
A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo econômico

Jairo Laser Procianoy
Glória Maria Baptistella Comerlato

Recebido em novembro/93

O mercado de capitais coloca aos investidores a possibilidade da maximização de suas riquezas, através da oferta de grande número de títulos com riscos e retornos distintos. Assim, a busca da diversificação nas aplicações por parte dos investidores é uma consequência natural.

Segundo Perotti (1992), essa concepção encontra a máxima justificativa em sistemas de mercados de capitais baseados em títulos, como o anglo-saxão. Países como os Estados Unidos, a Inglaterra e o Canadá exemplificam significativamente este segmento.

No entanto, mediante a análise de outros mercados de capitais, encontra-se um segundo sistema fundamentado na idéia de grupo econômico. É considerado menos evoluído, quando o referencial é o sistema baseado em títulos, e é encontrado em países distintos como Japão, Itália, Coréia e Brasil. Os grupos econômicos são a fonte de diversificação para seus proprietários e, ao invés de comprarem vários títulos, os grupos em si são o encontro de investimentos realizados em distintos ativos operacionais.

Além do mercado de capitais brasileiro caracterizar-se pela existência de grupos econômicos, permite a alavancagem do capital próprio dos controladores através da possibilidade de emissão de até dois-terços do capital social de uma empresa em ações preferenciais, não-votantes, favorecendo, assim, os controles acionários bem-definidos nas companhias, cujas ações são negociadas em bolsas de valores.

A formação de grupos com mais de uma empresa de capital aberto — com ações negociadas em bolsas de valores — permite aos seus controladores (um indivíduo ou um grupo deles) comandar

Jairo Laser Procianoy é Professor Doutor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo e do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Glória Maria Baptistella Comerlato é Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

mais ativos operacionais do que em outras situações, necessitando dispor de posições acionárias cada vez menores no montante de capital total do grupo, à medida que aumenta o número de empresas formadoras da organização.

Embora exista a possibilidade da transferência de lucros entre empresas de um mesmo grupo econômico objetivando um planejamento fiscal, neste artigo coloca-se em discussão esse fato quando houver **mais de uma companhia aberta no mesmo grupo**.

No primeiro caso os acionistas participam igualmente das vantagens da transferência por existir somente uma companhia aberta. No segundo, é possível algum dos investidores nas diversas companhias abertas ser mais beneficiado do que outro, gerando conflito potencial entre os acionistas.

Neste trabalho propõe-se análise detalhada dessa situação. Na segunda parte descreve-se as empresas, os modelos societários e o mercado de capitais brasileiro, enfatizando os aspectos legais originados da legislação nacional. Na terceira resume-se os principais fundamentos da teoria da agência, seguindo-se uma complementação, na quarta parte, com a descrição de caso especial de conflito de agência entre os controladores e os acionistas minoritários de grupos econômicos. Na parte seguinte analisa-se as transferências de riquezas intercompanhias, bem como os instrumentos e incentivos para as suas ocorrências. No tópico posterior propõe-se uma análise da possível existência desses conflitos no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Conclusivamente, apresenta-se recomendações de pesquisas a serem desenvolvidas para o devido aprofundamento do assunto.

AS EMPRESAS E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

As empresas brasileiras possuidoras de oportunidades de crescimento defrontam-se com o problema de como financiar seus investimentos, parte desse processo de crescimento.

Os recursos internos gerados pela atividade da empresa, que poderiam autofinanciar o crescimento, muitas vezes são insuficientes para perfazer o montante de capital necessário à realização do investimento desejado, implicando na possível redução do ritmo de crescimento da empresa.

Assim, uma vez identificada a necessidade de buscar recursos externos, a companhia tem duas opções: o endividamento ou o incremento de capital próprio.

Para Copeland & Weston (1992), essas duas opções são colocadas de formas bem distintas. Com relação ao endividamento, os obrigacionistas — co-

nhecidos como credores — possuem contratos estipulando o pagamento de juros fixos no futuro, em troca de dinheiro hoje, e um prazo determinado de pagamento do principal. O incremento de capital próprio, por sua vez, é obtido junto aos acionistas de duas maneiras: os antigos abrem mão do recebimento imediato de seus dividendos e/ou os novos subscrevem ações.

Os riscos de ambas as formas de captação de recursos são diferenciados e, conseqüentemente, também os seus respectivos retornos. Quando uma empresa endivida-se, seus acionistas aceitam aumentar seus riscos, através da alavancagem financeira da mesma, visando receber retorno compatível com esse risco. Na emissão de novas ações, os antigos acionistas resolvem compartilhar o risco do negócio com os novos acionistas, aceitando alavancagem menor e redução do retorno esperado.

Segundo Procianny & Fensterseifer (1992), no Brasil são escassas as possibilidades de captação de recursos na forma de endividamento de longo prazo. Possível fonte disponível desses recursos é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que opera ou diretamente ou transferindo recursos para o sistema financeiro através de suas linhas de crédito, resultando em sistema induzido pelo governo, não havendo, entretanto, o livre mercado.

Os mesmos autores atribuem às debêntures — títulos de dívida emitidos pela própria empresa — características de endividamento de curto prazo, devido aos períodos de repactuação, nos quais são renegociados os juros, a correção inflacionária e o novo período de incidência dessa fonte de recursos. Esta situação é conseqüência típica da instabilidade econômica do país.

