VALORES CONTÁBEIS E ECONÔMICOS NO PROCESSO DE INCORPORAÇÃO DE EMPRESAS

1. Fusão e incorporação;
2. Incorporação de empresa com ágio;
3. Precauções de pós-incorporação.

*Yuichi Tsukamoto**

1. Fusão e incorporação

1.1 INTRODUÇÃO

Conforme o Ministro do Planejamento, Reis Veloso, a política do Governo brasileiro no setor das fusões e incorporações tem como objetivo principal definir um modelo de estrutura empresarial nacional — onde cabem grandes, médias e pequenas empresas — em que sejam garantidas a eficiência, o dinamismo e a compatibilidade com a sociedade que se deseja construir, com todas as empresas participando dos resultados do desenvolvimento, num mercado de consumo.[1]

Diz ele ainda que no Brasil há excessiva tendência à fragmentação, constituindo-se empresas sem escala adequada da operação e sem condições de competir numa fase de convivência com as empresas multinacionais. Portanto, uma política de prevenção ou reversão da tendência dessa fragmentação em alguns setores significa não somente o fortalecimento de poder competitivo no mercado internacional, mas também representa uma forma para melhor distribuição de renda por meio de uma estrutura mais racional de preços ao consumidor.

1.2 TEMA PRINCIPAL DO ARTIGO

Não pretendemos neste artigo analisar vários instrumentos de incentivos às fusões e incorporações.[2] Também gostaríamos de deixar para outra ocasião a análise de métodos para determinação de valor de uma empresa num caso de fusão ou incorporação.[3]

Abordaremos aqui o tratamento que reconcilia as exigências fiscais com os interesses econômicos num caso de incorporação de empresa. Na maioria dos casos de fusão e incorporação, os valores apurados das empresas e os seus valores contábeis são divergentes. Essa diferença é, às vezes, incorretamente chamada de "fundo de comércio". Quando uma empresa incorpora outra por um valor que é maior do que o valor contábil do seu patrimônio líquido, a diferença a mais poderá originar-se dos seguintes fatores:[4]

a) certos ativos da incorporada foram adquiridos originalmente com preços de barganha ou têm-se valorizado acima dos índices de correção monetária;

b) os estoques das mercadorias são normalmente contabilizados aos custos, mas podem ter valores atualizados que são maiores que os custos numa economia de inflação;

c) a aplicação do princípio de conservatismo contábil tem contribuído para diminuir os valores de ativos e aumentar os de passivos. O primeiro é

* Professor do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas. Diretor Financeiro da CBA — Itaú Fertilizantes S.A., Diretor Técnico da Dinamo Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A., e Consultor da INTEC Informações e Análises Técnicas Ltda.

R. Adm. Emp., Rio de Janeiro, 13(2) : 99-104. abr./jun. 1973

Valores contábeis e econômicos no processo de incorporação de empresas Yuichi Tsukamoto

o caso de depreciação acima do gasto real e o segundo é o caso de reservas excessivas para contingências;

d) a incorporada realmente vale seu valor econômico, que é superior ao valor contábil do patrimônio líquido atestado através da sua capacidade de gerar um alto nível de lucros acima do valor contábil do patrimônio líquido;

e) a incorporadora vê, do seu ponto de vista, uma vantagem na aquisição da incorporada. Por isso, a incorporadora está disposta a pagar um valor superior ao valor contábil. Por exemplo, os produtos da incorporada são matérias-primas carentes da incorporadora ou complementam suas linhas de produtos;

f) por último, há casos em que a administração da incorporadora simplesmente cometeu um engano ao aceitar uma proposta de preço mais alto que o justificável.

Numa interpretação restrita do conceito, somente o caso *d* é considerado como de "Fundo de Comércio".[5] Em uso comum, o conceito de "Fundo de Comércio" é estendido também ao caso *e*. Há, entretanto, uma diferença fundamental entre o caso *d* e o caso *e*. Suponhamos que a Empresa *A* adquirirá 70% do controle acionário da Empresa *B*. Se a aquisição de controle de *B* beneficiar *A* (por exemplo, *B* é uma fornecedora de matéria-prima indispensável para *A* e o controle acionário de *A* sobre *B* proporcionará uma tranqüilidade de abastecimento daquela matéria-prima para *A*), *A* estará disposta a pagar um preço superior ao valor contábil do patrimônio líquido de *B*, digamos um preço de Cr$ 28 mil para 70% do valor contábil de Cr$ 30 mil, isto é, Cr$ 21 mil. A diferença a mais de Cr$ 7 mil poderá ser considerada como "Fundo de Comércio" *para A*. O valor atribuível à participação minoritária de 30% de *B* é de Cr$ 9 mil (30% de Cr$ 30 mil do patrimônio líquido contábil sem o "Fundo de Comércio"). Isto é o caso *e*.

