

Direito de quem?

Prof. William Grava

07/03/2005

Recentemente ficou registrado na imprensa que três empresas, a CESP, a NET e a Telesp Celular, deixaram de pagar dividendos por três anos. Como consequência, a Telesp Celular estendeu direito de voto aos detentores de ações preferenciais. De acordo com a reportagem, a CESP simplesmente não teria ainda cumprido essa obrigação e a NET, conforme explicaram advogados consultados, não estaria sujeita a essa regra em função de seu estatuto não prever dividendos mínimos ou prioritários para as ações preferenciais.

Independente das questões jurídicas (quais empresas estariam obrigadas e se cumpriram a obrigação) ou de calendário (quais empresas já tiveram uma assembleia para que o direito de voto fosse exercido), chama a atenção um detalhe: o direito a voto concedido aos detentores de ações preferenciais da Telesp Celular pouco ou nada mudou o balanço de forças da empresa, porque os controladores também detêm ações preferenciais. Em outras palavras, controlador continua controlador, minoritário continua minoritário, sem voto ou com um voto que pouca diferença faz nas decisões da empresa.

Para quem vem acompanhando os textos da Analítica¹, não há novidade aqui. No texto de 28 de junho de 2004 (Governança Corporativa no Brasil), mostramos a brutal concentração do controle acionário em nosso país e o fato de que se, por um passe de mágica, todas as ações preferenciais repentinamente adquirissem direito de voto, o controle das empresas mudaria muito menos do que se imagina. O caso da Telesp é apenas um exemplo disso. Aquele texto também mostrava que a acentuada concentração do controle acionário acabava tornando pouco efetivos certos mecanismos de governança como tamanho e composição do conselho, separação dos cargos de presidente do conselho e presidente da diretoria etc.

Ainda naquele texto vimos que o mercado pouca diferença fez entre as emissões, em 2004, da Natura e da América Latina Logística, independente do fato de que uma delas concedia voto aos minoritários (ações ordinárias) e a outra não. Entretanto, as duas ações possuíam tag along.

Ora, se pouca diferença faz, por que está na lei? Se existe um objetivo que a lei não consegue atingir, que outro caminho haveria?

Você deve ter pensado: – Está na lei para proteger os minoritários, estúpido!

Podia ainda continuar lembrando que a proteção ao minoritário é boa para o desenvolvimento do mercado de capitais, que esse desenvolvimento está ligado ao crescimento econômico e, por fim, ao bem-estar social. Neste caso, o problema seria a forma como a lei tenta obrigar o pagamento. Porém, podemos perguntar um pouquinho mais:

- pagar dividendos é necessariamente bom para os minoritários?
- mesmo que seja, é bom para o resto da empresa e, por tabela, para o desenvolvimento econômico etc, etc?
- não existe uma outra forma de proteger os minoritários?

Em primeiro lugar, pagar dividendos não é necessariamente bom, particularmente em um país como o Brasil. Não vamos aqui entrar em Teoria de Finanças, mas vamos

¹ Disponíveis no site www.grava.com.br.

explorar um pouquinho o assunto. Dividendo é uma forma pela qual a empresa paga ao acionista pelo uso do capital. É a única? Não, não é. Pode recomprar ações ou simplesmente não fazer nada, pois se suas ações valorizam e um acionista particular quer transformar seu investimento em dinheiro, total ou parcialmente, pode simplesmente vender ações no mercado.

Dizer qual a melhor alternativa é uma decisão complexa:

- Qual a melhor alternativa fiscal? No Brasil os dividendos não pagam imposto mas o ganho de capital sim. Nos EUA ambos pagam, mas o ganho de capital paga um imposto menor. O incentivo fiscal é, portanto, contrário.
- Existe controle acionário envolvido? A simples venda de ações pelo majoritário pode não ser viável se ele quer manter o controle. Temos então um problema de governança: se determinar dividendos altos ou recompra de ações por seu interesse particular, isso poderá ser prejudicial à empresa. Só para lembrar, Esse foi um tema polêmico na CSN anos atrás.
- Como o mercado recebe a notícia? Em alguns casos, pagar dividendos pode ser bom porque mostra solidez nos ganhos, o que valoriza a ação. Em outros, pode significar a falta de bons investimentos e ociosidade de capital, o que a desvaloriza.

