

Introdução às Finanças Corporativas

1

OBJETIVOS DE APRENDIZADO

O objetivo deste capítulo é que, ao seu final, você compreenda:

- OA1** Os tipos básicos de decisões da administração financeira e o papel do administrador financeiro.
- OA2** O objetivo da administração financeira.
- OA3** As implicações financeiras dos diferentes tipos de organização de negócios.
- OA4** Os conflitos de interesses que podem surgir entre administradores e proprietários e entre acionistas controladores e não controladores.

A REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

continua a ser uma questão complicada nos Estados Unidos. Está bem claro que a remuneração do CEO cresceu a níveis exorbitantes (pelo menos em alguns casos). Como resposta a isso, a Câmara dos Deputados aprovou o projeto de lei “Say on Pay” (Opinião sobre a Remuneração). O projeto de lei obriga as corporações a permitir que os acionistas votem para decidir a remuneração dos executivos. (Observe que, como o projeto de lei se aplica a corporações, ele não permite que eleitores decidam os honorários dos deputados.)

O objetivo dessa medida é que acionistas possam aprovar ou não os planos de remuneração dos executivos de uma empresa. Como o projeto não é compulsório, ele não permite

que acionistas vetem um pacote de remuneração e não impõe limites à remuneração dos executivos. Algumas empresas já haviam implementado iniciativas que permitiam aos acionistas tomar decisões sobre remunerações antes de o congresso entrar em cena. Em 5 de maio de 2008, a Aflac, empresa de seguros que tem o famoso “pato-voz”, realizou a primeira votação nos Estados Unidos sobre a remuneração dos executivos.

O entendimento de como uma corporação estabelece a remuneração dos executivos e qual o papel dos acionistas no processo nos remete a temas que envolvem a forma de organização e os objetivos e controles das empresas. Abordaremos todos esses assuntos neste capítulo.

Domine a habilidade de solucionar os problemas deste capítulo usando uma planilha. Acesse Excel Master no *site* para estudantes www.grupoa.com.br.

Para começar nosso estudo sobre finanças corporativas e administração financeira modernas, precisamos abordar duas questões centrais. Em primeiro lugar, o que são finanças corporativas e qual o papel do administrador financeiro na empresa? Em segundo lugar, qual é o objetivo da administração financeira? Para descrever o ambiente da administração financeira, consideramos a forma empresarial de organização e discutimos alguns conflitos que podem surgir dentro da empresa. Também examinamos rapidamente os mercados financeiros.

1.1 Finanças corporativas e o administrador financeiro

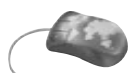
Nesta seção, discutimos o espaço do administrador financeiro dentro da empresa. Começamos definindo o que são finanças corporativas e qual a função do administrador financeiro.

O que são finanças corporativas?

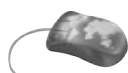
Imagine que você está para abrir seu próprio negócio. Independentemente do tipo de negócio, você terá de responder de alguma forma às três questões a seguir:

1. Quais investimentos de longo prazo você deve fazer? Ou seja, em que ramos de negócios você se encontra e que tipo de instalações, maquinário e equipamento são necessários?
2. Onde você conseguirá o financiamento de longo prazo para pagar o investimento? A empresa terá outros sócios ou tomará dinheiro emprestado?
3. Como administrará suas atividades financeiras diárias, tais como cobrança dos clientes e pagamento dos fornecedores?

Essas com certeza não são as únicas questões, mas estão entre as mais importantes. De modo geral, as finanças corporativas estudam como responder essas três questões. Veremos cada uma delas nos próximos capítulos.



Confira o site vinculado a este texto no endereço www.grupoa.com.br.



Para saber sobre assuntos atuais enfrentados pelos gestores financeiros (os CFOs nos Estados Unidos), acesse www.cfo.com.

O administrador financeiro

Uma característica surpreendente das grandes empresas é o fato de que, em geral, os proprietários (os acionistas) não estão diretamente envolvidos na tomada de decisões dos negócios, principalmente nas decisões diárias. Em vez disso, a empresa emprega administradores que representam os interesses dos proprietários e que tomam decisões em seu nome. Em uma grande empresa, o administrador financeiro se encarrega de responder às três questões que fizemos anteriormente.

A função do administrador financeiro é comumente associada a um alto executivo da empresa, como um vice-presidente de finanças ou um diretor financeiro (em inglês, *chief financial officer* – CFO). A Figura 1.1A é um quadro organizacional simplificado que destaca a atividade financeira de uma empresa grande. Como mostra a figura, o diretor ou o vice-presidente de finanças coordena as atividades do tesoureiro e do *controller*. O *controller* trata da contabilidade financeira e de custos, dos pagamentos de impostos e da administração do sistema de informações. O tesoureiro é responsável por gerenciar o caixa e o crédito da empresa, o planejamento financeiro e os gastos de capital. Essas atividades da tesouraria estão relacionadas às três questões gerais que fizemos anteriormente, e os capítulos seguintes abordam principalmente essas questões. Assim, nosso estudo trata principalmente das atividades que, em geral, estão associadas à tesouraria.

Decisões da administração financeira

Como foi sugerido, o administrador financeiro deve se preocupar com três tipos básicos de perguntas, as quais serão consideradas em maiores detalhes a seguir.

Orçamento de capital A primeira questão diz respeito aos investimentos de longo prazo da empresa. O processo de planejamento e gerenciamento desses investimentos é chamado de **orçamento de capital**. No orçamento de capital, o administrador financeiro tenta identificar oportunidades de investimento que tenham bom custo-benefício. De modo geral, isso significa que o valor do fluxo de caixa gerado por um ativo excede o seu custo de aquisição e manutenção.

Os tipos de oportunidades de investimentos que seriam considerados dependem, em parte, da natureza dos negócios da empresa. Por exemplo, uma decisão importante do orçamento de capital para uma grande varejista como a Walmart seria abrir ou não outra loja. Da mesma maneira, para uma empresa de *software* como a Oracle ou a Microsoft, a decisão de desenvolver e comercializar uma nova planilha eletrônica acarretaria uma grande decisão de orçamento de

orçamento de capital

o processo de planejamento e gestão de investimentos de longo prazo de uma empresa.

capital. Algumas decisões, como qual tipo de sistema de computadores deve ser comprado, podem não depender tanto de um ramo específico de negócios.

