cuja emissão produzem novas ações e, então a diluição, as LEAPS são emitidas tal e qual as opções (cuja vida máxima é de 9 meses) e independem da empresa (são emitidas com base em ações já existentes).

LYONS (Liquid Yield Option Notes) – um conversível híbrido lançado pela Merrill Lynch em 1985 com duas características importantes:
-os papéis foram reconfigurados como zero-cupom e oferecidos com grandes desconto sobre o valor da face e os investidores têm uma opção de venda para exercício em uma ou mais datas pré-determinadas, com preço fixado no mesmo valor originalmente oferecido, acrescido de juros até a data do exercício da opção.

PIK (*Pay-in kind securities*) – papéis onde rendimentos são pagos por dívida adicional ou ações.

2.5 Emissão nos E.U.A: Lucent Technologies

Em setembro de 1995 a AT&T foi reestruturada e dividida em 3 companhias. Uma delas foi denominada *Lucent Technologies*, que passou a ser a dona do *Bell Labs*.

Em fevereiro de 1996, houve o IPO (*Initial Public Offering*) das ações da Lucent que se tornou o maior fabricante de equipamentos de telecomunicações nos USA.

De 1996 e 2000, a Lucent fez 38 aquisições (investindo U\$ 46 bilhões) e dois *spin off* (um setor de uma empresa é destacado e torna-se uma firma independente) o da AVAYA em 2000, e o da AGERE em 2001.

O *Bell Labs* um ícone da tecnologia, já patenteou mais de 30.000 invenções, desde 1925, quando foi formada a *Bell Telephone Laboratories*,

Dados da Lucent (*ticker* NYSE = LU) em 2003:

- a) Empregados = 38.500 (31/3/2003)
- b) Faturamento = U\$ 12,3 bilhões (2002)
- c) Ações emitidas = 3,9 bilhões

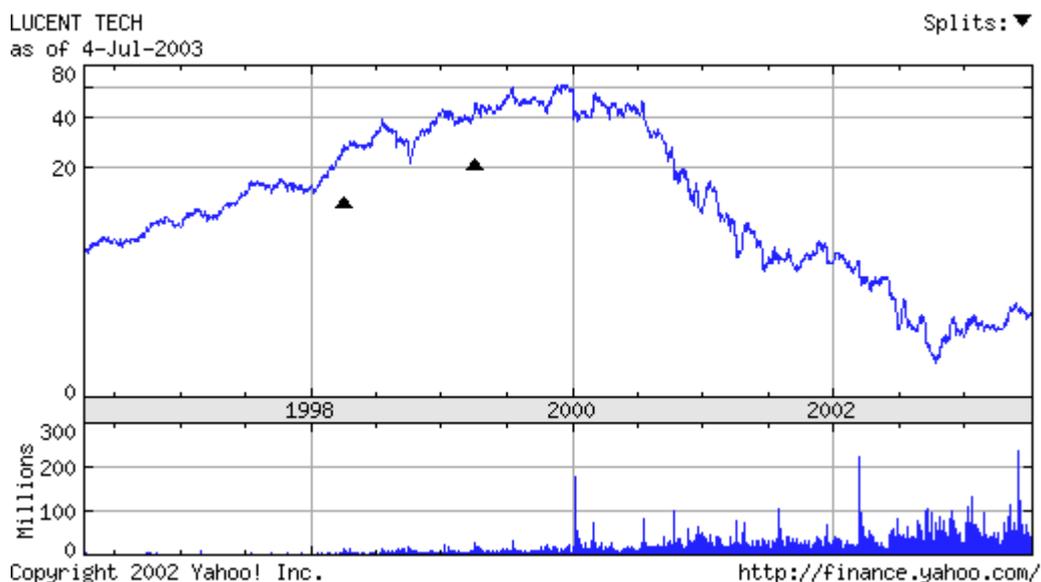


Figura 6 - Gráfico das ações da Lucent na NYSE

Em 29/05/03, a Lucent anunciou a colocação por oferta pública de 2 séries de *convertible senior debt*.⁹

A 1ª série vencerá em 2023, taxa de 2,75% ao ano com preço de conversão a U\$ 3,34 (48% de prêmio sobre fechamento da ação em 29/5/03).

Os investidores tem a opção de resgate em 2010, 2015 e 2020.

Foram emitidos U\$ 750 milhões.

A 2ª série vencerá em 2025, com taxa de 2,75% ao ano, com preço de conversão a U\$ 3,12, com opção de resgate em 2013 e 2015.