De acordo com o caso *d*, *A* pagou Cr$ 7 mil a mais que o valor contábil porque *B* tem valor econômico corrente maior que o valor contábil, devido à sua capacidade de alcançar uma boa taxa de retorno interno sobre os recursos investidos. Neste caso, o "Fundo de Comércio", é *de B* no valor de Cr$ 10 mil (Cr$ 7 mil ÷ 70%). O valor atribuível à participação minoritária de 30% de *B*, portanto, é de Cr$ 12 mil (30% de Cr$ 30 mil contábil mais Cr$ 10 mil de "Fundo de Comércio").

Tanto no caso *d* como no caso *e*, *A* pagou Cr$ 7 mil a mais que o valor contábil. Entretanto, seu efeito poderá ser diferente de acordo com a definição da natureza do "Fundo de Comércio", como resumimos a seguir:

	Fundo de Comércio é de	Valor do Fundo de Comércio	Valor de participação minoritária de 30% de *B*
Caso *d*	*B*	Cr$ 10 mil	Cr$ 12 mil
Caso *e*	*A*	Cr$ 7 mil	Cr$ 9 mil

No último caso, *f*, em que *A* pagou a mais que o valor contábil por engano, este valor em excesso não deverá ser apresentado como "Fundo de Comércio" mas sim como especificamente "Excesso do valor pago". Uma vez que foi *B* quem recebeu o benefício do engano, o valor da participação minoritária de 30% de *B* será de Cr$ 11,1 mil (30% de Cr$ 30 mil contábil mais Cr$ 7 mil de "engano"). Entretanto, na prática, poucos executivos admitem com franqueza um engano desta natureza. Portanto, a hipótese de caso *f* é mais teórica que prática.

Temos examinado até agora os casos em que os valores econômicos atualizados são maiores que os contábeis. Certamente, existem os casos contrários em que os valores contábeis são superiores aos econômicos, como no caso de incorporar uma empresa falida.

Em ambos os casos, há divergência, ou maior ou menor, entre os valores econômicos e os contábeis. As legislações tributárias e pareceres normativos do Imposto de Renda têm traçado uma linha de orientação para os tratamentos dessa divergência. Entretanto, eles representam um tratamento tributário.

Examinamos neste artigo uma solução que reconcilia as exigências fiscais e os interesses econômicos das partes envolvidas.

1.3 ORIENTAÇÃO FISCAL DE INCORPORAÇÃO

O expediente da incorporação da empresa tem suas implicações fiscais, cujos pontos principais são:

a) a tributação continuará a ter sua incidência como se não houvesse alteração nas firmas ou sociedades;

b) a incorporação se efetua tendo por base o patrimônio líquido da incorporada, avaliável inclusive por peritos nomeados;

c) se a avaliação antes mencionada apresenta um valor maior em relação ao contábil, há incidência do imposto de renda sobre o montante da valorização apurada;

d) os acionistas da incorporada — pessoas físicas ou jurídicas — não estarão sujeitos ao imposto de renda sobre o valor das ações novas que receberam em decorrência da valorização do patrimônio da incorporada.

1.4 ORIENTAÇÃO JURÍDICA DE INCORPORAÇÃO

A fusão e a incorporação são dois atos jurídicos de unir duas ou mais empresas, sendo classificadas na categoria genérica das causas que determinam a extinção de sociedades ou pessoas jurídicas e não a dissolução. Na dissolução as sociedades ou pessoas jurídicas continuam a existir para os efeitos de sua liquidação.

Na extinção, as sociedades fusionadas ou a sociedade incorporada cessam de existir no momento da fusão ou incorporação.