Independentemente da natureza específica de uma oportunidade, os administradores financeiros devem se preocupar não apenas com a quantidade de dinheiro que esperam receber, mas também com quando e qual a probabilidade de recebê-lo. A avaliação do tamanho, do tempo e do risco dos fluxos de caixa futuros é a essência do orçamento de capital. Na verdade, como veremos nos capítulos seguintes, sempre que avaliamos uma decisão de negócios, o tamanho, o tempo e o risco dos fluxos de caixa são, sem dúvida, as coisas mais importantes a serem consideradas.

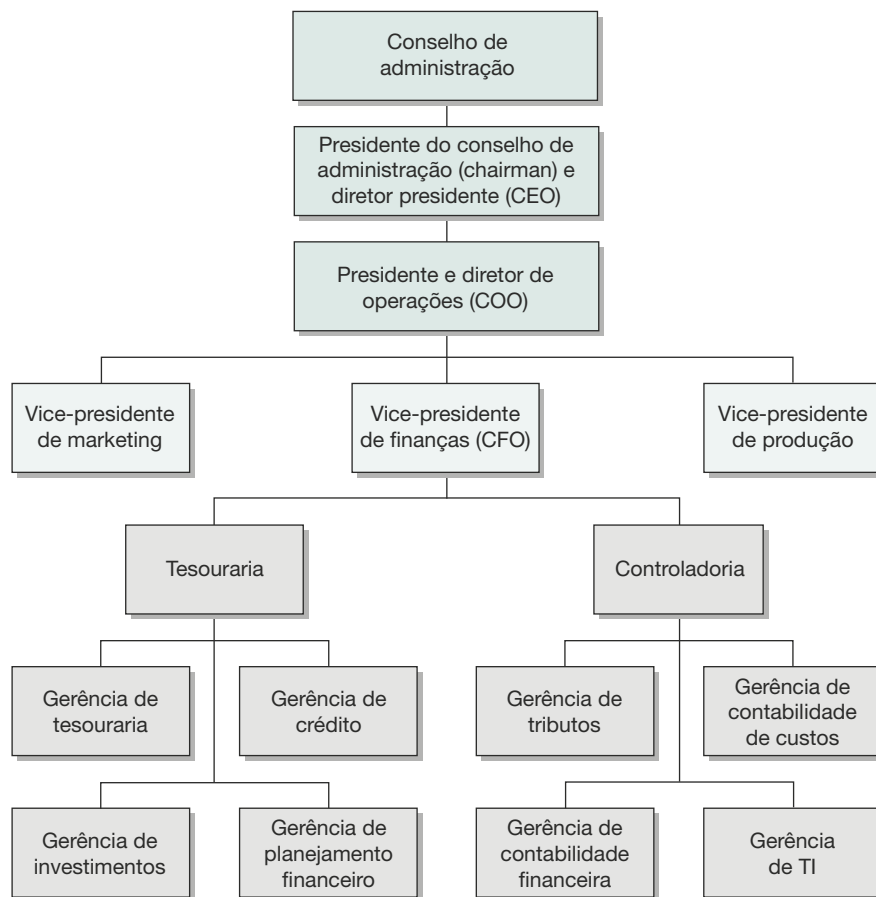


FIGURA 1.1A Quadro organizacional simplificado de uma empresa estadunidense.

É interessante observar que, no quadro das empresas norte-americanas, no topo do organograma está o conselho de administração (CA), e o diretor presidente (CEO) também é presidente do conselho de administração (o CA deveria fiscalizar o CEO); já no Brasil (a Figura 1.1B mostra um quadro organizacional para empresas brasileiras), em primeiro lugar está o acionista. A assembleia de acionistas está acima de toda a estrutura, e, ainda, a assembleia nomeia um conselho fiscal.

Como exemplo, veja o organograma da Gerdau SA disponível em <http://www.gerdau.com/sobre-gerdau/governanca-corporativa.aspx> (acesso em 28/02/2013).

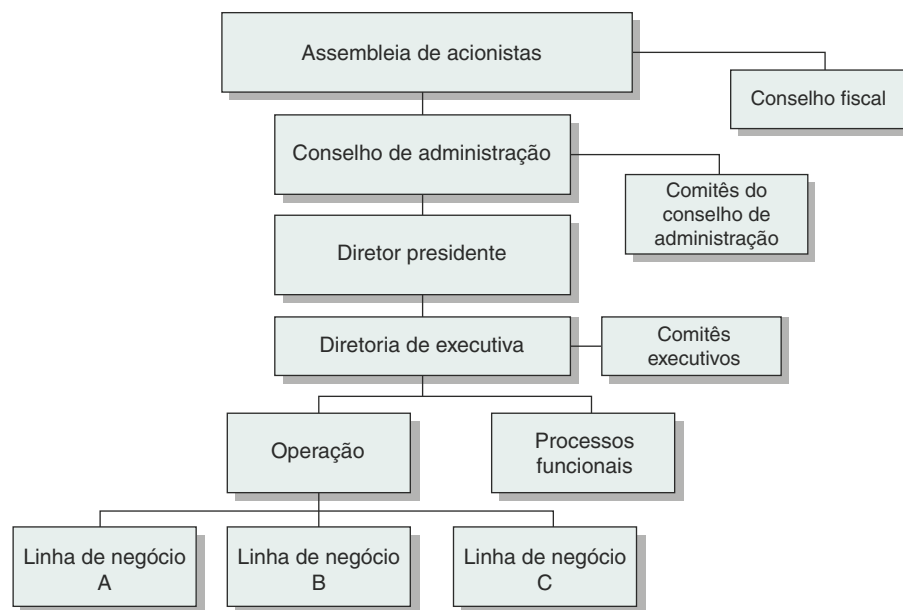


FIGURA 1.1B Quadro organizacional simplificado de uma empresa brasileira.

estrutura de capital
a combinação entre
passivo e patrimônio de
uma empresa.