A partir do final de 1992 podemos encontrar as primeiras linhas de crédito em moedas estrangeiras disponíveis no mercado, depois da crise da dívida externa brasileira. Este fenômeno é resultante dos baixos retornos oferecidos no exterior, em comparação às taxas reais de juros praticadas como política anti-inflacionária por parte do governo federal. Apesar disso, não devemos considerar como efetivo o retorno do Brasil ao mercado de crédito internacional, pois após a extinção dessas medidas governamentais os recursos externos poderão ser retirados do país.

Na realidade, embora existam algumas fontes de recursos creditícios, como o BNDES e os recursos em moeda estrangeira, não existe mercado secundário de dívidas no qual as empresas — caso achem necessário — possam remanejar as suas posições e reequacionar as suas estruturas de capital.

No que se refere ao capital próprio, o Brasil conta com mercado de capitais com características de um mercado em desenvolvimento, bastante inibido pelo problema inflacionário e pelo alto risco político, resultando em um mercado de baixa liquidez e de alto risco. Mesmo assim, o mercado de capitais brasileiro tem sido uma das fontes importantes de captação de recursos de longo prazo, pois permite o crescimento das empresas com baixo risco e sem a perda do controle acionário para o controlador.

Legislação brasileira sobre mercado de capitais

A legislação brasileira sobre mercado de capitais está baseada na Lei n. 6404 de 15 de dezembro de 1976, referente às sociedades por ações; na Lei n. 6385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM); bem como em toda a regulamentação emitida por esta comissão.

A idéia de existir um grupo de empresas buscando a maximização dos resultados globais relaciona-se, principalmente, com dois conceitos estratégicos: a sinergia e a diversificação do portfólio de investimentos.

Na Lei n. 6404/76, seção III, artigo 2, encontramos um dos principais mecanismos para a manutenção do controle acionário por parte dos controladores nas companhias de capital aberto, registrado da seguinte forma: "O número de ações preferenciais, sem direito a voto, ou sujeitas a restrições desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas".

Essa permissão legal possibilita-nos considerar o fato de ser necessário, para controlar uma companhia aberta, que um investidor possua 51% de suas ações ordinárias. Supondo que essa empresa aberta tenha emitido dois-terços do seu capital total em ações preferenciais não-votantes, deduz-se que o detentor do controle necessita possuir, para controlar essa empresa, posição acionária de somente 17% do capital total dessa companhia.

Ampliemos essa hipótese para a possibilidade de uma companhia **A** caracterizar-se pelas condições acima referidas e participar igualmente de uma companhia **B**. Desta forma, a companhia **A** necessita de 17% do capital total da companhia **B** — em ações ordinárias — para deter o seu controle.

Para que o investidor controle o grupo formado pela companhia **A** e por uma subsidiária não-integral, a companhia **B**, ele necessita de 2,778% da posição acionária total desse grupo, caso ambas as empresas sejam abertas e estejam alavancadas nos seus máximos em ações preferenciais. O controlador desse grupo deveria ter o controle da empresa **A** e esta o da empresa **B**.

Considerando uma terceira empresa — **C** — envolvida nesse arranjo societário, verificada a existência das condições anteriormente apontadas, e ainda que ela fosse subsidiária não-integral da companhia **B**, o mesmo controlador necessitaria dispor de apenas 0,463% do capital acionário total do grupo formado por essas três companhias abertas.

Como conseqüência, encontramos em nosso mercado de ações incentivo para que se configure tendência positiva na manutenção do controle acionário das empresas de capital aberto, cujas ações são negociadas em bolsa de valores, e se formem grupos econômicos com várias companhias abertas. Esta situação é justificada pela possibilidade de os controladores manterem-se no controle das empresas, mesmo diminuindo suas posições acionárias totais no grupo.

Grupos econômicos brasileiros

O mercado de capitais brasileiro é caracterizado pela existência de grupos econômicos. Esta constatação foi confirmada através de pesquisa feita por Procianny (1993) que identificou as várias formas assumidas por esses grupos em nosso mercado.

No universo das empresas brasileiras cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, o autor encontrou 144 companhias divididas em 45 grupos econômicos. Na análise desses 45 grupos, foram encontrados três tipos diferenciados de modelos societários: cascata, teia e leque. Para o autor, essas redes societárias referem-se aos vários tipos de inter-relações de controle entre as companhias, possibilitando ao controlador formas diversas de alavancar sua posição acionária.

Para Leff (1978), a existência de grupos econômicos vai além da ineficiência dos mercados de capitais pouco desenvolvidos, estando intimamente vinculada ao espírito empreendedor dos seus fundadores e controladores.

A idéia de existir um grupo de empresas buscando a maximização dos resultados globais relaciona-se, principalmente, com dois conceitos estratégicos: a sinergia e a diversificação do portfólio de investimentos.

A busca da diversificação está vinculada à necessidade de redução dos riscos por parte do controlador desse grupo, uma vez que os seus investimentos estão alocados, basicamente, na manutenção do controle acionário do grupo.

No referente à sinergia, os ganhos de escala propiciam a maximização dos resultados globais, verificando-se ser o todo maior do que a soma de cada item em separado ou, como aponta Solomons (1970), uma companhia divisionalizada é maior do que a soma de suas partes.

Os ganhos de escala manifestam-se através de transações entre as companhias formadoras de um grupo, como na utilização da mesma matéria-prima em todas as companhias; na transferência de produto para a complementação de linhas de produção; na transferência de tecnologias; na integração de decisões administrativas ou mesmo de informações de mercado ou, ainda, pela utilização eficiente da mesma estrutura de gestão.