A fusão de duas ou mais sociedades importa na extinção dessas sociedades e na criação de uma nova sociedade, distinta das sociedades fusionadas. A fusão é efetivada unindo-se os patrimônios líquidos das sociedades fusionadas. A fusão requer um processo complexo da constituição de uma nova sociedade.

Entretanto, quando uma sociedade incorpora o ativo e o passivo de uma outra, não se opera a constituição de uma nova sociedade. A sociedade incorporadora anexa a sociedade incorporada ao valor do patrimônio líquido, extinguindo-a.

Aos acionistas dissidentes é assegurado o direito de retirar-se da sociedade a ser incorporada ou das sociedades que vão fundir-se. Este direito de recesso, entretanto, não se aplica aos acionistas da sociedade incorporadora.

A forma mais preferida de união de empresas no Brasil tem sido a de incorporação em vez da de fusão, principalmente porque o processo de fusão é mais complexo que o de incorporação e, também, porque a fusão não permite o aproveitamento do prejuízo acumulado, enquanto a incorporação mantém a faculdade de compensação do prejuízo acumulado da sociedade incorporadora.

A incorporação desenrola-se nos seguintes atos:[6]

a) a sociedade incorporadora aprova as bases da operação e o projeto de reforma dos estatutos; se for sociedade anônima, tal aprovação se fará pela assembléia-geral de *quorum* de 2/3 e voto da maioria absoluta para deliberação;

b) a sociedade a ser incorporada aprova, pela assembléia-geral com deliberação da metade do capital social com direito a voto, as bases da incorporação propostas pela sociedade incorporadora e autoriza as medidas necessárias à incorporação, inclusive a subscrição em bens pelo valor de seu patrimônio líquido;

c) a assembléia-geral especial de acionistas de ações preferenciais, sem direito a voto, da sociedade incorporada, é convocada a fim de manifestar-se sobre a incorporação;

d) a sociedade incorporadora nomeia os peritos para a avaliação do patrimônio líquido das sociedades incorporadas;

e) feita a avaliação e aprovado pela sociedade incorporadora o respectivo laudo, seus diretores promovem o arquivamento e a publicação desses atos.

2. Incorporação de empresa com ágio

2.1 PATRIMÔNIO LÍQUIDO: REAL VS. CONTÁBIL

O art. 152 do Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940 (a Lei das Sociedades por Ações), estabelece as regras para incorporação de uma sociedade a outra. A incorporação é definida como "a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas". Em princípio, pois, o patrimônio líquido da sociedade a ser absorvida será incorporado na sociedade incorporadora, pelo valor demonstrado pela escrituração (PLC — patrimônio líquido contábil) da sociedade incorporada, após a correção monetária do ativo imobilizado, prevista na legislação em vigor.

É perfeitamente viável, entretanto, que o valor do patrimônio líquido real (PLR) seja diferente do do patrimônio líquido contábil (PLC). Relacionamos alguns itens principais que podem ocasionar esta diferença:

Ativo imobilizado	— valor do mercado vs. valor contábil.
Contas a receber	— avaliação mais realista vs. saldo contábil.
Estoques	— custeio diferente de estoques obsoletos vs. saldo contábil.
Fundo de Comércio (*goodwill*)	— avaliação real vs. inexistência contábil.

Os empresários certamente preferem efetuar a incorporação na base "mais justa" do patrimônio líquido real que do contábil, mas freqüentemente as implicações fiscais os impedem de adotar esta forma realista. No processo de incorporação, pois, o aspecto mais difícil é atingir um equilíbrio entre a proporcionalidade econômica de duas partes (a incorporada e a incorporadora na base do PLR) e o perfeito enquadramento da operação dentro de exigências fiscais (especialmente a do PLC).

2.2 CASO ILUSTRATIVO

A Cia. Alfa pretende incorporar a Cia. Beta. Os valores do PLC e do PLR foram apurados conforme a demonstração seguinte:

Valores contábeis e econômicos

Cia. Alfa
(capital social de 80)

	Contábil	Real
Contas a receber	50	40
Estoques	30	25
Outros realizáveis	10	10
Ativo imobilizado	90	125
Total ativo	180	200
Total exigível	80	80
Patrimônio líquido	100	120

Cia. Beta
(capital social de 35)

	Contábil	Real
Contas a receber	30	20
Estoques	10	5
Outros realizáveis	5	5
Ativo imobilizado	40	50
Total ativo	85	80
Total exigível	40	40
Patrimônio líquido	45	40

Se a Cia. Alfa absorver a Cia. Beta na base estritamente fiscal de valores contábeis, a nova sociedade terá o valor patrimonial líquido de 145 (100 + 45). Entretanto, o valor econômico atual das duas empresas é de 160 (120 + 40). Certamente, a Cia. Alfa não aceitaria o PLC de 45 da Cia. Beta, mas possivelmente aceitaria o PLR de 40.