Estrutura de capital A segunda questão para o administrador financeiro diz respeito a como a empresa obtém e administra o financiamento de longo prazo de que precisa para sustentar seus investimentos de longo prazo. A **estrutura de capital** (ou a estrutura financeira) de uma empresa é a combinação específica entre o exigível a longo prazo e o patrimônio que a empresa usa para financiar suas operações. O administrador financeiro tem duas preocupações nessa área. Em primeiro lugar, quanto a empresa deve tomar emprestado? Ou seja, qual combinação entre passivo e patrimônio é melhor? A combinação escolhida afetará o risco e o valor da empresa. Em segundo lugar, quais são as fontes mais baratas?

Se representarmos a empresa como uma *pizza*, então sua estrutura de capital determina o modo como ela é fatiada – em outras palavras, qual porcentagem do fluxo de caixa vai para os credores e qual vai para os acionistas. As empresas têm uma flexibilidade muito grande na escolha de uma estrutura financeira. Descobrir se uma estrutura é melhor do que qualquer outra é crucial para a questão da estrutura de capital.

Além de decidir a combinação de financiamentos, o administrador financeiro precisa decidir exatamente como conseguir o dinheiro e de que fontes. As despesas associadas aos financiamentos de longo prazo podem ser consideráveis, de modo que várias possibilidades devem ser analisadas com cuidado. Além disso, as empresas tomam dinheiro emprestado de vários financiadores e de maneiras diferentes, às vezes, exóticas. Selecionar credores e tipos de empréstimos é outra tarefa que cabe ao administrador financeiro.

capital circulante
ativos e passivos
circulantes de uma
empresa.

Administração do capital circulante A terceira questão diz respeito à administração do **capital circulante**. O termo capital circulante se refere ao ativo circulante de uma empresa, como estoques, e ao seu passivo circulante, como recursos devidos aos fornecedores. A administração do capital circulante é uma atividade diária para garantir que a empresa tenha recursos suficientes para manter suas operações e evitar interrupções caras. Isso envolve várias atividades relacionadas às entradas e saídas de caixa da empresa.

Algumas perguntas sobre o capital circulante que devem ser respondidas incluem: (1) Quanto de caixa e estoques deve ser mantido? (2) Devemos vender a crédito? Nesse caso, quais condições devemos oferecer e para quem serão concedidas? (3) Como obteremos o financiamento de curto prazo necessário? Compraremos a crédito ou tomaremos empréstimos de curto prazo e pagaremos as compras em dinheiro? Se fizermos empréstimos de curto prazo, como e

onde devemos fazê-lo? Essa é apenas uma pequena amostra das questões que surgem na administração do capital circulante de uma empresa.

Conclusão As três áreas da administração financeira que descrevemos – orçamento de capital, estrutura de capital e administração de capital circulante – são categorias muito amplas. Cada uma delas inclui uma série de tópicos, e indicamos apenas algumas das perguntas que surgem nas diferentes áreas. Os próximos capítulos fornecem maiores detalhes.

Questões conceituais

- 1.1a O que é a decisão do orçamento de capital?
- 1.1b Qual é o nome da combinação entre passivo e patrimônio líquido escolhida por uma empresa?
- 1.1c Em qual categoria de administração financeira se enquadra a administração de caixa?

1.2 Formas de organização de negócios

Quase todas as grandes empresas, como a Ford e a Microsoft, são organizadas como sociedades anônimas de capital aberto (corporações, nos Estados Unidos). Examinaremos as três diferentes formas legais de organização de negócios – a firma individual, as sociedades e as sociedades por ações, de capital aberto – para sabermos o motivo dessa classificação. Cada uma delas tem vantagens e desvantagens distintas em termos de vida do negócio, de capacidade de angariar dinheiro e de impostos. É importante observar que, à medida que a empresa cresce, as vantagens da forma da sociedade por ações, de capital aberto, podem vir a superar as desvantagens.

Empresa individual

A **empresa individual** é aquela que pertence a apenas uma pessoa. Esse tipo de negócio é o mais simples de iniciar e é a forma menos regulamentada de organização. Dependendo do lugar, é possível abrir as portas de uma empresa individual com pouco mais do que uma licença de negócios. Por isso, existem mais empresas individuais do que outros tipos de negócios, e muitos negócios que se tornam grandes corporações começam como pequenas empresas individuais.

No Brasil, a Lei nº 12.441, de 11 de julho 2011, criou a empresa individual de responsabilidade limitada, constituída por uma única pessoa titular da totalidade do capital social integralizado, não inferior a 100 vezes o maior salário-mínimo vigente no país. O nome empresarial deve ser formado pela inclusão da expressão “Eireli” após o nome da firma ou da denominação social. O patrimônio da Eireli é apartado do patrimônio do titular de seu capital social; porém quem constituir empresa individual de responsabilidade limitada somente pode figurar em uma única empresa dessa modalidade.

O proprietário desse tipo de negócio fica com todos os lucros. Essa é a boa notícia. A má notícia é que: (a) o proprietário da Eireli deve integralizar o capital social da empresa em valor correspondente a, no mínimo, 100 vezes o maior salário-mínimo vigente, um valor que muitas vezes não está disponível para o pequeno empresário e que não é exigido na constituição de sociedades limitadas ou por ações; (b) a pessoa física somente pode participar em uma única Eireli, sendo que essa restrição inexistente para as demais pessoas jurídicas. Aplicam-se às Eireli, no que couber, as mesmas regras previstas para as sociedades limitadas previstas no Código Civil Brasileiro.

A vida de uma empresa individual é limitada ao tempo de vida do proprietário, e a quantidade de patrimônio líquido é limitada à quantidade de bens pessoais do proprietário. Essa limitação quase sempre significa que a empresa não consegue explorar novas oportunidades por causa do capital insuficiente. Também pode ser difícil transferir uma empresa individual, pois isso exige a venda de toda a empresa para um novo proprietário.

empresa individual de responsabilidade limitada (Eireli)

negócio que pertence a apenas um indivíduo.