Os ganhos do grupo econômico provenientes de sinergia ou de diversificação de portfólio são verdadeiros, independentemente do fato de existirem ou não empresas de capital aberto no grupo. Contudo, existe a vantagem da alavancagem do capital próprio quando as empresas são abertas.

TEORIA DA AGÊNCIA

Estudiosos da teoria da firma, como Coase (1937), Alchian & Demsetz (1972), entre outros, abordaram de forma pioneira a natureza da firma, no referente à consideração dos aspectos internos à empresa.

Alchian & Demsetz (1972) estabeleceram que a noção das atividades internas da empresa estaria fundamentada em conjunto de relações contratuais, não enfatizando a imagem do empreendedor como a figura-chave para a alocação de recursos dentro da empresa, como o fez Coase (1937).

Apesar de algumas diferenças no que diz respeito à forma de alocação dos recursos, os estudiosos do direito de propriedade e da natureza da firma são concordantes quanto à função dos contratos: especificar os direitos de indivíduos participantes de qualquer organização.

Jensen & Meckling (1976) seguiram a corrente de raciocínio iniciada por Coase (1937), estendendo a análise para as implicações comportamentais oriundas dos direitos especificados nos contratos entre proprie-

tários e administradores de uma firma. O estudo dessa idéia originou o modelo da teoria da agência desenvolvido pelos autores.

Esses autores afirmaram que as relações contratuais definem a essência da firma. Definiram, também, ser a empresa uma forma de ficção legalizada que serve como foco para um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos (alguns podem representar organizações) estão em equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais.

Considerando ser a empresa um conjunto de relações, esses autores citaram um tipo específico de relação, denominado relação de agência, definindo-o como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) contratam uma outra pessoa (agente) para desempenhar algum serviço em seu benefício, existindo a delegação da autoridade de decisão para o agente.

A relação de agência, tal como definida acima, evidencia a separação entre a propriedade e o controle de uma empresa. É justamente nessa separação que se origina o problema de agência, cuja existência relaciona-se ao fato de os indivíduos participantes de uma relação de agência serem todos maximizadores das suas próprias utilidades, estas distintas entre si. O principal quer a maximização de sua riqueza, expressa pela valorização das ações da empresa na bolsa de valores. Por outro lado, o agente quer realizar o aumento de sua riqueza; assim, buscará o máximo consumo possível às expensas da empresa, como viagens de primeira classe, escritório de luxo, motorista para as necessidades próprias e familiares.

Barnea, Haugen & Senbet (1985) apontaram o problema de agência de forma similar, considerando que o agente, baseado na premissa de comportamento congruente com seus próprios interesses, não investirá os seus melhores esforços, a menos que o investimento seja consistente com a maximização de sua própria riqueza.

Colocando essa análise em termos de expectativas e considerando que as funções **utilidade** das partes envolvidas na relação de agência não são coincidentes, pode-se afirmar que os esforços do agente nem sempre estarão em um ponto ótimo de maximização da utilidade do principal. O conflito de interesses daí resultante é potencial e decorre da expectativa de o agente maximizar, primeiramente, a sua própria utilidade, ao invés da do principal.

Contudo, para o conflito potencial de interesses transformar-se em conflito real é necessária a existência de incentivos. Em Jensen & Meckling (1976) encontramos esses incentivos classificados de acordo com a ênfase de cada tipo de relação de agência, referente ao capital próprio ou ao endividamento.

Barnea, Haugen & Senbet (1985) adotaram a mesma classificação e relacionaram os problemas de agência da seguinte forma: quanto ao capital próprio, eles emergem com o consumo excessivo de gratificações por parte dos gestores, às custas dos donos do capital, e com a existência de assimetria informacional entre ambos, fazendo os primeiros serem melhor informados do que os segundos; e quanto ao endividamento, os autores citaram o incentivo relativo a risco, investimento e problemas de falência. Nestes casos, o agente coloca sua posição em perigo ao tomar dívidas e decidir investimentos mais duvidosos e, assim, aumentar a possibilidade de falência da empresa.

Segundo Jensen & Meckling (1976), os custos de agência têm origem no fato de o principal esperar do agente um comportamento de acordo com os objetivos do primeiro. O agente, ao tentar provar que está agindo de acordo com os interesses do principal, também incorre em custos.

No entanto, existem as mais diversas relações de agência e para cada uma poderá haver um conflito gerador de um custo. As análises giram em torno de um ponto ótimo no qual ocorra a diminuição dos custos totais de agência.

Devemos considerar, ainda, existirem estudos de formas de controle para a diminuição dos custos de agência, como o de Fama (1980), considerando a utilização do mercado de capitais como fator de controle, e o de Jensen (1986), apontando para a diminuição do fluxo de caixa livre das empresas e para os *takeovers* como instrumentos com os mesmos objetivos.

CONFLITO DE INTERESSES ENTRE CONTROLADORES E MINORITÁRIOS

Jensen & Meckling (1976) analisaram o conflito de interesses entre o principal e o agente em duas situações básicas: acionista *versus* administrador e acionista *versus* credor. O conflito de interesses alvo de nosso estudo refere-se a outra relação de agência: a existente entre os controladores *versus* os investidores minoritários.

Considerando o fato de existirem grupos econômicos no mercado de capitais brasileiro detentores do controle e da gestão de mais de uma companhia aberta e pressupondo a participação de acionistas minoritários no capital dessas empresas — não sendo sua participação obrigatória em todas elas ao mesmo tempo —, podemos afirmar que esse cenário propicia a geração de um conflito de interesses.