Conforme o princípio de proporcionalidade econômica, são os patrimônios líquidos reais (PLR) que estabelecem a relação proporcional das partes envolvidas. No caso em ilustração, esta proporção é calculada como segue:

$$\textit{Cia. Alfa}: \frac{120}{120 + 40} = 75\%$$

$$\textit{Cia. Beta}: \frac{40}{120 + 40} = 25\%$$

A incorporação da Cia. Beta pela Cia. Alfa, entretanto, se realizará na base do PLC da Cia. Beta. O balanço da Cia. Alfa, após a incorporação da Cia. Beta, poderá ser demonstrado, se procedermos à simples consolidação de duas sociedades:

Cia. Alfa
(após a incorporação)

	Método PLC
Contas a receber	80
Estoques	40
Outros realizáveis	15
Ativo imobilizado	130
	265
Total exigível	120
Capital	125
Reservas e lucros acumulados	20
Total passivo	265

Contabilmente, no caso anterior, o novo capital de 125 é composto de 80 (capital social) da Cia. Alfa e 45 (patrimônio líquido) da Cia. Beta. Entretanto, conforme a proporcionalidade econômica do PLR, a Cia. Alfa terá sua participação de 75%, ou seja 94 e a Cia. Beta, 25%, ou seja 31.

Como devemos solucionar essas diferenças? Em primeiro lugar, vamos manter inalterado o capital de 80 da Cia. Alfa, porque qualquer alteração para mais gerará uma incidência no imposto de renda. Em segundo lugar, equacionamos 80 com 75% do capital novo. Assim, teremos o valor do capital novo de 107 (= 80 : 75%). Em terceiro lugar, calculamos a participação de 25% da Cia. Beta sobre 107, ou seja, 27. Em quarto lugar, verificamos que o ágio na subscrição pela Cia. Beta no aumento do capital da Cia. Alfa é de 18 (45 menos 27). Assim sendo, teremos o seguinte balanço, após a incorporação:

Cia. Alfa
(após a incorporação)

	Método PLR
Contas a receber	80
Estoques	40
Outros realizáveis	15
Ativo imobilizado	130
Total ativo	265
Total exigível	120
Capital	107
Ágio na susbscrição	18
Reservas e lucros acumulados	20
Total passivo	265

O ágio na subscrição de 18 do aumento de capital será posteriormente incorporado ao capital, dando ações bonificadas na igual proporção do PLR da incorporação, ou seja 75% para a Cia. Alfa e 25% para a Cia. Beta. Após a bonificação, o capital passará a ser de 125, com a participação de 94 da Cia. Alfa antiga e 31 da Cia. Beta, representando a proporção do PLR, na ocasião da incorporação, em vez do PLC.

2.3 ASPECTOS SOCIETÁRIOS

A priori, o acionista goza do direito privativo de propriedade sobre o direito de subscrição de novas ações. O direito de preferência é, pois, um dos direitos dos quais não se podem privar os acionistas, quer pelos estatutos, quer pela assembléia-geral, conforme o item *d* do art. 78 do Decreto-lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940 (a Lei das Sociedades por Ações). Em todo aumento de capital da sociedade por subscrição, é assegurado ao acionista o direito de preferência na subscrição do referido aumento, na proporção das ações possuídas, diz o art. 111 do mesmo Decreto-lei.

Todavia, o art. 152, que rege as normas para incorporação de uma sociedade a outra, estabelece que "a sociedade incorporada fará a subscrição em bens pelo valor que se verificar entre o ativo e o passivo". O uso da palavra "subscrição" leva-nos a julgar que o aumento do capital com ágio na incorporação da empresa está devidamente enquadrado no art. 152. Quem participará do aumento do capital neste caso será somente a sociedade incorporada. Então, o direito de preferência de subscrição ao aumento de capital dos acionistas da sociedade incorporadora não foi respeitado?