Para mais informações sobre formas de organização de negócios no Brasil consulte: Código Civil Brasileiro (http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm) e a Lei das Sociedades Anônimas (http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm). Para as formas de organização de negócios nos Estados Unidos, consulte a seção “Small Business” no site www.nolo.com.

sociedade

negócio formado por dois ou mais indivíduos ou entidades.

Sociedade

Uma **sociedade** é semelhante a uma empresa individual, exceto que há dois ou mais proprietários (sócios). Em uma sociedade, os parceiros compartilham lucros e prejuízos, e a responsabilidade de alguns ou de todos os sócios pode ser ilimitada por *todas* as dívidas da sociedade, e não apenas por sua parte. A forma como os lucros (e prejuízos) são divididos é descrita no *contrato da sociedade*. O contrato pode ser um contrato oral e informal, tal como “vamos iniciar uma empresa para cortar grama”, mas para se constituir uma sociedade é necessário um documento formal, que pode ser complexo, estabelecendo os objetivos da sociedade e os direitos e deveres dos sócios, devendo ser registrado nas devidas instâncias oficiais.

O Código Civil Brasileiro prevê as seguintes formas de sociedade (preste atenção para as diferenças entre as responsabilidades dos sócios e a possibilidade de o administrador ser ou não sócio):

Sociedades em nome coletivo: constituídas exclusivamente por pessoas físicas; todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais. A responsabilidade dos sócios é entre eles e perante terceiros; o contrato social pode limitar as responsabilidades entre os sócios, sem prejuízo da responsabilidade perante terceiros. A administração da sociedade é exclusiva de sócios.

Sociedade em comandita simples: os sócios têm duas categorias, discriminadas no contrato social: os comanditados, pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, e os comanditários, obrigados somente pelo valor de sua quota. O sócio comanditário participa das deliberações da sociedade e fiscaliza as operações, porém não pode praticar qualquer ato de gestão, nem ter o nome na firma, caso contrário assumirá as responsabilidades de sócio comanditado.

Sociedade limitada: a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, e todos respondem solidariamente pela sua parcela no capital social. O capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas cotas a cada sócio. A administração é de uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado, e é permitida a figura do administrador não sócio.

Sociedade em comandita por ações: tem o capital dividido em ações e é regida pelas normas relativas à sociedade por ações. Porém, somente os acionistas podem administrar a sociedade. O administrador responde subsidiária e ilimitadamente pelas obrigações da sociedade. Se houver mais de um diretor, serão solidariamente responsáveis, depois de esgotados os bens sociais.

Sociedade anônima ou Companhia (a sociedade por ações): nesta, o capital divide-se em ações, e cada sócio ou acionista tem sua obrigação limitada ao capital integralizado ao preço das ações que subscrever ou adquirir. A forma anônima de sociedade é regida por lei separada do Código Civil; ela é regida pela Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) e pode ser aberta ou fechada. Na sociedade por ações, de capital aberto – companhia aberta –, a separação entre propriedade e gestão assume sua forma mais definida.

Uma vez que o sócio de uma sociedade pode ser responsabilizado por todas as dívidas da sociedade, é muito importante definir as responsabilidades de forma clara no contrato social que rege a sociedade. Podem surgir mal-entendidos no futuro, caso os direitos e os deveres dos sócios não sejam estabelecidos com clareza. Além disso, se for um sócio sem ingerência na gestão dos negócios – um sócio comanditário –, você não precisa se envolver muito nas decisões da empresa, a menos que queira assumir as obrigações de um sócio com ingerência na gestão. O motivo é que, se as coisas derem errado, você pode ser considerado sócio responsável, mesmo que alegue ser sócio limitado.

Com base em nossa discussão, as principais desvantagens das empresas individuais e das sociedades como formas de organização de negócios são: (1) responsabilidade em geral ilimitada dos proprietários pelas dívidas da empresa; (2) vida limitada da empresa; e (3) dificuldade de transferência de propriedade. Essas três desvantagens conduzem a um problema central: a capacidade de crescimento do negócio pode ser seriamente limitada pela incapacidade de levantar dinheiro para investir.

Companhia aberta

A **companhia aberta**[†], ou sociedade por ações de capital aberto, é a forma mais importante (em termos de tamanho) de organização de negócios; é uma “pessoa” jurídica separada e distinta de seus proprietários e tem muitos dos direitos, deveres e privilégios de uma pessoa física. As companhias abertas podem tomar dinheiro emprestado e ter propriedades, processar e ser processadas, e celebrar contratos. Uma companhia aberta pode até mesmo ser sócio ou sócio limitado de uma sociedade e ter ações de outra companhia.

Não é de surpreender que começar uma companhia aberta seja mais complicado do que começar outras formas de negócios. A sua formação envolve a preparação de *artigos de incorporação* (ou de um contrato social) e de um conjunto de *estatutos*. Os artigos da incorporação devem conter, entre outros dados, o nome da sociedade, o prazo de funcionamento pretendido (que pode ser para sempre), a finalidade dos negócios e o número de ações que podem ser emitidas.^{††} Os estatutos são regras que descrevem como a companhia regulamenta sua própria existência. Por exemplo, o estatuto descreve como os conselheiros são eleitos. Eles podem ser uma declaração bastante simples, com algumas poucas regras e procedimentos, ou bastante extensos, no caso de uma companhia de grande porte. Eles podem também ser retificados ou prolongados de tempos em tempos pelos acionistas.

Em uma grande empresa, acionistas e administradores formam grupos separados. Os acionistas elegem o conselho de administração, que então seleciona os diretores executivos, encarregados da administração da empresa. No Brasil, conforme a Lei das SAs, a administração é constituída em conjunto pela diretoria executiva e pelo conselho de administração (ou somente pela diretoria executiva naquelas empresas que não têm conselho de administração, o que pode ser o caso em sociedades por ações, de capital fechado). A administração tem a incumbência de administrar os assuntos da empresa pelos acionistas. Em princípio, os acionistas controlam a empresa porque eles elegem os conselheiros.

