

# Bulhões Pedreira: precisamos

DOMINGO, 7 DE SETEMBRO DE 1975

## de reforma cultural

**S**em uma reforma cultural capaz de consolidar um mercado primário de ações, dificilmente se construirá a grande empresa nacional — disse o advogado José Luís Bulhões Pedreira, um dos autores do anteprojeto da Lei das S/A, em mesa-redonda promovida por este jornal. Participaram: Mauro Roberto Levy, vice-presidente do Conselho da Bolsa paulista; Joubert Rovai, presidente da Abamec; Ernest Muhr e Gilberto Biojonne Filho, colaboradores de O Estado. Seguem-se excertos do debate:

**E. Muhr** — Quais os objetivos do projeto?

**B. Pedreira** — Esses objetivos estão todos definidos na exposição com que foi encaminhado. Trata-se, basicamente, de modernizar a legislação das sociedades anônimas, criando um quadro institucional que permita ao empreendedor criar a grande empresa privada de capital nacional. Isso, naturalmente, pressupõe um mercado primário de ações, onde ele vá buscar o capital que não tem.

Então, o objetivo fundamental do projeto é criar um instrumental para que a empresa privada brasileira, atingindo grande porte, possa constituir alternativa, ao lado do Estado e da firma estrangeira, nos setores básicos da economia, daí por diante, já que a escala necessária dos projetos, em consequência do crescimento do Brasil, é de tal ordem que, na prática, o empresário nacional ficou fora da jogada.

**É preciso mudar as idéias sobre o mercado**

**J. Rovai** — Eu perguntaria se os autores acreditam que a ênfase que tem sido dada à distribuição obrigatória de dividendos possa efetivamente permitir a viabilização do mercado primário de ações. Segundo, será que o investidor potencial brasileiro se satisfaria com — digamos — essa oferenda?

**B. Pedreira** — Quanto à primeira questão — se a obrigação de dividendos seria suficiente para criar um mercado primário de ações — eu diria que não. É um dos muitos instrumentos a que o projeto recorre, com o objetivo de realizar o que chamo uma reforma cultural, sem a qual não existirá o mercado primário de ações.

As idéias da maioria das pessoas sobre o mercado primário de ações, a sociedade anônima e a própria ação estão de tal forma distorcidas que, na verdade, se não mudarmos essas idéias, nunca haverá mercado primário. Isso é, num sentido técnico, uma reforma cultural. Uma dessas idéias erradas que se precisa mudar é a própria concepção da ação como título. Que é uma ação? A ação é um pedago do capital social numa empresa que assegura o que? — participação no lucro da empresa e participação no seu acervo líquido em caso de liquidação.

São os dois únicos direitos patrimoniais assegurados pela ação. Seu valor econômico, por conseguinte, resulta desses direitos. Assim, chegamos aos três valores econômicos da ação: o primeiro, baseado no direito de participar dos lucros, é, no fundo, um valor presente de fluxo estimado de dividendos; o segundo é o valor de patrimônio líquido, que é o que você receberia num rateio se a empresa fosse liquidada; o terceiro é o valor de troca, estabelecido pelos mercados. Fora disso, não vejo que outro valor possa ter, economicamente, uma ação. Por uma série de circunstâncias, perdeu-se no Brasil, a meu ver, a idéia de que a ação é um título de renda variável, um papel em que o aplicador deve investir com o objetivo de obter renda, basicamente, já que normalmente nenhuma empresa se destina a ser liquidada.

O direito à participação no acervo líquido é apenas um direito virtual, que geralmente não se realiza — a não ser que alguém comprasse uma sociedade para liquidá-la imediatamente. Não é o caso. Normalmente, as grandes empresas existem indefinidamente e tendem a crescer. Por conseguinte, durante toda a vida do investimento o que interessa é a participação no resultado. Por circunstâncias várias — basicamente, a inflação, conjugada talvez com a legislação fiscal que criou formas compulsórias de capitalização e de correção monetária etc. —, perdeu-se entre nós a noção de que as ações devem ser julgadas por sua capacidade de produzir dividendos.