O incentivo gerador desse conflito a ser analisado é a possibilidade de os controladores/gestores reali-

zarem transferência de lucro entre as empresas controladas, no intuito de maximizar sua riqueza, em detrimento de possíveis ganhos que gerariam perdas para os investidores minoritários.

Embora seja potencial, o conflito existe independente do fato de os minoritários estarem cientes da possibilidade de ocorrer, efetivamente, uma transferência de lucro.

Para que os minoritários detectem a transferência de lucro existem, pelo menos, duas possibilidades. A primeira refere-se à obtenção de informações privadas, através das quais os acionistas minoritários sejam inteirados a respeito do sistema em que as alocações de receitas e de despesas são feitas dentro do grupo. Em outras palavras, os acionistas minoritários são informados da existência da possibilidade do uso de um sistema específico que beneficie as transferências de riqueza.

A segunda possibilidade seria detectar o real desempenho operacional dessas empresas. Esta possibilidade é definida como o desempenho no qual as transações intercompanhias são realizadas de forma *arm's length*, isto é, quando as transações ocorrem entre empresas independentes. Geralmente, as análises são de cunho comparativo entre organizações similares, executando-se análise comparativa entre companhias altamente semelhantes, em determinado período de tempo, para que se torne possível inferir ou estimar um comportamento em futuro próximo.

Os custos de agência gerados pela existência desse conflito de interesses podem ser caracterizados de duas formas. Na primeira, através dos custos arcados pelos minoritários devido ao desconhecimento do processo de transferência de riqueza, sendo seu montante igual ao valor do lucro transferido para a outra empresa do grupo, tomando-se como base que o preço da ação no mercado não incorpora o conflito, embora o mesmo exista. Na segunda, o conflito de interesses pode ser caracterizado pelos custos que os controladores têm de arcar quando os minoritários, ao detectarem a prática da transferência de riqueza, passam a não investir naquelas ações, pressionando a queda do valor das mesmas.

Rosenstein & Rush (1990) testaram a hipótese de que as corporações, ao adquirirem participações minoritárias, poderiam estar intencionadas em exercer pressão nos administradores das adquiridas, visando influenciar nas transações intercorporativas para a maximização da riqueza das adquirentes. Os resultados empíricos encontrados pelos autores apoiaram a hipótese de transferência de riqueza. Constataram, também, que as posições minoritárias são associadas a retornos significativamente menores, quando compa-

rados ao desempenho do grupo; as empresas norte-americanas parcialmente adquiridas por companhias estrangeiras não possuem desempenho tão fraco quanto o daquelas adquiridas por organizações nacionais. Os autores verificaram persistir o fraco desempenho mesmo depois de dez anos ou mais de aquisição parcial, cabendo lembrar que essas companhias parcialmente adquiridas não demonstravam fraco desempenho antes da aquisição.

Se considerarmos o estudo realizado por Rosenshtein & Rush (1990) como teste de eficiência de mercado, no referente a participações minoritárias, podemos afirmar que em um mercado eficiente o preço das ações de companhias pertencentes a um grupo — as quais têm a possibilidade de realizar transferências de riqueza intercompanhias — é estabelecido de forma a refletir os custos de agência provenientes do conflito em questão. Os autores confirmaram que o preço das ações dessas empresas apresenta valor reduzido, conforme previsto.

O ESTUDO DOS PREÇOS DE TRANSFERÊNCIA

Empresas abertas fazem parte de uma mesma organização quando são controladas pelo mesmo investidor e pertencem a determinado grupo econômico. Para Solomons (1970), apesar de as empresas terem aparente independência, as decisões sempre devem ser tomadas no sentido da ocorrência do melhor resultado global.

Apontamos, no item **Grupos econômicos brasileiros**, os efeitos positivos da sinergia que podem ser obtidos dentro de um grupo econômico. Contudo, para o atingimento dos resultados maximizadores da sinergia é necessário que se configurem entre as empresas as chamadas transações intercompanhias, as quais podem ser apenas a mesma estrutura de gestão ou as trocas efetivas de produtos.

Essas transações ocorrem devido à possibilidade de as empresas se relacionarem. De acordo com Solomons (1970), as empresas devem se relacionar de tal forma que uma delas, ao buscar o seu próprio objetivo, não poderá contrariar o objetivo da organização como um todo. Por exemplo, se o objetivo for o aumento do lucro, uma empresa não poderá realizar esse aumento às expensas de outra, a menos que essa quantidade de prejuízo gerado seja inferior ao aumento do lucro proporcionado ao grupo, quando do somatório dos lucros de todas as divisões. Esta seria a atitude que maximizaria a riqueza dos controladores/gestores dessas empresas. Esta idéia representa o que Fensterseifer (1983) colocou como a alocação conveniente dos recursos.

No entanto, Anthony & Welsch (1981) explicaram essa mesma situação, argumentando que em qualquer transação intercompanhias haverá, no mínimo, o envolvimento de duas empresas, uma denominada compradora e outra vendedora. Fica evidente que produto, serviço, tecnologia, recursos ou qualquer outro item transacionado serão sempre *inputs* para a primeira e *outputs* para a segunda.