Como resultado da separação entre propriedade e gestão, a forma da sociedade por ações oferece várias vantagens. A propriedade (representada pelas ações) pode ser transferida facilmente e, portanto, a vida da sociedade não é limitada. A empresa toma dinheiro emprestado em seu próprio nome. Portanto, os acionistas de uma empresa têm apenas responsabilidade limitada pelas dívidas da empresa. O máximo que podem perder é aquilo que investiram (do ponto de vista dos credores, isso significa que os credores de uma sociedade por ações podem ficar na situação de não terem de quem cobrar suas dívidas quando esgotados os recursos da empresa).

A relativa facilidade de transferência de propriedade, a responsabilidade limitada no que se refere às dívidas da empresa e a vida ilimitada da empresa são os motivos pelos quais a forma da sociedade por ações é superior no que diz respeito a levantamento de dinheiro. Se uma empresa precisa de capital novo, por exemplo, ela pode vender novas ações e atrair novos investidores. A Apple é um exemplo. Ela foi pioneira no negócio de computadores pessoais. Quando a demanda por seus produtos explodiu, a Apple teve de mudar para a forma corporativa de organização para angariar o capital necessário e financiar o crescimento e o desenvolvimento de novos produtos. O número de proprietários pode ser enorme; as grandes corporações têm milhares ou mesmo milhões de acionistas. Por exemplo, em 2008, a General Electric Corporation (mais conhecida como GE) teve cerca de 4 milhões de acionistas e cerca de 10 bilhões de ações. Em tais casos, os proprietários podem mudar continuamente sem afetar a continuidade dos negócios.

Nos Estados Unidos, a forma corporativa tem uma desvantagem significativa. Como a corporação é uma pessoa jurídica, ela deve pagar impostos. Além disso, o dinheiro pago aos acionistas na forma de dividendos é tributado novamente como renda pessoal. Isso é *dupla tributação*, ou seja, os lucros corporativos são tributados duas vezes: no âmbito corporativo, quando são recebidos, e no âmbito pessoal, quando são distribuídos. No Brasil, essa desvantagem

companhia aberta
negócio criado como uma entidade legal distinta dos proprietários, com o capital composto por ações.

[†] N. de R. T.: No original “corporation”. Traduzimos por “companhia aberta” por ser a forma como, no Brasil, são referidas as empresas de capital aberto (sociedades por ações, de capital aberto) que mais se aproximam de uma “corporation”.

^{††} N. de R. T.: Nos Estados Unidos, essas informações normalmente devem ser fornecidas para o estado no qual a empresa será incorporada. Lá, para a maioria das finalidades legais, a corporação “reside” naquele estado.

inexiste, pois o resultado tributado na empresa não é tributado para o acionista (exceto quando a distribuição é feita sob a forma de juros sobre o capital próprio).¹

Conforme mostra nossa discussão, a necessidade das grandes empresas terem investidores e credores externos é tanta que a forma de sociedade por ações geralmente é a melhor para tais empresas. Nos capítulos posteriores, nosso foco recairá sobre as sociedades por ações (companhias abertas) por causa da importância delas para as economias mundiais (quando nos referirmos a empresas não brasileiras, utilizaremos o termo “corporação” para companhia aberta, sociedade anônima ou sociedade por ações). Além disso, algumas questões importantes de administração financeira, como política de dividendos, são exclusivas das corporações. Entretanto, negócios de todos os tipos e tamanhos precisam da administração financeira, de modo que a maioria dos assuntos apresentados diz respeito a todas as formas de negócios.

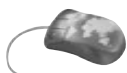
Uma corporação com outro nome...

A forma corporativa de organização apresenta muitas variações ao redor do mundo. Obviamente, as leis e as regulamentações exatas diferem de um país para outro, mas as características essenciais da companhia de capital aberto e da responsabilidade limitada permanecem. Essas empresas quase sempre são chamadas de sociedades anônimas de capital aberto, companhias abertas ou companhias abertas de responsabilidade limitada, dependendo da natureza específica da empresa e do país de origem.

A Tabela 1.1 mostra os nomes de algumas corporações internacionais conhecidas, seus países de origem e uma tradução da abreviação que acompanha o seu nome.

Questões conceituais

- 1.2a** Quais são as três formas de organização de negócios discutidas nesta seção?
- 1.2b** Quais são as principais vantagens e desvantagens das empresas individuais e das sociedades?
- 1.2c** Qual é a diferença entre uma companhia aberta e uma sociedade limitada?
- 1.2d** Por que a forma da sociedade por ações, de capital aberto, é superior em termos de levantamento de dinheiro?



Quão difícil é formar uma LLC? Visite o site www.llc.com e descubra. No caso do Brasil, visite o site do Sebrae (<http://www.sebrae.com.br/>).

1.3 O objetivo da administração financeira

Assumindo que nos restringimos aos negócios com fins lucrativos, o objetivo da administração financeira é ganhar dinheiro ou agregar valor para os proprietários. Obviamente, esse objetivo é um pouco vago, e examinaremos algumas maneiras diferentes de formulá-lo para chegar a uma definição mais exata. Tal definição é importante, porque leva a uma base objetiva para tomar e avaliar decisões financeiras.

¹ Nos Estados Unidos, atualmente, todos os estados possuem leis que permitem a criação de uma forma de organização de negócios relativamente nova: a companhia limitada (limited liability company – LLC). O objetivo dessa entidade é operar e ser tributada como uma sociedade, mas conservar a responsabilidade limitada dos proprietários; assim, a LLC é essencialmente um híbrido entre sociedade e corporação. Embora os estados tenham definições diferentes para as LLCs, o que importa é a Receita Federal (Internal Revenue Service – IRS). O IRS a considera como uma corporação, sujeitando-a a dupla tributação, a menos que ela atenda a determinados critérios específicos. Fundamentalmente, a LLC não pode ter muitas características de corporação, caso contrário será tratada como uma corporação pelo IRS. As LLCs tornaram-se comuns. Por exemplo, a Goldman, Sachs and Co., uma das poucas sociedades remanescentes em Wall Street, resolveu passar de sociedade privada para LLC (mais tarde ela “tornou-se aberta”, transformando-se em uma corporação de capital aberto). A maioria das grandes empresas de contabilidade e escritórios de advocacia se converteu em LLC. Uma outra forma é a corporação S, um tipo especial de corporação pequena que é tributada como uma sociedade e, portanto, não recebe dupla tributação. Em 2008, o número máximo de acionistas de uma corporação S era de cem.