Criou-se a idéia, fundamentalmente errada, de que filhotes são rendimentos, comparáveis ou alternativos, ao dividendo. Quem compra ações pensando que, ao vender os filhotes, obterá rendimento em substituição aos dividendos, incorre em erro e adota um comportamento que não sustenta o mercado primário. Enquanto não houver no País o consumidor de ação, como eu chamo, ficamos com um mercado reduzido a que? Temos, hoje, produtores potenciais de ações e intermediários e, por definição, você não pode ter um mercado que seja constituído apenas de produtores e de intermediários.

O consumidor da ação é aquele que compra um título de

renda, embora possa, ao comprar esse papel, considerar que eventualmente poderá obter uma vantagem adicional pela valorização da sociedade, por possíveis variações do mercado etc., mas cuja atitude básica é a de um investidor permanente e não a de quem compra com o objetivo de revender, pois quem compra para revenda é, por definição, comerciante, intermediário. O projeto parte de uma análise da realidade brasileira, que pode ser contestada, evidentemente. Mas foi montado a partir da seguinte idéia: enquanto não mudarmos certas opiniões e crenças, que existem entre os investidores brasileiros acerca da ação, e enquanto não inspirarmos a esses investidores a confiança de que terão um tratamento razoável como acionistas, de que não estarão à mercê de uma maioria abusiva, sem nenhuma proteção, não há possibilidade de se criar um mercado primário de ações.

Existe a idéia — sustentada por muitos — de que é possível criar um mercado primário por meio de aumentos no mercado secundário. Independentemente de discuti-lo, em tese, no caso brasileiro, eu acho que já esgotamos a imaginação na tentativa de criar estímulos fiscais e de endereçar recursos públicos para sustentar um mercado secundário como forma de criar um mercado primário. Acho que chegou a hora de reconhecê-lo. Isso não funciona. Se não funcionou depois de tantos anos, vamos tentar uma coisa diferente.

**J. Rovai** — Considero, e sempre foi minha linha de pensamento, que, de fato, temos três tipos de detentores de ações: os que controlam a empresa e eventualmente a gerem; aqueles que se interessam por um ganho de capital e que — sem conotações morais — podemos chamar de especuladores; finalmente, os que participam dos riscos a partir de uma óptica de investidores, e que são, numericamente, pouco expressivos.

Isso ficou nítido na sua exposição de motivos, bem como num artigo escrito recentemente, e se casa perfeitamente com o meu ponto de vista pessoal. É imperioso que a ação tenha competitividade em relação a outros papéis. Mas tenho dúvidas quanto à idéia de que a obrigatoriedade do dividendo possa conduzir à formação daquele terceiro grupo, que eu acho indispensável no mercado.

As principais empresas do mercado fazem distribuição de dividendos (embora não seja atualmente compulsória) em percentuais que, em alguns casos, consideradas às deduções para efeito da repartição do lucro, são até superiores a 50%. E nem por causa disso essas mesmas empresas apresentam aquela massa considerável de investidores de que falamos. Então, eu só queria acrescentar que, concordando com a fixação do percentual mínimo e discordando, até, da manifestação de alguns órgãos segundo os quais esse percentual levaria à descapitalização, considero que há necessidade de, em determinado momento, cortar o círculo vicioso.

Tenho, no entanto, que expressar o temor de que, se o "marketing" da ação, depois de melhorada a qualidade do produto, não for feito, essa massa de investidores não venha a ser formada em tempo razoável. Finalmente, não sei se chego a compreender algumas ponderações em que os autores fizeram — eu chegaria a dizer — restrições ao mercado secundário quando não vejo, sinceramente, razão para isso. Acho que é indispensável que o mercado secundário exista, até para que se possa propiciar o encontro da liquidez com o investidor.