A opinião estabelecida dos juristas é que, quando os meios de subscrição forem genéricos e uniformes para todos os acionistas, ou seja, somente em dinheiro, o direito de preferência é assegurado. No caso em que os meios de subscrição forem específicos, ou seja, em bens determinados desde que o aumento de capital desta modalidade for aprovado pela assembléia-geral de acionistas, não vigora o direito de preferência.

Conseqüentemente, no caso da incorporação de uma sociedade a outra não se cria o direito de preferência para os acionistas da sociedade incorporadora, porque a subscrição será feita "em bens pelo valor que se verificar entre o ativo e o passivo".

2.4 ASPECTOS FISCAIS

Uma vez que no caso de incorporação os bens representados de direitos e obrigações da sociedade incorporada entram integralmente para a sociedade incorporadora pelo ato de subscrição do aumento de capital, a incorporação, embora importando numa alienação, não é venda, nem circulação de mercadorias.

Configura-se, assim, uma transmissão integral da sociedade incorporada para a incorporadora. A incorporadora, a título universal, sucede em todos os direitos e obrigações da sociedade que se distingue. O valor líquido entre direitos e obrigações é conceituado contabilmente como o patrimônio líquido. Em conseqüência da incorporação, a sociedade incorporadora terá um aumento no seu patrimônio líquido no valor líquido da sociedade incorporada. Repetindo, o aumento de capital da sociedade incorporadora não necessariamente será igual ao valor do patrimônio líquido da sociedade incorporada. Seguramente, a subscrição com ágio é viável, porque o ágio de subscrição constitui uma parte integrante do novo patrimônio líquido da sociedade incorporadora. É reconhecido que o ágio não constitui uma receita tributável. Portanto, a incorporação de uma sociedade a outra com ágio não implica em ato tributável.

2.5 ASPECTOS NO MERCADO DE CAPITAIS

Um dos objetivos da incorporação de uma sociedade a uma outra é freqüentemente o de criar condições mais favoráveis para as ações da sociedade incorporadora nas Bolsas de Valores.

Recentemente, o autor analisou o efeito exponencial de preço/lucro de ações nas bolsas brasileiras de valores.[7] A relação exponencial de P/L é a seguinte: o preço de uma ação de Cr$ 0,40 de lucro por ação, por exemplo, é mais do que o dobro do preço de uma ação de Cr$ 0,20 de lucro por ação. A razão está na proporção mais alta do lucro reinvestido da primeira empresa em relação à segunda. Supondo que ambas as empresas distribuem dividendos de 10% ao ano, a proporção de lucros reinvestidos por ação será de 3 para 1, como demonstramos a seguir:

	1ª	2ª	proporção
	Cr$	Cr$	
Lucro líquido por ação	0,40	0,20	2:1
Dividendos por ação	0,10	0,10	1:1
Lucro reinvestido por ação	0,30	0,10	3:1

Conseqüentemente, um dos princípios da teoria da exponencialidade de preço/lucro é o seguinte:

Quanto mais elevada a proporção do lucro reinvestido, mais alto será o efeito exponencial, desde que a taxa [illegible] retorno interno da empresa supere a ta[illegible] de retorno esperada pelos investido[illegible]

Presentemente, há uma tendência no mercado brasileiro de ações para favorecer ações "menos diluídas", devido parcialmente ao efeito exponencial de P/L. O processo de incorporação de uma empresa a outra com ágio atenderá a esta tendência, pois as ações da sociedade incorporadora estão "menos diluídas" em virtude da retenção de uma parte do valor de patrimônio líquido da empresa incorporada numa conta de reserva para futuro aumento de capital.

3. Precauções de pós-incorporação

Freqüentemente, a falta de compreensão do esquema de equiparação econômica por meio de valores contábeis provoca interpretações indevidas de resultados operacionais dos períodos posteriores à incorporação.

Uma vez que, de acordo com o esquema traçado anteriormente, a maneira pela qual a incorporação realizada visa a atingir a conservação de proporção de interesses econômicos de grupos envolvidos, devemos tomar cuidado com os lançamentos contábeis, cujos fatores geradores se originaram anteriormente à incorporação. Eles podem causar distorções do equilíbrio econômico mantido na época da incorporação, ou influir nos resultados operacionais da época pós-incorporação.