Foram emitidos U\$ 880,5 milhões de dólares, e mais U\$ 105,5 milhões de dólares em 09/06/03, devido à cláusula opcional de *over-allotment*¹⁰.

O IPO de Lucent foi oferecido a U\$ 27 em 04/04/96 por ação ordinária e atingiu a cotação máxima de U\$ 84,19 no pregão de 06/12/99. A cotação mínima foi de U\$ 0,55 em 7 de outubro de 2002, fechando em 03/07/03 a U\$ 2,00.

Vamos apresentar e analisar a 2ª série devido ao fato dos investidores terem exercido a cláusula de *over-allotments* e, portanto, manifestado um maior interesse.

2.5.1 Características da 2ª série das Debêntures Conversíveis

Valor da Emissão: U\$ 880,5 milhões de dólares

As debêntures, em questão, são obrigações sem garantias e não subordinadas e emitidas em igualdade de condições às existentes (não subordinadas), mas sênior, quanto aos subordinados existentes e futuros.

Conversão: 1 debênture por 320,5128 ações (U\$ 3,12)

Taxa: 2,75% ao ano (pagos em 15/6 15/12 de cada ano)

Vencimento: 2025 (15 de junho)

Valor de face: U\$ 1.000,00

9-Prospecto da Emissão dos Conversíveis disponível em

<http://www.lucent.com/investor/secfiling.htm>

10-opção que garante emissão maior se houver investidores interessados

As Cláusulas Especiais:

Os investidores podem pedir resgate em 15/6/2013 e 15/6/2019 pelo valor de face mais juros não pagos.

A emissora pode escolher pagar em dinheiro, ações ordinárias (cláusula especial dá a forma e como apurar preço da ação no mercado) ou uma combinação dos dois. Em alguns casos excepcionais também poderão ser solicitados os resgates pelo valor de face.

Ao contrário da maioria dos Conversíveis existem pré-requisitos e circunstâncias específicas para o exercício de conversão das debêntures pelos investidores:

- a) Após 30/09/03, em qualquer trimestre e só durante esse trimestre, se o preço das ações, em pelo menos 20 sessões no período de 30 sessões consecutivas que termina no último dia útil de negociações do trimestre anterior, seja maior ou igual a 120% do preço de conversão ($3,12 \times 120\% = 3,75$).
- b) Durante os 5 dias úteis seguintes a qualquer 5 dias consecutivos de negociação nos quais o preço por debênture, em cada um desses 5 dias, seja 97% do produto da cotação de ação pela taxa de conversão (320,5128).
- c) Se houver chamada para resgate pela emissora.
- d) Pela ocorrência de fatos especificados em cláusula própria.

Mudança Fundamental

Caso alguma das mudanças abaixo ocorram, os investidores poderão solicitar o resgate do principal e dos juros:

- mudança do controle acionário;
- fusão com outra empresa;
- transferência substancial de ativos da empresa;

- se durante um período de 2 anos consecutivos, pessoas que à data do início deste período, estavam na diretoria e, por qualquer razão, deixaram de constituir maioria na diretoria.

Tais cláusulas não se aplicarão, no entanto, se:

- o preço das ações por 5 quaisquer dias de negociação, em 10 dias consecutivos de negociação, a contar da ocorrência da mudança fundamental ou nos 10 dias anteriores a ela, tenha sido igual ou superior a 105% do preço de conversão;
- se pelo menos 95% da transação por fusão/aquisição consistir em ações negociadas em bolsa americana ou cotada na NASDAQ e as debêntures tornarem-se, então, conversíveis nestas ações

Previsão de Resgate

Se o preço das ações superar 130% do preço de conversão ($1,30 \times 3,12 = 4,06$) em pelo menos 20 dias dos 30 dias consecutivos de negociação, (terminado do dia anterior ao aviso) a emissora pode resgatar parcial ou integralmente após 20/06/09 e antes de 20/6/13, com aviso de 30 a 60 dias contra pagamento em dinheiro do principal, e juros não pagos.

Resgate Opcional

Após 20/06/13 a empresa pode resgatar parcialmente ou integralmente as debêntures da série B, por 100% do principal mais juros não pagos, mediante aviso de 30 a 60 dias.

A Emissão

A empresa, no prospecto, diz que usará o valor da emissão para possível recompra do débito em vigência (ela tem papéis no mercado que pagam 7,75% até 2017 e 8% até 2031).