## *Se a Bolsa atrapalhar, melhor será fechá-la*

**B. Pedreira** — Se você me perguntar se o dividendo obrigatório é suficiente para criar o mercado, eu direi que não. É preciso analisar muitas outras coisas. Mas, veja bem, o que estamos procurando fazer, nós, os autores, é criar um mercado primário de ações com a maior rapidez possível. O projeto está redigido de tal forma que possa conter todos os instrumentos possíveis que conduzam àquela mudança de mentalidade. Como nós estamos com muita urgência, vamos usar todos os que puderemos.

Mas a Lei das S.A. também não é, por si só, capaz de criar um mercado de ações, que precisa ter um sistema de distribuição eficiente, uma "policia" de mercado e um mercado secundário. O motivo de, às vezes, eu dar a impressão de desvalorizar o mercado secundário, é que sempre que você está querendo criar, vender ou mudar uma idéia, se torna necessário forçar um pouco. Afinal, tudo o que temos, realmente, é o mercado secundário, sem um mercado primário, que não tem função.

Também precisamos ter presente que uma das razões pelas quais perdemos a tentativa iniciada em 1965 foi realmente a Bolsa e o comportamento de todos os que naquele momento participavam do mercado, inclusive os corretores. Uma coisa é certa: ainda que se crijem todas as demais condições para a existência de consumidores de ação, mude a mentalidade, e mais gente passe a se interessar em subscribever um papel, logo que uma ação decente, com perspectivas de ren-

tabilidade e a preço razoável chegar à Bolsa, um grupo de corretores puxará seu valor para um nível irrazoável, fora de qualquer proporção com sua rentabilidade. Vamos analisar fria e objetivamente.

A Bolsa é importantíssima como instrumento secundário do mercado. Que deve ela fazer? Apenas estimular mais investidores no mercado primário, dando-lhes a segurança de que, se amanhã precisarem, terão onde vender. Mas há um mercado muito maior no Brasil, de imóveis, que funciona sem bolsa. Então, ela é um instrumento útil, se funcionar decentemente. Se funcionar como em 71, eu acho mais fácil criar um mercado de ações fechando a Bolsa do que a mantendo. Se nós temos de ser racionais e atuar sob uma determinada realidade social, não adianta querermos legislar para o abs-trato.

Temos um problema a enfrentar: será que nós conseguiremos uma "policia" de mercado suficientemente eficiente para uma nova tentativa de criação de mercado de capitais, do mercado primário de ações, sem que a Bolsa destrua isso? Essa aparente — digamos assim — desconfiança em relação à Bolsa, se funda nisso. Então, se você me perguntar qual o objetivo, o que interessa ao País e o que terá repercuções não apenas econômicas mas sobre o próprio modelo da sociedade brasileira, eu direi que é a criação de um mercado primário de ações. Se cousesse a mim a decisão e eu acreditasse que a Bolsa pudesse atrapalhar esse objetivo, optaria claramente por fechá-la.

**P. Levy** — Com relação às ponderações feitas acerca do dividendo obrigatório, eu lembraria que, como está previsto no anteprojeto, há uma série possível de deduções. Eu citaria o item 3 do artigo 207, que se refere a planos de investimentos que não representem mais do que 50% dos lucros e que poderiam, nos próximos cinco anos, não ser incorporados para efeito de pagamento de dividendos. O Joubert, referindo-se ao assunto, disse que boa parte das empresas paga.

Na realidade, o que há é o seguinte: a média das empresas privadas atuantes no mercado paga mais do que isso. A média paga mais do que, digamos, 25% do lucro efetivo de balanço antes de qualquer dedução. Tenho mesmo uma amostra aleatória composta de 22 empresas abertas, de porte grande, da Bolsa de São Paulo, que mostra que o dividendo sobre o lucro representou: em 1972, 33,6%; em 1973, 34,3%; em 1974, diante da revogação do 1.233, o pagamento caiu para 25,3%.