*Os ganhos do grupo econômico
provenientes de sinergia ou
de diversificação de portfólio são
verdadeiros, independentemente
do fato de existirem ou não
empresas de capital
aberto no grupo.*

Poderíamos citar inúmeros produtos, serviços e outros itens que podem ser transacionados entre as companhias, dependendo do tamanho da organização, do setor de atuação, da sua estrutura de investimentos — se verticalizada ou horizontalizada. Contudo, não interessa tanto ao nosso trabalho a transferência física em si, mas sim uma transação essencialmente numérica, que pode ou não ocorrer de fato; porém, se existente é originária de arranjos contábeis visando à alocação desejada de lucros para cada companhia, resultando na transferência de riqueza entre elas, sem prejuízos quanto ao resultado global da organização.

Para nossos estudos utilizaremos como base teórica os trabalhos referentes a preços de transferência entre companhias, pois pela proximidade dos temas muito se tem a apreender.

Os estudos pioneiros sobre as transações intercompanhias originaram-se a partir dos problemas gerados pela descentralização das organizações. Arrow (1964) foi um dos primeiros a afirmar que um sistema de preços era a forma mais correta de fundamentar as transações entre divisões (relações intercompanhias), pelo fato de essas relações serem muito similares às ocorridas no mercado.

Hirshleifer (1956), Cook (1955), Gould (1964), entre outros, justificaram, através da teoria econômica clássica, a necessidade de utilizar sistemas de preços de transferência para que se pudesse quantificar as transferências entre as divisões de uma companhia. É importante ressaltar serem esses preços de transferência conceituados como os valores unitários atribuídos aos produtos e/ou serviços transferidos entre os centros de lucro de uma organização, como aponta Ornstein (1983).

Dopuch & Drake, Samuels e Onsi, citados por Wu & Sharp (1979) e Baumol & Fabian (1964), Charnes, Clower & Kortanek e Hass, citados por Abdel-Khalik & Lusk (1974), deram continuidade aos estudos formulando modelos de sistemas de preços de transferência com a utilização da programação matemática.

***Empresas abertas fazem parte
de uma mesma organização
quando são controladas pelo
mesmo investidor e
pertencem a determinado
grupo econômico.***

Contudo, a ênfase dos estudos persistia em estipular modelos ou sistemas que se aproximassem mais corretamente da realidade da transação no referente aos custos incorridos para a companhia compradora e à receita para a companhia vendedora.

Várias eram as bases para a montagem dos sistemas de preços de transferência. Em Dean (1955) encontramos a possibilidade de fundamentar os sistemas em preços de mercado, custos marginais, custos totais adicionados de uma margem de lucro, preço de venda menos determinadas despesas, entre outras variáveis.

Conforme comentou Mogle (1991), justificativa antiga para a existência de um sistema de preços de transferência correto e real era sua utilização como sistema de medida para a remuneração dos gestores de cada unidade. Um sistema de preços de transferência não-real, isto é, que não refletisse o valor real da transferência, resultaria em remuneração injusta, o que não seria do interesse dos administradores.

Reilly & Campbell (1990) foram mais incisivos. Afirmaram ter a utilização de determinado método do preço de transferência impacto significativo na medida da lucratividade das unidades das organizações.

A hipótese da negociação de preços entre as divisões, ou entre as empresas envolvidas, era vista com incredulidade, pois, como ressaltaram Abdel-Khalik & Lusk (1974), a negociação ou a renegociação de preços de transferência poderia gerar conflitos entre as partes envolvidas.

No entanto, esquemas de remuneração dos gestores baseados no desempenho da unidade administrada, adicionada do resultado do grupo como um todo, fizeram com que essa justificativa deixasse de ser adequada. Ao conectar sua remuneração ao desempenho global do grupo, ficou evidente que, no caso de ser interessante negociar os preços de transferência entre as companhias, esse fato não incorreria no conflito de agência entre os controladores e os administradores de cada companhia.

Uma vez resolvido o problema da remuneração dos agentes, os controladores — cientes de serem os lucros das companhias formadoras dos grupos sensíveis ao preço de transferência — poderiam começar a utilizar esse instrumento para a maximização da riqueza do grupo, sem incorrer no conflito de agência com os gestores de suas empresas.

Segundo Denski (*apud* Horngren, 1977), a questão dos preços de transferência envolve o problema dos modelos das organizações, ou seja, para cada modelo organizacional teremos um sistema adequado. O autor afirmou que a escolha de um sistema de preços de transferência deve ser considerada especificamente para cada caso, argumentando que devemos ser cautelosos em generalizações nessa área. Portanto, o sistema de preços de transferência deve estar de acordo com os objetivos específicos de cada organização.

Assim, questiona-se por que não adotar a possibilidade maximizadora da riqueza dos controladores de um grupo — uma vez que as estruturas organizacionais têm interesse na transferência dos lucros de suas companhias abertas — através da adoção de um sistema de preços de transferência.

A partir dos anos 70 surgiram os primeiros estudos para distinguir as motivações ou os incentivos à ocorrência das transferências de lucro intercompanhias. Lall (1973) citou que a diferença essencial é simplesmente o fato de, em transações no mercado aberto ou entre empresas não-relacionadas, os compradores e os vendedores tentarem a maximização dos seus lucros às custas de uma ou de outra empresa, enquanto na transação dentro de uma organização o preço

é somente um mecanismo contábil através do qual as duas partes tentam maximizar os lucros conjuntos. O autor comentou que os preços de transferência podem ser usados para transferir lucros quando não corresponderem a preço de mercado ou *arm's length prices*.

Sharav (1974) reforçou a idéia acima, afirmando poder um conglomerado, através do planejamento de uma rede apropriada de preços de transferência, minimizar o pagamento de impostos, transferir moeda, capital ou lucros; e argumentando, ainda, sobre a possibilidade do uso concomitante de diversos métodos para responder a diferentes situações.