TABELA 1.1 Corporações internacionais

Empresa	País de origem	Tipo de empresa	
		No idioma original	Tradução
Bayerische Motorenwerke (BMW) AG	Alemanha	Aktiengesellschaft	Sociedade por ações, companhia aberta.
Dornier GmbH	Alemanha	Gesellschaft mit Beschränkter Haftung	Companhia com características híbridas entre uma sociedade limitada e uma companhia aberta.
Rolls-Royce PLC	Reino Unido	Public limited company	Companhia aberta, os acionistas têm responsabilidade limitada ao capital.
Shell UK Ltd.	Reino Unido	Limited	Sociedade por ações, companhia aberta.
Unilever NV	Holanda	Naamloze Vennootschap	Misto de sociedade anônima de capital aberto e companhia limitada, os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.
Fiat SpA	Itália	Societa per Azioni	Misto de sociedade anônima de capital aberto e companhia limitada, os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.
Volvo AB	Suécia	Aktiebolag	Misto de sociedade anônima de capital aberto e companhia limitada, os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.
Peugeot SA	França	Société Anonyme	Misto de sociedade anônima de capital aberto e companhia limitada, os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.

Objetivos possíveis

Se pensarmos nos objetivos financeiros possíveis, chegaremos a algumas ideias como as seguintes:

- Sobreviver
- Evitar problemas financeiros e falência
- Superar a concorrência
- Maximizar as vendas ou a participação de mercado
- Minimizar os custos
- Maximizar os lucros
- Manter o crescimento constante dos lucros

Esses são apenas alguns dos objetivos que poderíamos listar. Além disso, cada uma dessas possibilidades apresenta problemas como um objetivo para o administrador financeiro.

Por exemplo, é fácil aumentar a participação de mercado ou as vendas unitárias. Basta diminuirmos nossos preços ou melhorarmos nossas condições de crédito. Da mesma forma, podemos cortar os custos simplesmente eliminando pesquisa e desenvolvimento, e podemos evitar a falência se não tomarmos dinheiro emprestado nem assumirmos riscos, etc. Não está claro se alguma dessas ações busca o melhor interesse dos acionistas.

A maximização dos lucros provavelmente seria o objetivo mais citado, mas mesmo esse objetivo não é muito preciso. Seriam os lucros deste ano? Nesse caso, devemos observar que algumas atitudes, tais como postergar manutenções ou permitir que os estoques se esgotem e assumir outras medidas de corte de custos no curto prazo, tendem a aumentar os lucros no momento presente. Mas essas atividades não são necessariamente desejáveis.

O objetivo de maximizar os lucros pode se referir a algum tipo de lucro “médio” ou “de longo prazo”, mas ainda não está muito claro o que isso significa. Primeiramente, estamos nos referindo a algo como receita líquida contábil ou lucros por ação? Como veremos com mais detalhes no próximo capítulo, esses números contábeis podem estar pouco relacionados com aquilo que é bom ou ruim para a empresa. Em segundo lugar, o que queremos dizer com longo prazo? Como já observou um famoso economista, a longo prazo estaremos todos mortos! Mais

precisamente, esse objetivo não nos diz qual é o balanço adequado entre lucros correntes e lucros futuros.

Os objetivos que listamos aqui são todos diferentes, porém tendem a se enquadrar em duas classes. A primeira delas diz respeito à lucratividade. Os objetivos que envolvem vendas, participação de mercado e controle de custos se relacionam, pelo menos potencialmente, às diferentes maneiras de ganhar ou aumentar os lucros. Os objetivos do segundo grupo, que envolvem evitar a falência, manter a estabilidade e a segurança, se relacionam de alguma maneira ao controle do risco. Infelizmente, esses dois tipos de objetivos são um pouco contraditórios. A busca dos lucros normalmente envolve algum elemento de risco, de modo que não é possível maximizar tanto a segurança quanto o lucro. Assim, precisamos de um objetivo que inclua os dois fatores.

O objetivo da administração financeira

O administrador financeiro toma decisões pelos acionistas da empresa. Por isso, em vez de listar os possíveis objetivos do administrador financeiro, queremos realmente responder uma pergunta mais fundamental: do ponto de vista dos acionistas, o que é uma boa decisão de administração financeira?

Se assumirmos que os acionistas comprem ações porque buscam ganhos financeiros, então a resposta é óbvia: as decisões boas aumentam o valor da ação e as decisões ruins diminuem o valor da ação.

De acordo com nossas observações, o administrador financeiro age em busca do melhor interesse dos acionistas, tomando decisões que aumentam o valor da ação. O objetivo apropriado para o administrador financeiro pode então ser facilmente expressado:

O objetivo da administração financeira é maximizar o valor unitário corrente das ações existentes.

O objetivo de maximizar o valor da ação evita os problemas associados aos diferentes objetivos listados anteriormente. Não há ambiguidade de critério nem problemas de curto prazo *versus* longo prazo. Queremos dizer explicitamente que nosso objetivo é maximizar o valor atual da ação.

Se esse objetivo parece um pouco forte ou unidimensional, lembre-se de que os acionistas de uma empresa são proprietários residuais. Isso quer dizer que eles têm direito apenas àquilo que sobra depois que funcionários, fornecedores e credores (e todos que tenham um direito legítimo de receber algo) forem devidamente pagos. Se qualquer um desses grupos não for pago, os acionistas nada recebem. Assim, se os acionistas estão ganhando porque a parte residual está crescendo, então é porque todos os outros também estão ganhando.