Esse pagamento de dividendos, que está pelo menos na mesma linha do anteprojeto, na realidade representou, nesses mesmos períodos, para essas empresas, sobre o capital nominal da empresa, o retorno de cerca de 11%, 13% e 12,7%. Esse mesmo dividendo, sobre o preço de mercado, que seria o que paga o investidor pela ação, representou 5%, 6,6% e 7,9%, naqueles anos. Ora, sabendo o tipo de rendimento que se obtém no mercado brasileiro, sabe-se que, pelo menos com relação ao recebimento em dinheiro, embora as empresas paguem acima ou na mesma linha definida no anteprojeto, ele não tem apresentado ao acionista um retorno satisfatório, isoladamente.

Todos nós sabemos que um investimento tem como base o trinomio **rentabilidade, segurança e liquidez**. Obviamente que, para aumentar-se o grau de um elemento, aceita-se a redução do grau de outro. Só para dramatizar, também farei uma caricatura: se alguém me vendesse ações, dizendo: "não pode vender nunca, mas ganhará 100% de rendimento ao ano", claro que eu aceitaria. O rendimento seria tão alto que dispensaria a liquidez, e também a segurança, no caso, ficaria em segundo plano. Mas o fato é que o mercado de ações depende da liquidez e da segurança. Vendo a questão da segurança. Vendo a questão do investidor minoritário, eu diria que o investidor espera dessa lei a garantia de maior informação. Embora não tenha lido integralmente o anteprojeto, notei que ele prevê um melhor "disclosure" da empresa.

Mas, do meu ponto de vista, notei que, lamentavelmente, não foi levado em consideração o que tinha sido aprovado pelo CDE quando encomendou essa lei, no sentido de que o minoritário participasse do preço de venda do majoritário, no caso de transações de controle. O sr. mesmo define o empresário como o homem que banca o fixo contra o variável, que é o mercado em geral. Eu diria que é a mesma coisa com relação à minoria, que também banca, ou seja, prefere apostar

junto com o empreendedor, no sentido de segurar o fixo contra o variável, pelo menos na parte que ele tem de ações (normalmente, a pessoa tem em carteira algo balanceável como papéis de renda fixa e papéis em que corre o risco juntamente com o empresário). Então, no meu modo de entender, o anteprojeto não supriu o investidor minoritário de suficiente segurança para que a ação possa tornar-se atraente. Quanto à rentabilidade: o dividendo mínimo, obrigatório, também não oferece um aumento de renda. O comentário que eu tinha a fazer com relação ao anteprojeto, sob esse ângulo, é que talvez ele não tenha atingido o que o investidor gostaria de encontrar.

Com relação à Bolsa, acho que, realmente, o mercado de 71 foi muito ruim, tendo inclusive faltado policiamento. Na realidade, 1971 nos trouxe, além da lição, uma demonstração. Aquela foi a época em que o mercado primário atingiu o maior volume. Obviamente, o mercado secundário no caso, foi o chamariz para os investidores. Foi um período de subscrições excessivas em relação às poupanças existentes, na realidade, por fatores que não vale a pena analisar aqui; todos, na verdade, foram culpados — o governo, a Bolsa, os corretores, os investidores, os majoritários, todos enfim. Então, acho que não é o caso de saber o que vem antes, se o primário ou o secundário. É como a história do ovo e da galinha. Evidentemente não existe o mercado secundário se não houver o primário, mas constitui um problema de coexistência obrigatória, já que a liquidez é importante na decisão de investimento.

## Acionista de mercado não vai mesmo à assembleia

**B. Pedreira** — Em primeiro lugar, o sr. fez uma definição, a meu ver, muito limitada do que seja a segurança do investidor. Creio que o caso excepcional de uma transferência de controle não é o que define a segurança de um investimento. Eu diria até que é um fator dos menos importantes, porque a segurança do investimento está à meu ver, na garantia de um tratamento ao minoritário, segundo certas regras, que implicam administradores responsáveis, acionista controlador responsável, informação, uma porção de providências que tornem aquilo um papel serio.