Em estudo mais recente, Mogle (1991) relatou vários incentivos para o planejamento de transferência de lucro por parte da administração central de um grupo de empresas. Segundo o autor, podemos agrupar os incentivos em duas classes principais, uma de caráter fiscal e a outra não envolvendo considerações fiscais.

Sob o enfoque fiscal, as variáveis componentes dos incentivos são todas aquelas atitudes do governo que provocam reações de redução do imposto a pagar no chamado planejamento tributário de uma organização, com o objetivo de diminuir o valor do somatório dos impostos atribuídos às empresas do grupo. Variando no transcorrer do tempo, e muitas vezes atingindo as empresas de formas diferenciadas, esses atos governamentais podem ser assim exemplificados:

- diferenças de taxas efetivas de impostos em geral, em especial sobre os lucros das empresas;
- existência de incentivos fiscais por parte do governo, devido aos mais diversos motivos, como por exemplo a necessidade de desenvolvimento de uma determinada região do país;
- existência de tarifas de importação *ad valorem* e outras tarifas alfandegárias, no caso de multinacionais.

Já sob o enfoque não-fiscal, trata-se dos incentivos governamentais que não envolvem considerações fiscais ou, simplesmente, as condições propícias à existência do incentivo para a realização da transferência de lucros. Neste caso podem ocorrer duas situações básicas:

- quando os atos governamentais referirem-se às multinacionais, como por exemplo nas limitações da repatriação de lucros, na obrigatoriedade da existência de propriedade local, na dificuldade de acesso à moeda local e, mesmo, no risco político do país;
- quando da existência de acionistas minoritários com posições acionárias diferentes entre si nas companhias abertas formadoras do grupo, juntamente com

a diferença de grau de controle acionário por parte dos controladores nessas empresas.

Geralmente, o enfoque fiscal evidencia a relação de agência entre governo *versus* empresas. Já no enfoque não-fiscal, além desta, surgem outras relações de agência, nas quais os focos básicos são o conflito entre controladores *versus* acionistas minoritários e o problema de agência resultante da possível transferência de riqueza destes para os primeiros.

Finnie (1978) argumentou que, em alguns casos, as unidades de uma organização são companhias possuidoras de acionistas externos minoritários, cujos interesses devem ser respeitados quando da escolha dos preços de transferência.

APLICAÇÃO AO CASO BRASILEIRO

Para exemplificar a situação passível de ocorrência nos grupos econômicos brasileiros, e por assemelhar-se ao que normalmente ocorre no nosso mercado de capitais, caracterizamos uma situação hipotética em torno de um grupo econômico possuidor de mais de uma companhia aberta.

Tomemos como característica desse grupo econômico o fato de ser formado por empresas nacionais muito semelhantes em suas atividades produtivas e administrativas, com os administradores remunerados pelo desempenho do grupo. Coloquemos como premissa que não haja motivações fiscais para ocorrer transferências de lucros entre as companhias. Suponhamos, ainda, que os controladores participem de forma diferenciada no capital de cada companhia em determinado momento, ou seja, além de manterem suas posições acionárias de controle na empresa principal e esta, por sua vez, nas demais, os controladores podem possuir ações não-votantes como investimentos temporários.

Nesse caso hipotético, conclui-se que, pelo fato de as empresas serem tão similares, se inviabilizam muitos dos incentivos supracitados para a transferência de lucro, ficando clara a possibilidade de os controladores maximizarem suas riquezas através da transferência de lucro da empresa na qual possuem menor participação acionária para aquela de maior participação. Análise deste tipo deve ser feita ao longo do tempo, pois as participações acionárias do controlador podem variar do mínimo — 51% das ordinárias — até um máximo qualquer, ou seja, a posição acionária é uma variável dinâmica.

Em função das ações dessas companhias pertencentes a um mesmo grupo econômico serem negociadas em bolsas de valores, o investidor é livre para

escolher, dentre elas, aquela que julgar de melhor desempenho e, conseqüentemente, através da qual poderá maximizar a sua riqueza. Então, o conflito entre o majoritário e os minoritários fica claramente estabelecido.

As análises de transferência de lucro tornam-se difíceis pelo fato de existirem inúmeras variáveis envolvendo a composição do lucro de uma companhia. Procianoy & Fensterseifer (1992) apontaram o lucro, a decisão de alocação dos novos investimentos e a forma de obtenção de recursos como variáveis à disposição dos controladores, as quais tendem a não se tornar perceptíveis ao longo do tempo, dificultando identificar a direção que está sendo tomada.

A partir dos anos 70 surgiram os primeiros estudos para distinguir as motivações ou os incentivos à ocorrência das transferências de lucro intercompanhias.

O conflito de agência tem origem na relação de agência entre os controladores e os acionistas minoritários da empresa, na qual os primeiros possuem a menor participação acionária no momento da transferência de riqueza. As receitas, os novos investimentos mais rentáveis, após definida a sua realização, e os recursos de menor custo serão colocados onde a participação do controlador for maior. Já as despesas, os investimentos menos rentáveis e as fontes de recursos de maior custo, serão colocados onde sua posição acionária for menor.

Não haveria dificuldade em detectar a existência do conflito potencialmente instalado no grupo econômico que estivesse nessa situação.

No caso da constatação desse conflito, questionamos se sua existência é percebida pelos investidores no mercado de capitais brasileiro. Em caso positivo, cabe perguntar se os investidores estariam avaliando menos as ações dessas companhias e se o preço das ações dessas empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico refletiria o custo desse conflito.

