

A política de distribuição de dividendos no anteprojeto de lei das sociedades anônimas

JOSÉ ROBERTO NOVAES DE ALMEIDA *
JOSÉ NETTO TUPI CALDAS **

O anteprojeto de lei das sociedades anônimas,¹ ora em discussão, que revoga integralmente as normas do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26/10/1940, prevê uma política de distribuição de dividendos mínimos como veículo adequado para criar no País um intenso mercado primário de ações e, em consequência, aumentar o grau de privatização da economia brasileira.

Um dos autores do anteprojeto, Sr. José Luiz Bulhões Pedreira, assim se expressa sobre o problema, em termos genéricos:

“A alternativa é simples, clara, óbvia: ou conseguimos criar no País um mercado primário de ações ou o processo de estatização da economia continuará a se acelerar de modo exponencial”.
(*Jornal do Brasil*, 24/08/75).

Na verdade, a questão pode ser considerada sob outro aspecto que não necessariamente o anterior: seria inteiramente viável a existência de uma economia privada baseada exclusivamente em recursos oriundos do sistema financeiro e de retenção de lucros das próprias empresas, sem a existência de um forte mercado primário de ações. As experiências de outros países — como, por exemplo, o Japão e a

* Da Universidade de Brasília.

** Do Banco Central do Brasil.

¹ Anteprojeto de autoria dos Professores José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho.

Suécia — indicam que *é inteiramente compatível a existência de um forte setor privado combinado com ausência de mercado primário de ações. Basta apenas que a carga tributária seja moderada e que o sistema financeiro seja basicamente privado.*

Estimativas ainda preliminares indicam que 51% do total de empréstimos em 1974 do sistema financeiro ao setor privado (inclusive sociedades de economia mista) foram efetuados por instituições financeiras oficiais, considerando, para fins de obtenção de tal índice, apenas os emprestadores finais. Possivelmente, tal índice chegaria a 60% se considerados os empréstimos por suas fontes de recursos e não por seus emprestadores finais, dado o fato de que parcela substancial dos empréstimos realizados pelo BNDE e BNH é efetuada através de repasses a instituições financeiras privadas. Observe-se que a participação estatal no total dos empréstimos do sistema financeiro é relativamente estável, situando-se em 48,8% para a média do período 1968/74.

A situação torna-se mais complexa quando se considera a carga tributária bruta — que é o conceito relevante para o fim de determinar a importância do Estado na economia, uma vez que as transferências (que são importantes para o conceito de carga tributária líquida) implicam uma dependência do Estado de alguma forma — aumentou de 14,9% do PIB em 1949, para 27,0% em 1973, com clara e óbvia tendência de acréscimo.

Por outro lado, não devendo ser o esperado mercado primário de ações um mercado cativo destinado a beneficiar particularmente ou a empresa privada nacional ou a empresa estrangeira ou multinacional, ou, ainda, a empresa pública, mas certamente favorecer indistintamente a todos os setores empresariais, conquanto se possa considerar uma certa prioridade para a empresa privada nacional, não seria descabido desenvolver um raciocínio paralelo ao desdobrado pelo autor do anteprojeto, no qual o subscritor de valores mobiliários se inclinaria preferencialmente pela tomada de papéis das empresas estrangeiras ou públicas.

A associação do Estado e do público na titularidade de investimentos inseridos no núcleo fundamental da expansão econômica, com gestão daquele, tem sido das maiores, senão a de significação verdadeiramente importante, instrumento de democratização do ca-

pital entre nós, incorporando-se definitivamente ao estilo do nosso mercado e à preferência dos nossos investidores. Além disso, sendo os investimentos do setor dinâmico da economia explorados pelas empresas estrangeiras, enquanto os grandes investimentos se encontram em mãos do Estado, restaria para a empresa privada nacional os novos investimentos e a pequena e média indústria de atividades independentes, ou que produzam subsidiariamente para as multinacionais ou para o Governo.