Em minha opinião, 90% da segurança do investidor consistem em que ele corra apenas os riscos próprios ao empreendimento ao qual ele se associa e não os riscos de um tratamento abusivo por parte de administradores e acionistas controladores. Quando o sr. cita as empresas tradicionais no mercado, exatamente aquelas que mantêm uma boa distribuição de dividendos etc., sabemos que essas não apenas estão no mercado, mas têm mercado e conseguem alguns aumentos de capital.

**P. Levy** — Aliás, ai, 90% não conseguem...

**B. Pedreira** — Bom, hoje não conseguem porque a desconfiança foi a tal ponto que realmente prejudicou até as "blue-chips". Mas, realmente, o sr. verifica que as empresas que têm algum conceito, ou tinham, conseguiram fazer aumento de capital, entre seus próprios acionistas que estavam satisfeitos. O problema é generalizar isso. Veja bem, há um outro problema: nós estamos tentando usar instrumentos legais para fazer uma reforma cultural. Quando o sr. acaba de ler todo o projeto, vai verificar que o investidor, sob o ponto de vista de segurança de tratamento pelo majoritário, estará nesse projeto muito mais bem defendido do que na lei atual. Mas o projeto está aberto ao debate e, no sentido de melhorar essa sensação de segurança do investidor, acho que tudo que conseguirmos imaginar deve ser feito, porque a desconfiança é tão grande que temos de provocar uma inversão.

**P. Levy** — O artigo 126, combinado com o artigo 144, que diz, entre outras coisas, que a ata pode ser assinada só pela maioria, não levaria à retirada do investidor minoritário do mercado, já que ele deixará de participar normalmente das questões da empresa, perdendo o direito do "estrílo" e do "berro" na assembleia?

**B. Pedreira** — Em primeiro lugar, o sr. sabe muito bem, o acionista de mercado não vai à

assembléia, a não ser em algumas exceções. Essa idéia de que todo acionista deve comparecer à assembléia é romântica, porque ele é um investidor, tem uma profissão, está trabalhando. Ele não pode perder seu tempo acompanhando o negócio e, realmente, precisa confiar na administração da empresa. Isso ocorre em todo o mundo, a não ser nos Estados Unidos, onde o acionista pode mesmo participar pelo correio e enviar o mandato aos administradores. É um sistema melhor. Mas sabemos qual é a experiência geral: quem investe numa ação quer acompanhar e ser bem informado, mas não pode ser obrigado a ir a uma assembléia. Sobra um pequeno número de aposentados que gostam de ir às assembléias. Eles poderão ir.

## Defenda-se o minoritário sem entravar a empresa

**E. Muhr** — Há quatro ou cinco anos, venho defendendo a necessidade de fundos de investimentos fazerem-se representar. E, sistematicamente, juristas insistem em que os procuradores dos administradores do fundo de investimentos, não sendo seus representantes legais, não podem comparecer, e não vejo nenhuma modificação relativa a isso no anteprojeto.

**B. Pereira** — É uma sugestão a fazer. Isto é um anteprojeto que nós insistimos em colocar em debate, porque cada um de nós tem o seu universo. Não se pode ter uma imaginação infinita. O valor do debate está em se sugerirem coisas de que os autores do projeto não se lembraram. Mas não vamos perder o fio da meada, pois isso já é um outro problema — a questão do voto. Nós estávamos discutindo o problema da segurança do investidor e de seu tratamento na venda do controle.

A Lei das S.A. é uma lei extremamente delicada, um mecanismo muito balanceado. O senhor tem que levar o direito do minoritário ao máximo compatível com a viabilidade funcional da empresa. O minoritário não pode ter um tal grau de direito que impeça a maioria de conduzir a empresa, porque ai você a mata. E' preciso encontrar um ponto ótimo, atingir o máximo de direitos de proteção ao acionista minoritário, sem negar a regra de que alguém tem de comandar a empresa.