Como o objetivo da administração financeira é maximizar o valor da ação, precisamos aprender como identificar os investimentos e combinações de financiamento que têm impacto favorável sobre o valor da ação. É exatamente isso que vamos estudar. De fato, poderíamos ter definido *finanças corporativas* como o estudo do relacionamento entre as decisões de negócios e o valor da ação da empresa.

Um objetivo mais geral

Dado nosso objetivo (maximizar o valor da ação), surge uma questão óbvia: qual é o objetivo apropriado quando a empresa não negocia suas ações? Sem dúvida, as companhias abertas não são o único tipo de empresa, e as ações de muitas companhias abertas não mudam de mãos, de modo que é difícil saber qual o valor por ação em determinado momento.

Enquanto estivermos lidando com empresas com fins lucrativos, somente é necessária uma pequena modificação. O valor total do capital próprio de uma sociedade por ações é igual ao valor do patrimônio dos proprietários. Assim, um modo mais geral de declarar nosso objetivo é o seguinte: maximizar o valor de mercado do patrimônio dos proprietários. Tendo isso em

mente, não importa se a empresa é uma empresa individual, uma sociedade ou uma companhia aberta. Para cada uma delas, as boas decisões financeiras aumentam o valor de mercado do patrimônio dos proprietários, e as decisões financeiras ruins o diminuem. Na verdade, embora iremos nos concentrar nas companhias abertas nos próximos capítulos, os princípios desenvolvidos aplicam-se a todas as formas de negócios. Muitos deles aplicam-se até mesmo ao setor de organizações sem fins lucrativos.

Por último, nosso objetivo não quer dizer que o administrador financeiro deva tomar medidas ilegais ou antiéticas na esperança de aumentar o valor patrimonial da empresa. Apenas defendemos que o administrador financeiro atenda melhor aos proprietários da empresa identificando bens e serviços que agreguem valor, porque eles são desejados e valorizados no mercado.

Sarbanes-Oxley

No plano internacional, uma lei americana afetou a forma de divulgação de informações das empresas listadas em qualquer bolsa. Em resposta aos escândalos corporativos em companhias como a Enron, WorldCom, Tyco e Adelphia, em 2002, o Congresso dos Estados Unidos promulgou a lei Sarbanes-Oxley. A lei, mais conhecida como “Sarbox” (no Brasil, referida como SOX), destina-se a proteger os investidores norte-americanos dos abusos corporativos. Por exemplo, uma seção da SOX proíbe empréstimos pessoais de uma empresa para seus executivos, tais como aqueles que foram recebidos pelo CEO Bernie Ebbers, da WorldCom.

Uma das principais seções da SOX entrou em vigor em 15 de novembro de 2004. A Seção 404 exige, entre outras coisas, que cada relatório anual de uma empresa tenha uma avaliação da estrutura de controles internos e dos relatórios financeiros. Em seguida, o auditor tem de analisar e atestar a avaliação da administração sobre essas questões.

A SOX contém outras exigências-chave. Por exemplo, os executivos da companhia devem examinar e assinar os relatórios anuais. Eles precisam declarar explicitamente que o relatório anual da administração não contém afirmações falsas ou omissões importantes, que as demonstrações financeiras representam de modo justo os resultados financeiros e que são responsáveis por todos os controles internos. Por último, o relatório anual deve listar qualquer deficiência dos controles internos. Em essência, a SOX responsabiliza a administração da empresa pela exatidão de suas demonstrações financeiras.

Devido a suas extensas exigências de divulgação, atender à SOX pode custar muito caro, o que levou a resultados não desejados. Desde a sua implementação, centenas de empresas abertas, norte-americanas e estrangeiras, listadas nos Estados Unidos, decidiram “sumir dos holofotes”, tirando suas ações da bolsa de valores, caso em que a SOX não tem vigor. A maioria dessas companhias declarou que fez isso para evitar os custos de conformidade. Ironicamente, em tais casos, a lei teve o efeito de eliminar, e não de estimular a abertura de informações das empresas.

É provável que a SOX também tenha afetado o número de empresas que iriam abrir seu capital nos Estados Unidos. Em vez disso, muitas empresas estadunidenses optaram por abrir seu capital no Mercado Alternativo de Investimentos (Alternative Investment Market – AIM) da Bolsa de Valores de Londres. A economia em custos pode ser enorme, especialmente para empresas pequenas. Por exemplo, a Pronotex Technologies, desenvolvedora de células de combustível com sede em Suthborough, Massachusetts, estimou que os custos de atender às regras de conformidade e os custos de correspondências para os acionistas para poder ser listada no AIM são de cerca de \$1 milhão por ano. Em contraste, o custo anual para constar na lista da Nasdaq seria em torno de \$3 milhões, com uma grande parte desse acréscimo em razão das exigências de conformidade para com a SOX.

É preciso lembrar que a SOX é uma lei norte-americana, específica para as empresas listadas nas bolsas nos Estados Unidos. Entretanto, dado o desenvolvimento do mercado de capitais estadunidense, as fraudes lá perpetradas exigiram um aparato defensivo elaborado e detalhado que acaba servindo de base para outros mercados. Aqui no Brasil isso não é diferente; some-se a isso o fato de que grande parte das principais empresas brasileiras tem títulos listados na Nyse, o que exige que as suas divulgações sigam o padrão SOX. Dado que a Comissão de Valores Mo-



Para saber mais sobre a lei Sarbanes-Oxley, visite o site www.sarbanes-oxley.com.

biliários (CVM) brasileira exige que as divulgações realizadas pelas empresas listadas no Brasil tragam as mesmas informações em todos os mercados (se fosse diferente, acionistas em alguns mercados teriam informações mais completas ou diferentes das fornecidas para acionistas em outros mercados), o padrão de divulgação no mercado brasileiro, das empresas brasileiras listadas nos Estados Unidos, também acaba seguindo o padrão SOX.

Para essa convergência de práticas de divulgação, contribui também o fato de que as grandes firmas de auditoria que atuam no Brasil têm atuação global e se submetem à fiscalização do PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*, instituído pela SOX para fiscalizar as firmas de auditoria (ver em <http://pcaobus.org/Pages/default.aspx>). Isso faz que suas práticas de auditoria estejam alinhadas às exigências da SOX, o que acaba refletindo nas práticas de auditoria no Brasil.