A Lucent que perdeu US\$ 12 Bilhões em 2002, vendeu ativos e demitiu 1/3 dos empregados, tenta se reestruturar financeiramente captando recursos à taxas baixas para resgatar debêntures que pagam 7,75% e 8% a.a.

A Estratégia da Emissão

A estratégia conforme a CEO Patrícia Russo¹¹, é melhorar seus balanços e então reestruturar sua dívida. Esta é a razão principal da emissão; reduzir o custo da dívida.

Mas a existência das cláusulas não convencionais, principalmente a de não poder chamar para resgate exceto em condições especiais, parece ser uma imposição, dos bancos coordenadores da sua reestruturação que a empresa teve de aceitar, pelo seu atual estado econômico (ver o *rating*).

A baixa remuneração pactuada (2,75% a.a) indica haver uma contrapartida: - os bancos arriscam os recursos no saneamento da empresa, mas com perspectivas de altos ganhos devido ao potencial de valorização das ações.

O valor de conversão da ação (U\$3,12) quase 60% acima da cotação e a existência da cláusula (exercida) de *over-allotments* podem refletir a confiança dos investidores na empresa, pois não há outra justificativa quando o *rating* da *Fitch*¹² e da *Standard & Poors* classificaram as emissões como possibilidade de *default* e *especulative*, respectivamente, e ao mesmo tempo a taxa obtida pela Lucent ser muito baixa (um debênture simples da Merck emitido em 1996 para vencer em 2026 e com rating AAA pagava 5,045% ao ano de *Yield to Maturity*¹³).

Isto significa que a componente *call option* tem um valor considerável, mesmo sendo o preço de conversão, na emissão, considerado alto, pelo potencial da ação; no caso, se as medidas de reestruturação fizerem efeito.

As condições pactuadas nesta emissão visam as ações, e isto pode ser suposto pela existência das proteções adotadas para o investidor (restrições às chamadas de resgate) e pelas condições de conversibilidade restritas, onde a empresa retém o capital sob algumas regras de conversão não convencionais.

11-declaração em *Possible Home Run* no site <http://www.itweb.co.za> em 29/5/03

12-http://biz.yahoo.com/bw/030530/305368_1.html

13-fonte:<http://bond.finance.yahoo.com>

Embora atualmente o termo *junk-bond* seja usado para papéis cujo *rating* estão abaixo do razoável, não devem ser comparados com aqueles cuja especulação entre 1971 e 1989 levou Michael Milken a ser chamado de “*the king of junk bonds on Wall Street*”¹⁴.

Na realidade os investidores estão comprando um título de alto risco, mas os recursos obtidos têm destinação certa (trocar dívida de 7,75% por dívida de 2,75% ao ano), dentro de um plano de reestruturação financeira, destinado a melhorar o balanço de uma empresa líder em seu segmento.

2.5.2

Conclusões sobre a Apresentação

Esta emissão foi selecionada para apresentação de um exemplo nos E.U.A, pois apresenta a utilização das Debêntures Conversíveis na reestruturação de uma empresa em dificuldades.

A emissão que foi coordenada por dois dos maiores bancos dos E.U.A contém cláusulas não comuns em outras emissões e destinadas a proteger o investimento e a destinação dos recursos. Ao mesmo tempo, garante um alto prêmio para o investimento, pelas perspectivas de valorização da ação (alta volatilidade), caso a reestruturação alcance o sucesso pretendido.

A proteção contra resgate pela empresa até 2009 (pelo menos) também não é usual e protege o investidor. A Lucent depende do crescimento econômico para que suas encomendas cresçam e a empresa possa se levantar.

O comprador das Debêntures desta emissão só precisa se preocupar com o *default* e mesmo assim as taxas de recuperação de investimento em papéis deste porte são elevadas. Após a reestruturação da Lucent com os recursos das emissões era factível supor uma rápida recuperação nos preços das ações (no começo de fevereiro de 2004 a cotação estava acima de quatro dólares). Este investimento, de alto risco, mas respaldado pela análise e expertise de dois grandes bancos, poderá ser altamente rentável para o investidor.

14- The Sentencing of Michael Milken , Judge Kimba Wood
<http://www.cortland.edu/www/polsci/milken.html>
http://www.businessweek.com/1999/99_19/b3628003.htm
Milken, na época, tinha posição de destaque numa importante casa bancária dos USA (Drexel Burnham Lambert Inc)