Já que é tanta gente não há solução senão o voto da maioria. O senhor não pode esquecer a empresa, que é mais importante, inclusive do ponto de vista social, que qualquer coisa. Não se podem dar a um acionista minoritário tais poderes que ele seja capaz de bloquear a empresa. Bom, isso, do ponto de vista do equilíbrio. Quanto ao problema da participação, nós não encontramos base para assegurar a qualquer acionista minoritário o direito de vender suas ações ao mesmo preço obtido pelo acionista controlador.

**P. Levy** — Segundo o CDE-14, "a lei estabelecerá mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua valor potencial superior ao de cada ação do minoritário". Como o anteprojeto inova em relação a legislações existentes em outros países, no sentido da obrigatoriedade de dividendos, acho que nesse ponto poderia inovar também, fixando a diferença num percentual do preço.

**B. Pedreira** — Esse problema talvez tenha sido o mais debatido entre nós, para que chegassemos a uma solução capaz de levar em conta todos os interesses ou que fosse uma solução de equilíbrio entre eles. É muito fácil criar uma regra e dizer: "vai até 50% mais". Se fosse um projeto propriamente demagógico, digamos assim, seria muito mais fácil a solução. Agora, as premissas das quais partimos foram as seguintes:

1) Não se pode deixar de reconhecer que o acionista empreendedor, que cria sociedades, é a mola de todo o sistema da iniciativa privada; é quem dá os avais pessoais; é quem não dorme porque talvez não saiba como vai pagar a folha de salários no fim do ano; é aquele que suporta toda a carga da administração da empresa; é quem mantém o controle, que lhe dá poder e "status". Nós estamos lhe dando, por isso mesmo, um monte de responsabilidades. O

investidor de mercado quer saber de ser bem tratado, mas não deixa de dormir por causa dos problemas da sociedade.

2) O mercado atribui às ações do controle maior valor do que às ações minoritárias. O senhor pode perguntar por que, mas é um fato de mercado.

**P. Levy** — De qualquer forma, essa responsabilidade do majoritário tem normalmente uma contrapartida na remuneração do administrador. O projeto fala em remuneração a preço de mercado e eu acho isso certo. Então, ele tem uma remuneração adequada ao serviço, tem o "status" como o sr. disse, e outras vantagens, entre as quais alguns "fringe benefits" decorrentes de sua posição como diretor de empresa. Mas a sua responsabilidade vem do fato de ser administrador — e para isso ele recebe remuneração — e não de sua condição de acionista.

**B. Pedreira** — Mas quem quebra, socialmente, é o acionista. Se a sociedade quebra, quem quebra socialmente é o controlador. Mas é preciso ver também o seguinte: mais e mais o controlador se distingue do administrador. O importante, de qualquer forma, é que o mercado paga, o mercado da maior valor a uma ação de controle. O senhor perguntará: mas como é que pode dar, se, na verdade, os direitos patrimoniais são proporcionais? Por que deveria dar? Mas, mesmo excluindo todos os "fringe benefits" e mesmo as operações ilegais, todas as formas de fraude ao minoritário, que o projeto procura corrigir, sobram rezões pelas quais alguém se dispõe a pagar mais pelas ações de controle. Entre elas se inclui o poder de definir a política da empresa comandada.

Além disso, onde acontecem os grandes absurdos em termos de diferenças de valores? Quase só em instituições financeiras. Estabeleceram-se no Brasil, com a concordância do Banco Central, absurdos que deveriam ser coibidos pela autoridade pública, e que, de certo ponto de vista, se explicam pelo seguinte: a legislação bancária na verdade transformou todas as S.A.s que são bancos em sociedades em comandita por ações, porque os diretores — controladores que, finalmente, exercem os cargos diretivos — são pessoalmente responsáveis pela empresa. Você, normalmente, não pode examinar o banco antes de comprar. Então exige o vendedor uma garantia de ativo e passivo. Evidentemente, se o acionista controlador estiver dando uma garantia, ele já estará considerando, ao formular o preço de venda, o risco que estiver sendo tomado, e que muitas vezes não será risco, mas um valor concretado, pois ele saberá os créditos e os títulos em liquidação que não poderá realizar.