Cabe lembrar as privatizações recentemente ocorridas no setor siderúrgico brasileiro, em que o Bozano Simonsen, agindo como líder do grupo controlador

da Usiminas e da Companhia Siderúrgica Tubarão, comprou posição acionária relevante na Cosipa, no qual o controle dar-se-á através de um acordo de acionistas. Houve muita preocupação por parte do governo em evitar a formação de cartéis e monopólios, mas muito pouco, ou quase nada, foi discutido com relação aos acionistas minoritários dessas companhias. Talvez, e é esta a nossa previsão, em futuro não muito distante seja necessária reestruturação acionária para acomodar a posição dos minoritários. O mesmo não acontece no caso da privatização da Açominas pela Siderúrgica Mendes Júnior, pois a primeira incorporou a segunda garantindo a existência de empresa única com diversos acionistas. No caso Bozano Simonsen, o conflito entre controlador e minoritários é potencial neste momento, mas poderá ser real em momento futuro.

CONCLUSÕES

A partir do exposto é possível constatar que o conflito de interesses entre os controladores e os acionistas minoritários existe, pelo menos potencialmente.

Na ausência de assimetria informacional, o investidor minoritário teria condições de estimar de forma não-visada os custos referentes a esse conflito. O custo desta relação de agência seria igual à diferença entre o valor da ação, caso não houvesse a possibilidade de transferência de riqueza, e o valor da mesma ação na existência desta possibilidade, isto é, o valor que o investidor minoritário estaria disposto a pagar pelas ações da companhia que, em seu julgamento, será prejudicado por possível diferença nos lucros. De certa forma, nestas condições o minoritário não incorreria em perdas de sua riqueza, pois compraria as ações em seu valor já descontado.

Dois questões adicionais merecem maior estudo:

- Na existência efetiva do conflito, os acionistas minoritários das diversas empresas de um grupo econômico avaliam e traduzem as suas avaliações nos preços das ações negociadas (teste de eficiência de mercado)?
- Esse comportamento é possível de ser constatado através de exame de longo prazo nas demonstrações financeiras de um grupo econômico com elementos operacionais semelhantes às variações de despesas, lucros, fontes de recursos e investimentos?

Bonney & Sherwood (1989) apresentaram sugestão baseada em alguns dos métodos utilizados pelo governo dos EUA para a verificação das técnicas de preços de transferência empregadas pelas empresas. Entre eles, o método de retorno, baseado na taxa de

retorno dos ativos de produção ou custos, parece ser o mais aplicável para verificar a existência de transferências de riquezas. A idéia gira em torno da comparação de partes relacionadas com aquelas não possuidoras de relações, isto é, que não fazem parte de um grupo econômico. A teoria fundamenta-se na premissa de não poder existir lucros acima do normal no longo prazo, em mercado competitivo, ou seja, retornos anormais não podem existir no longo prazo se o mercado daquele produto for competitivo e os fatores de produção forem homogêneos.

O método de retorno dos ativos de produção poderia ser uma forma de controle por parte dos acionistas minoritários que resultasse no controle do desempenho das empresas nas quais estariam propensos a investir.

Bonney & Sherwood (1989) apontaram uma dificuldade desse método quanto à qualidade e à disponibilidade na obtenção das informações para a montagem do cálculo da taxa de retorno. No entanto, propuseram que essa análise poderia ser feita através de coleta e posterior comparação dos demonstrativos financeiros de determinado número de companhias abertas envolvidas na mesma transação ou em outras, similares.

A possibilidade da existência de método eficiente que propicie o julgamento correto, por parte dos investidores minoritários, dos desempenhos publicados pelas várias companhias abertas pertencentes a um mesmo grupo econômico poderia resultar na manu-

tenção dessas várias companhias abertas dentro do mesmo grupo econômico, sem gerar reais conflitos de interesses entre controladores e seus acionistas. Esta solução apresentada não invalidaria as vantagens da alavancagem do capital próprio dos controladores.

Cabe lembrar que o próprio grupo poderia utilizar tais métodos para aumentar a credibilidade junto aos investidores e analistas de investimentos do mercado de capitais brasileiro, quanto às suas transações inter-companhias não estarem sendo manipuladas, dessa forma diminuindo o conflito de agência em questão.

No entanto, não se pode afirmar que no mercado brasileiro exista o conhecimento desse conflito de agência por parte dos minoritários. Mesmo assim, no caso de haver esse conflito e independente de seu conhecimento por parte dos minoritários, ele existiria de forma potencial, o que implica no fato de os minoritários arcarem com o custo daí decorrente.

Não poderíamos deixar de lembrar o conflito existente entre as diversas companhias abertas, e mesmo entre as fechadas, por debêntures dentro de um mesmo grupo econômico em suas relações com seus credores. Para ambas as situações, os conflitos, potenciais ou não, serão muito semelhantes aos aqui apresentados para os minoritários. A diferença fundamental estará no fato de os credores, especialmente as instituições financeiras, serem privilegiados em informações e maior competência para avaliar essas situações, o que não ocorre com os minoritários. ♦

RESUMO

Neste trabalho apresenta-se a possibilidade da existência de conflito de interesses entre acionistas controladores/gestores e acionistas minoritários em grupos econômicos brasileiros com mais de uma companhia aberta. O instrumento de discussão é o **preço de transferência** nas relações de troca dentro desses grupos. Até o presente momento este conceito foi estudado dentro do prisma do melhor preço de transferência a ser realizado entre duas empresas ou no âmbito das empresas multinacionais quando do estudo da possível transferência de resultados entre subsidiárias e suas matrizes. Identificamos, no caso brasileiro, a existência da figura do acionista controlador e de grupos econômicos com mais de uma companhia aberta, cujas ações são negociadas em bolsas de valores. Portanto, concluímos serem estes fatores incentivos suficientes para um possível conflito.