Enfim, e a empresa? Estamos aqui falando do acionista mas esquecemos da empresa! Pode pagar dividendos ou tem algo melhor a fazer com o dinheiro? No mercado artificial de um livro-texto de Economia tanto faz: a empresa pode pagar dividendos e captar o valor equivalente emitindo mais ações. Na dureza do mundo real, contudo, não é bem assim. Emitir ações tem custos, é demorado e muitas vezes o momento não é adequado e o mercado não é receptivo. Muitas empresas então preferem manter dinheiro em caixa, mesmo que com alguma ociosidade, para que possam decidir sobre novos investimentos quando surgir a oportunidade.

Finalmente, vamos tomar o caso da NET. É público que a empresa tem problemas financeiros e passa por uma reestruturação. Pagar dividendos enquanto negocia com credores porque não tem como pagar os juros e a amortização simplesmente não faz sentido!

E o minoritário? Se você acha que o minoritário merece uma compensação pelas perdas acumuladas, temos uma boa discussão pela frente. Risco é risco. Você compra ações porque elas oferecem uma perspectiva de ganho maior, mas em troca assume risco. É da vida. Além disso, é uma compensação inócua: provavelmente os votos não serão relevantes ou, pior, se forem é provável que a empresa viva uma crise de governança, tomando um atalho para o abismo. Presença nas decisões o minoritário deveria ter antes, quando tudo estava bem, para que a empresa fosse bem administrada. Voto depois da crise é como empréstimo com garantia em ações: o credor fica com elas quando já perderam o valor!

Então, como ficamos? Podemos resumir assim:

1. A primeira coisa é a decisão sobre dividendos. Somente será uma decisão saudável se a empresa tiver alternativas: captar recursos no mercado com facilidade, recomprar ações se for o caso e, acima de tudo, fazer isso em função de suas perspectivas de negócio e não de possíveis reações distorcidas do mercado. Isso significa aprimorar o mercado e a legislação, reduzindo custos e prazos de emissão, rever cuidadosamente a legislação fiscal, para que as regras de impostos não induzam decisões economicamente incorretas e, acima de tudo, promover a transparência para que um motivo bom não tenha uma interpretação ruim. Iniciativas da CVM e da Bovespa estão alinhadas nesta direção, mas é difícil

dizer o mesmo sobre a legislação fiscal e tributária.

2. A segunda coisa é incentivar a melhora na qualidade da governança através de mecanismos de mercado, que incentivem o comportamento responsável, e não introduzir amarras que têm pouca chance de produzir resultados saudáveis. Iniciativas como o desenvolvimento do Novo Mercado e a criação de incentivos para a adoção de práticas desejáveis, mesmo que fora desse segmento² têm muito mais chance de sucesso do que a regra de atribuição de votos prevista em lei.
3. A terceira coisa é permitir que o investidor decida livremente. Isso significa incrementar a liquidez dos mercados. O investidor e a empresa não se confundem, ou não deveriam se confundir. Se o investidor deseja obter recursos deve ter confiança em que poderá vender parte de suas ações sabendo que a empresa estava livre para tomar a melhor decisão de negócios. Ganhará mais se vender parte de suas ações valorizadas do que se a empresa perder boas oportunidades para, com o mesmo dinheiro, pagar dividendos.

Para terminar, você pode mudar sua frase para outra assim: – É o mercado, estúpido!

² Dê uma olhadinha na reportagem do Valor Econômico de hoje, 07/03/2005, sobre a criação pela Bovespa de um "índice de Tag Along".