Examinando o processo de abertura de capital das sociedades anônimas brasileiras no período 1968/73, Walter L. Ness Jr.² conclui que as empresas multinacionais — definidas de modo a englobar todas as empresas estrangeiras no País — não promoveram abertura de seus capitais e nem procuraram ter suas ações negociadas em Bolsa com a mesma frequência das empresas nacionais, ou outras em que a participação estrangeira fosse acentuadamente minoritária. O autor conclui:

“O comportamento diferente de empresas controladas por capital estrangeiro em relação às controladas por capital nacional deve ser atribuído não só à falta de incentivos no sentido de as empresas multinacionais abrirem seu capital, mas também a razões políticas pelas quais elas relutam em fazê-lo, mesmo quando existem incentivos.”³

Como parcela substancial do setor industrial brasileiro é direta ou indiretamente de propriedade de empresas estrangeiras que não se mostram particularmente interessadas em promover a abertura de seus capitais, parece difícil, em princípio, supor que a expansão do mercado primário brasileiro possa ser realizada sem afetar sensivelmente as regras de atuação dessas empresas. O anteprojeto não determina regras específicas de acesso ao mercado (interno) primário de ações por empresas controladas direta ou indiretamente por capitais estrangeiros, considerando, portanto, que o Estatuto do

² Walter L. Ness Jr., “A Participação Acionária Local nas Subsidiárias de Empresas Multinacionais: o Caso Brasileiro”, in *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 1, n.º 1 (1975).

³ *Ibid.*, p. 60.

Capital Estrangeiro, atualmente em vigor, seja plenamente satisfatório.

Deve-se considerar, ainda, que há dois tipos básicos de investimentos financeiros que podem ser efetivados: ações do tipo *income stocks* e do tipo *growth stocks*. Parece claro que determinadas ações, que não pagam dividendos a curto prazo — equivalentes aos períodos de maturação dos investimentos iniciais — ou que pagam baixos dividendos, podem proporcionar uma rentabilidade mais elevada para o investidor, a longo prazo, do que ações que pagam dividendos de maneira regular.⁴

Reconhece-se que o investidor considera importante uma política de distribuição de dividendos compensadores, ensejando uma imediata e fácil verificação da taxa de rentabilidade da empresa. Tem-se, contudo, a descapitalização das empresas, pois um dividendo de 50% dos lucros viria a restringir um dos principais mananciais de recursos dessas empresas, que é o autofinanciamento através da retenção de lucros, conduzindo ao endividamento mediante o levantamento de empréstimos.

De qualquer forma, entende-se que a preocupação fundamental deve ser a proteção do acionista minoritário, mediante, de um lado, a estipulação de um dividendo mínimo e, de outro, do favorecimento da capitalização da inversão, objetivo que seria alcançado transferindo-se para o acionista o direito de exercer ou não tal faculdade. Salvo melhor entendimento, tal prerrogativa deveria ser empregada em conjugação com outra que levasse o acionista compulsoriamente à capitalização e ao recolhimento de dividendos, de modo a conseguir-se concomitantemente as duas metas: remuneração adequada do investidor e capitalização crescente da empresa.

Para alcançar tais objetivos, adotar-se-ia um sistema baseado nas duas seguintes premissas:

a) *Estabelecimento de uma taxa mínima obrigatória de remuneração do capital, dedutível do lucro antes da apuração do lucro*

⁴ Vide M. Glat, "Dividendos e Lucros Retidos das Empresas — Considerações Gerais", in *Conjuntura Econômica* (abril de 1975).

tributável, destinada à capitalização compulsória (e que não seria tributável).

b) Distribuição de 50% do lucro que resulte depois de efetuada a dedução acima, sob a forma de dividendos, anualmente, com base na média móvel dos lucros e dos recursos próprios dos últimos cinco anos.

Quase certamente, com estas medidas conseguir-se-ia a capitalização das empresas e a redução da margem de lucro reservada para distribuição de dividendos, beneficiando simultaneamente o investidor pelos dois lados.

O exemplo a seguir esclarece melhor a matéria.

EMPRESAS ABC S.A. — Conta de Lucros e Perdas em 31/12

	Cr\$ milhões	
	Proposto	Atual
1 — Receitas Operacionais.....	480	480
2 — Juros e Correção Monetária Recebidos.....	20	20
3 — Despesas Operacionais.....	200	200
4 — <i>Lucro Bruto</i> (1 — 2 — 3).....	260	260
5 — Juros e Correção Monetária Pagos.....	20	20
6 — Depreciações.....	30	30
7 — Correção Monetária (Giro e Imobilizado).....	90	90
8 — Remuneração do Capital (4% reais) sobre o Capital + Reservas Corrigidos após Balanço.....	40	—
9 — <i>Lucro Líquido Tributável</i> (4-5-6-7-8).....	80	120
10 — Dividendo Mínimo: $0,50 \times (9)$	40	60
11 — Imposto de Renda — Provisão $0,30 \times (9)$	24	36
12 — Lucro à disposição da AG.....	16	24