Palavras-chave: preço de transferência, grupos econômicos, custos de agência

ABSTRACT

This article presents the existing possibility of any conflict of interest between major shareholders/managers and minor shareholders on Brazilian economic groups with more than one publicly traded companies. **Transfer pricing** between companies inside those groups is our instrument of discussion. Up to now, transfer pricing concept was used to discuss the most correct price to transfer any product or service between two companies, specially multinational ones, as a way of transferring wealth between the main company and its subsidiaries. At the Brazilian case, due to the existence of main shareholders and economic groups with more than one publicly traded companies, we conclude that these two factors are enough incentives to generate conflicts between major and minor shareholders.

Uniterms: transfer pricing, economic groups, agency costs

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABDEL-KHALIK, Rashad A. & LUSK, Edward J. Transfer pricing: a synthesis. *The Accounting Review*, p.8-23, Jan. 1974.
- ALCHIAN, Armen & DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, v.62, n.5, p.777-795, Dec. 1972.
- ANTHONY, R. & WELSCH, G. *Fundamentals of management accounting*. Homewood, Richard D. Irwin, 3. ed., 1981.
- ARROW, K.J. Control in large organizations. *Management Science*, v.10, n.3, p.397-408, 1964.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.A.; SENBET, L. *Agency problems and financial contracting*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1985.
- BAUMOL, William J. & FABIAN, Tibor. Decomposition, pricing for decentralization and external economies. *Management Science*, v.11, p.1-31, Sep. 1964.
- BONNEY, Siv J. & SHERWOOD, Stanley G. White paper proposals for intercompany intangible transfers. *The International Tax Journal*, v.15, n.2, p.91-105, Spring 1989.
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, n.4, p.386-405, 1937.
- COOK, P.W. Decentralizations and the transfer-pricing problem. *Journal of Business*, v.28, p.87-94, Apr. 1955.
- COPELAND, Thomas E. & WESTON, Fred J. *Financial theory and corporate policy*. Massachusetts, Adidson-Wesley Publishing Company, 3. ed., 1992.
- DEAN, Joel. Decentralization and intra-company pricing. *Harvard Business Review*, v.33, n.4, p.65-74, Sep./Oct. 1955.
- FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v.88, n.21, p.288-307, 1980.
- FENSTERSEIFER, Jaime E. Preços de transferência em empresas multinacionais. *Revista de Administração*, São Paulo, v.18, n.2, p.48-52, abr./jun. 1983.
- FINNIE, J. Transfer pricing practices. *Management Accounting*, p.494-497, Dec. 1978.
- GOULD, J.R. Internal pricing in firms when there are costs of using an outside market. *Journal of Business*, p.61-67, Jan. 1964.
- HORNGREN, Charles T. *Cost accounting: managerial emphasis*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 4. ed., 1977.
- HIRSHLEIFER, J. On the economics of transfer pricing. *Journal of Business*, p.172-184, July 1956.
- JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v.76, p.323-329, 1986.
- JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, n.3, p.305-360, 1976.
- LALL, Sanjaya. Transfer-pricing by multinational manufacturing firms. *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, v.35, n.3, p.173-195, Aug. 1973.
- LEFF, Nathaniel H. Industrial organization and entrepreneurship in developing countries: the economic groups. *Economic Development & Cultural Change*, v.26, p.661-675, 1978.
- MOGLE, James R. Intercompany transfer pricing in the 1990's: trading old lamps for new ones? *Taxes*, p.961-999, Dec. 1991.
- ORNSTEIN, Rudolf. Preços de transferência. *Revista do Conselho Regional de Contabilidade RS*, p.27-39, nov. 1983.
- PEROTTI, Enrico. *Financial intermediation, agency theory and the allocation of control: an international comparison*. Boston, Boston University, 1992. [Mimeo]
- PROCIANCOY, Jairo L. Brazil: company partnership models. 1993 ANNUAL BALAS CONFERENCE PROCEEDINGS. p.191-200, 1993.
- PROCIANCOY, Jairo L. & FENSTERSEIFER, Jaime E. Estratégia de crescimento e parceria tecnológica: o caso da empresa AMC. *Revista de Administração*, São Paulo, v.27, n.2, p.91-100, abr./jun. 1992.
- REILLY, Raymond R. & CAMPBELL, Brian. How corporate performance measurement systems inhibit globalization. *Human Resource Management*, v.29, n.1, p.63-63, Spring 1990.
- ROSENSTEIN, Stuart & RUSH, David F. The stock return performance of corporations that are partially owned by other corporations. *The Journal of Financial Research*, v.13, n.1, p.39-51, Spring 1990.
- SHARAV, Itshak. Transfer pricing: diversity of goals and practices. *Journal of Accountancy*, v.137, n.4, p.56-62, Apr. 1974.
- SOLOMONS, D. *Divisional performance: measurement and control*. Homewood, Richard D. Irwin, 3. ed., 1970.
- WU, Frederich H. & SHARP, Douglas. An empirical study of transfer pricing. *The International Journal of Accounting Education and Research*, p.71-99, Spring 1979.