Então se criou, com uma racionalização disso, a idéia de que o valor do intangível pertence ao acionista controlador, o que realmente é um absurdo. Mas é uma racionalização da história. O que propusemos, no projeto, é que em qualquer tipo de empresa, cuja transferência dependa de autorização governamental, a autoridade de corte de proteção, porque não se vai criar um problema de generalização para resolver uma questão que é 95% das instituições financeiras.

O acionista minoritário de uma empresa que compra outra é, às vezes, mais prejudicado que da empresa que está sendo vendida. Se a empresa muda de controle, não muda, no entanto, sua posição dentro dela, desde que continue a ser gerida segundo as mesmas regras. Agora, o acionista de uma empresa que compra outra pode, por muitas formas — na determinação do valor de compra, nos "por fora" etc. —, ser muito mais lesado em seus direitos patrimoniais do que o outro. Então, se alguém estiver comprando o controle por um valor desproporcional, o anteprojeto o obriga a levar o assunto à assembléia geral e dá o direito de recesso aos acionistas.

**G. Biojone** — Com relação aos dividendos, eu queria saber o que garante que 50%

dos lucros obtidos após a aprovação do projeto, tal como ele está, serão equivalentes a 50% dos lucros que a empresa obtém hoje. Será que a lei não estimularia práticas de redução de lucro, tais como aumento da provisão para depreciação, aumento da provisão para devedores duvidosos, tomada de empréstimos em valor muito maior que o necessário, com o fim de descontar maior parte do lucro via despesas financeiras etc.?

**B. Pedreira** — Se o senhor acha possível que não se consiga mudar o quadro de comportamento das empresas, da "polícia" do mercado e dos auditores, a ponto de continuarem as práticas de manipulação de balanço, eu diria que não há solução.

**G. Biojone** — Eu não coloquei o problema das provisões como forma ilegal. Existem critérios, formas legais de solicitar ao Ministério da Fazenda um aumento da provisão para depreciação...

## Há estímulo fiscal ao endividamento da empresa

**B. Pedreira** — Existe uma coisa chamada depreciação acelerada, que é um incentivo fiscal dado pelo governo, mas que não vale para efeito de balanço comercial ou determinação de lucro, nem deve valer, e que dentro do novo esquema não valerá. É um estímulo fiscal: o governo permite diferir o imposto de renda. Agora, não há forma de se fixarem arbitrariamente cotas de depreciação: uma depreciação tem de ser justificada tecnicamente; há critérios, e o critério tem de ser constante, não pode mudar de ano para ano, segundo o gosto. Então, o pressuposto de que isso estimularia a manipulação do balanço deve ser eliminado. Agora, é preciso ver o seguinte: se você quer criar um mercado primário de ações, é necessário diminuir o prestígio da dívida e, mesmo, por meio da legislação fiscal, acabar com o estímulo ao endividamento.

Evidentemente, a Lei das S. A. implicará uma reforma tributária básica. Das duas, uma: ou você não permite deduzir o juro ou permite deduzir juro e dividendo. Isso não é problema exclusivo do Brasil. É uma distorção criada em toda capitalização da empresa privada pelos príncipes de legislação fiscal. Em todos os países industriais, os mercados de risco estão definhando, e o mercado de dívidas aumentando por mero critério fiscal. A empresa deveria dever o mínimo possível; só deveria tomar por empréstimo (agora estou caricaturando) o de que precisasse conjunturalmente. Se se mudar a legislação, muda-se a regra do jogo. Isso tudo faz parte de um sistema.