A principal diferença observada encontra-se no cálculo do lucro líquido tributável, que, face ao novo esquema, será reduzido substancialmente, tendo, como conseqüências, decréscimos da carga tributária da empresa, pagamento de valores inferiores para os dividendos — mantendo-se, simultaneamente, a obrigatoriedade de pagamento dos mesmos — e, principalmente, a obrigatoriedade de expansão dos recursos próprios reais da empresa. Pode-se, inclusive, afirmar que a hipótese proposta é essencialmente capitalista, quer dizer, parte do princípio de que o objetivo fundamental da empresa é o de cres-

cer, de conquistar maiores fatias do mercado, e não a de distribuir lucros. O tratamento do lucro, na verdade, segundo o esquema proposto, seguiria o pensamento galbraithiano de que o lucro existe para possibilitar expansão às empresas e não necessariamente para possibilitar dividendos aos acionistas. O acionista é considerado importante, no entanto, sendo-lhe reservado um pagamento de dividendos mínimos, de modo a incentivá-lo a adquirir títulos e outros haveres financeiros de emissão da empresa.

A remuneração do capital aparece como o ponto fundamental das idéias aqui expostas, que, por sua vez, encontra ampla cobertura teórica na análise marshalliana do lucro, inicialmente exposta no prólogo da primeira edição inglesa.⁵ Há que se distinguir o lucro propriamente dito (ou seja, a taxa de retorno de investimentos) da taxa de remuneração do capital; ou, em outras palavras, distinguir o lucro da remuneração do capital, considerando este último como simples e ordinário fator de produção. A taxa de remuneração do capital é a sua contrapartida por se colocar à disposição da empresa, que caso não o utilize — porque não pode ou não deseja — não ficaria desonerada de pagar a dita taxa aos seus legítimos proprietários, sob a forma de acréscimo de recursos próprios da empresa. A taxa de retorno de investimentos é a taxa de lucro efetiva, determinada após o pagamento da taxa de retorno de capital, constituindo-se, portanto, no prêmio à produtividade da empresa, prêmio que será pago aos acionistas por sua capacidade em escolher os administradores ou gestores da empresa, o setor econômico do negócio, enfim, pela eficiência dos acionistas na escolha da linha de ação da empresa.

O retorno ao capital somente será pago ao acionista no caso efetivo de liquidação da empresa. Será inerente, entretanto, ao valor de mercado das ações da empresa, de forma que será permitido ao acionista beneficiar-se, a qualquer instante, do aumento real de seu capital pela possibilidade de repassar as ações da empresa no mercado.

Registre-se que esse enfoque caminha ao encontro da estrutura organizacional da empresa contemporânea, na qual o intérprete dis-

⁵ Alfred Marshall, *Principles of Economics* (Londres, 1890), bem como Livro V, Capítulo VIII, § 6.º

tingue o controle do capital social da gestão operacional, capitulando para cada situação as respectivas obrigações e benefícios.

Resumindo o exposto ao longo da presente nota, poder-se-ia dizer:

a) a criação de um mercado primário de ações entre nós parece depender indiscutivelmente de uma política motivadora de distribuição de dividendos;

b) a política de distribuição de dividendos a ser adotada, entretanto, deve ser suficientemente sábia para não prejudicar a capitalização das empresas;

c) esse ponto de equilíbrio seria atingido através da remuneração do capital como simples fator de produção antes de ser calculado o “lucro tributável”, fórmula esta, pelo menos em princípio, a ser considerada após esgotadas as tentativas de aproveitamento da primeira;

d) o nível da arrecadação dos impostos diretos no País autorizaria o emprego da variação da taxa de retorno de capital com caráter anticíclico, na expansão da capitalização das empresas, cabendo lembrar que, na hipótese da arrecadação baixar aquém do nível desejado, a taxa anterior do ônus impositivo seria restabelecida;

e) torna-se necessário rever o estatuto do capital estrangeiro no Brasil.

O esquema proposto constitui, na verdade, adaptação de sistemática semelhante proposta para os EUA por P. L. Defilles, presidente do American Institute of Certified Public Accountants,⁶ que sugere que o “lucro contábil seja adaptado ao conceito do lucro preconizado pelos economistas”, desde que, afirma, “o lucro como atualmente definido, parte do mito que os acionistas são os proprietários (e controladores perenes) da empresa”, o que, evidentemente, não é verdade, uma vez que tal posição não leva em conta o custo de oportunidade do capital.

⁶ P. L. Defilles, “What Makes Profits Look ‘Obscene’”, in *Business Week* (04/08/75).