Por exemplo, quando o valor econômico corrente de uma empresa está sendo avaliado, é comum atualizar o valor do ativo imobilizado, por um lado, e a conta a receber, por outro. Um levantamento de desempenho e comportamento da cobrança de títulos a receber serve para estabelecer um valor mais realista para baixas eventuais de títulos incobráveis. Comumente, esta estimativa realista é maior que o valor permitido por lei para a "provisão para devedores duvidosos". Não há, contudo, identificação de títulos de devedores duvidosos e sim um valor calculatório que resultou da aplicação percentual de grau de certeza sobre o recebimento de títulos em aberto. O aumento "econômico" da provisão para devedores duvidosos não poderá, pois, ser considerado, do ponto de vista fiscal, como despesa dedutível na ocasião da incorporação. Por outro lado, a valorização voluntária do ativo imobilizado na época da incorporação, se for contabilizada, será objeto de tributação. Por conseguinte, a modificação da composição e estrutura de ativo e passivo da incorporada, diferentemente dos registros contábeis, mesmo mantendo inalterado o valor do patrimônio líquido, poderá causar efeitos fiscais não desejáveis.

Continuamos com o exemplo anterior nos períodos após a incorporação. Uns títulos em excesso de limite fiscalmente provisionado tornam-se incobráveis e serão levados à conta de "lucros e perdas", afetando e distorcendo o resultado econômico de um exercício posterior à incorporação.

A medida acertada neste caso seria de a nova sociedade contabilizar, dentro do mesmo exercício, uma parte da valorização "econômica" de igual valor do ativo imobilizado para anular o efeito negativo contábil da baixa excessiva de títulos incobráveis. A dedutibilidade fiscal de títulos incobráveis anulará a incidência tributária da valorização do ativo imobilizado.

A atenção para com a necessidade desta compensação ou anulação, evitando distorções inesperadas de resultados operacionais é sumamente importante. A falta desta consciência, às vezes, leva empresários a pensar que a incorporação fracassou porque os resultados posteriores se verificam inferiores aos previstos, devido exatamente à contabilização *a posteriori* de despesas com origem anterior à incorporação.

[1] *Folha de São Paulo*, 6 de julho de 1972. Esta afirmação foi feita no encerramento do Seminário sobre Fusões, Incorporações, e Conglomerados, promovido pelo Sindicato dos Bancos do Estado da Guanabara, ANBID e ADECIF.

[2] Citamos três livros recentes para os interessados no assunto: Maia, J. Motta. *Fusão e incorporação de empresas*. São Paulo, José Buchatsky Editor, 1972; Bugarelli, Waldírio (compilador e comentarista). *Fusão e incorporação de empresas*. São Paulo, Editora Atlas S.A., 1972; Almeida Prado, Flávio. *Fusão! Por que não?* Rio de Janeiro, Livraria José Olympio Editora, 1973.

[3] Mencionamos a seguir alguns artigos recentes para os interessados no assunto: Chambers, John C. & S. Mullick. Determining the acquisition value of a company. *Management Accounting*, Apr. 1970; Cunitz, Jonathan A. Valuing potential acquisitions. *Financial Executive*, Apr. 1971; Kraber, Richard W. Acquisition analysis: new help from your computer. *Financial Executive*, Mar. 1970; Schoeps, Wolfgang. Quanto vale uma empresa? *Revista de Administração de Empresas*, dez. 1972.

[4] Meigs, Johnson & Keller. Treatment of excess of cost over book value. In: *Advanced accounting*, New York; McGraw-Hill Book Co., 1966, p. 250-3.

[5] Recomendamos o seguinte livro para os interessados no assunto de "Fundo de Comércio": Catlett, George R. & Norman O. Olson. *Accounting for goodwill*. New York, American Institute of CPAs. Inc., 1968.

[6] Em detalhes, consultem: Borges, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. Rio de Janeiro, Cia. Editora Forense, 1964, p. 470-3; Álvares, Walter T. *Direito comercial*. São Paulo, Sugestões Literárias S.A., 1969. v. 2, p. 433-6.

[7] Tsukamoto, Yuichi. Teoria da exponencialidade de preço-lucro. *Revista da Bolsa de Valores de São Paulo*, dez. 1971.