## O grande fato moderno é a constelação de sociedades

**E. Muhr** — Eu não entendi bem a diferença entre sociedades coligadas e grupos. Parece-me, pelo texto, que coligadas não podem dar vantagens umas às outras, enquanto quanto nos grupos isso seria permitido. Tenho a impressão de que os dois capítulos ou seções poderiam ser com grande proveito fundidos num só, e a exigência de que se faça balanço consolidado deveria, em minha opinião, ser feita também à sociedade que controla outras, para que os acionistas realmente saibam o que está acontecendo e não di-

gam, em assembleias, que não têm satisfação a dar dos negócios da sociedade controlada.

**B. Pedreira** — A diferença é exatamente a que o sr. apontou. Agora, até aquele capítulo das sociedades coligadas, a lei regula uma sociedade isolada. Mas isso não é mais a realidade em qualquer economia de mercado. A realidade é que o sr. encontra sempre constelações de sociedades, grupos de sociedades etc. Quando temos duas sociedades coligadas, uma das quais controla a outra, há problemas especiais de proteção, porque as minorias são diferentes — não se pode ficar transferindo recursos de uma sociedade para outra, indiferentemente. O fato moderno é que a sociedade anônima, que foi a fórmula inventada para a grande empresa, digo, do fim do século passado, já não serve mais para o tamanho da empresa moderna.

Na verdade, hoje em dia, a grande empresa já é uma constelação de sociedades anônimas. Este é o fenômeno moderno, este é o grande fato moderno. O empresário vai abrindo empresas diferentes, com finalidades diferentes. Havia um acionista controlador de todas elas, e diferentes grupos de acionistas em cada uma dessas sociedades, não se pode transferir recursos entre elas livremente, sob pena de se causarem os maiores prejuízos aos demais. O problema que hoje se põe é: que forma adotar para esse chamado grupo de sociedades? A diferença básica é que, nas empresas coligadas e nas controladas, elas continuam isoladas, ou melhor, exigiu-se delas que tenham comportamento de empresas isoladas. Mas há diversas outras regras, inclusive quanto à incorporação de controladas, que envolvem problemas especiais, publicação de demonstrações financeiras consolidadas etc.

Agora, o grupo de sociedades é uma saída, digamos assim, uma forma jurídica que se admite como legítima para o conglomerado. E' como se fosse um contrato entre diversas companhias de controle comum para estabelecer um regulamento dentro do conglomerado. E' necessário, no entanto, proteger o minoritário. A sociedade minoritária usa direito de recesso, isto é, a sociedade, se quiser participar de um grupo, ha verdade muda seu objeto, subordina-se a outro grupo. Então, o que se faz é dar o direito de recesso aos acionistas minoritários.

**J. Rovai** — Não acha os autores que seria desejável conceder o direito de recesso ao minoritário, quando da criação de partes beneficiárias nas companhias abertas?

**B. Pedreira** — Muita gente simplesmente propõe que se eliminem partes beneficiárias com título. Aliás, o Código francês, recentemente, eliminou. O direito de recesso é um direito que sempre repugna um pouco atribuir ou expandir, pois é o direito que se dá ao socio de retirar-se e dividir a empresa — o que, às vezes, significa destruí-la. Então, o direito de recesso deve ser usado com muito cuidado. Você sabe que nos Estados Unidos esse direito não existe. Tecnicamente, não deveria existir para uma empresa de mercado.

**J. Rovai** — Tanto na exposição de motivos como em outras considerações, os autores mencionam a grande empresa nacional. Posso inferir, em função disso, que a pequena empresa não deva utilizar as prerrogativas das companhias abertas? A lei seria um instrumento para que elas se aglutinassem e se tornassem grandes?

**B. Pedreira** — Há um exagero de S.As. no Brasil, por motivos fiscais. A rigor, depois da mudança da legislação no ano passado, mais de 60% das sociedades anônimas existentes deveriam, a meu ver, voltar a ser limitadas. Mas há também um problema de "status": o empresário da sociedade limitada sente-se em "status" inferior ao do empresário da sociedade anônima.