Questões conceituais

- 1.3a** Qual é o objetivo da administração financeira?
- 1.3b** Quais são algumas das desvantagens do objetivo de maximizar os lucros?
- 1.3c** Você consegue fornecer uma definição de finanças corporativas?

1.4 O problema de agência e o controle da empresa

Já vimos que o administrador financeiro busca o melhor interesse dos acionistas, adotando medidas que aumentam o valor das ações. Entretanto, também vimos que, em grandes corporações, a propriedade pode se diluir em um número enorme de acionistas. Essa dispersão de propriedade, sem dúvida, significa que quem realmente controla a empresa é a sua administração. Nesse caso, a administração agirá necessariamente para buscar o melhor interesse dos acionistas? Em outras palavras, a administração não poderia buscar seus próprios objetivos em detrimento dos acionistas? Nas próximas páginas, faremos uma consideração rápida sobre alguns dos argumentos relacionados a essa questão.

Relacionamentos de agência

O relacionamento entre acionistas e administradores é chamado de *relacionamento de agência*. Tal relacionamento existe sempre que alguém (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para representar seus interesses. Por exemplo, você pode contratar alguém (um agente, representante seu) para vender um carro seu enquanto você está na escola. Nesses relacionamentos, existe a possibilidade de conflitos de interesses entre principal e agente. Tal conflito é um **problema de agência**.

Suponhamos que você contrate alguém para vender seu carro e que concorda em pagar a essa pessoa uma comissão fixa quando o carro for vendido. O incentivo do representante, nesse caso, é fazer a venda, não necessariamente conseguir o melhor preço. Se você oferecer uma comissão de, por exemplo, 10% sobre o preço da venda em vez de uma comissão fixa, então provavelmente não haverá esse problema. Esse exemplo mostra que a maneira como um agente é pago afeta os problemas de agência.[†]

Objetivos da administração

Para ver como os interesses de administradores e acionistas podem ser diferentes, imagine que a empresa esteja considerando um novo investimento, que deve ter impacto favorável sobre o valor das ações mas que também é um empreendimento relativamente arriscado. Os proprietários da empresa vão querer fazer o investimento (porque o valor da ação subirá), mas os administradores podem não querer, porque existe a possibilidade de que as coisas não deem certo e

problema de agência
a possibilidade de conflitos de interesses entre os acionistas e a administração de uma empresa.

[†] N. de R. T.: Já se tornaram usuais nos textos do Brasil os termos “principal” e “agente” no contexto da “teoria da agência”.

eles percam seus empregos. Se a administração não aceitar o investimento, os acionistas podem perder uma oportunidade valiosa. Este é um exemplo de um custo de agência.

De modo mais geral, o termo *custo de agência* se refere aos custos do conflito de interesses entre acionistas e administradores. No contexto brasileiro, a administração da maior parte das empresas de capital aberto é exercida por acionistas controladores definidos; então o conflito de agência no Brasil, e os custos decorrentes, são derivados principalmente da possível divergência entre acionistas controladores e acionistas não controladores. Por exemplo, controladores podem se apropriar de “rendas de controle” que podem resultar de escolhas decisórias que beneficiam partes relacionadas aos controladores, ou que derivam da apropriação de benefícios privados, como empréstimos da empresa aos controladores, aeronaves de uso dos controladores com os custos pagos pela empresa aberta, etc.

Os custos de agência podem ser diretos ou indiretos. Um custo de agência indireto é uma oportunidade perdida, como a que acabamos de descrever.

Os custos diretos de agência são de dois tipos. O primeiro é um gasto da empresa que beneficia a administração, mas que custa para os acionistas. A compra de um jatinho luxuoso e desnecessário pode ser vista como um gasto desse tipo. O segundo tipo é uma despesa que surge da necessidade de monitorar as ações dos administradores. O pagamento de auditores externos para avaliar a exatidão das informações das demonstrações financeiras seria um exemplo disso.

Às vezes, argumenta-se que, se deixados por conta própria, os administradores tenderiam a maximizar os recursos sobre os quais têm controle ou, de maneira geral, o poder ou a riqueza da empresa. Esse objetivo levaria a uma ênfase excessiva no tamanho ou no crescimento da empresa. Por exemplo, são comuns os casos em que uma administração é acusada de realizar gastos muito superiores ao valor de mercado na compra de outra empresa, apenas para aumentar o tamanho da empresa que controlam ou para demonstrar poder empresarial. Obviamente, se o gasto exagerado ocorrer realmente, tal compra não beneficiará os acionistas da empresa compradora.

Nossa discussão indica que, no caso de empresas dominadas pelos gestores, a administração pode tender a enfatizar excessivamente a sobrevivência organizacional para garantir os seus empregos. Além disso, a administração pode não gostar de interferência externa, de modo que a independência e a autossuficiência corporativa podem ser objetivos importantes para os administradores desse tipo de empresa.

Os administradores buscam os interesses dos acionistas?

Nas empresas controladas por gestores que não são acionistas controladores, o fato de os administradores realmente buscarem o melhor interesse dos acionistas vai depender de dois fatores. Em primeiro lugar, os objetivos dos administradores estão mesmo alinhados aos objetivos dos acionistas? Essa pergunta se relaciona, pelo menos em parte, ao modo como os administradores são remunerados. Em segundo lugar, a administração pode ser substituída se não buscar os objetivos dos acionistas? Essa pergunta se relaciona ao controle da empresa. Como discutiremos, existem vários motivos para pensar que, mesmo nas grandes empresas, os administradores têm um incentivo significativo para buscar o melhor interesse dos acionistas.

Como afirmamos anteriormente, no caso brasileiro, de um modo geral os acionistas controladores exercem a direção e gestão dos negócios, se não na qualidade de executivos, pelo controle do conselho de administração e, de perto, pelo controle do grupo de executivos. Nessa situação, o conflito entre administração e acionista tende a ser mínimo; o conflito potencial maior é de outra natureza, é o que pode ocorrer entre acionistas controladores e acionistas não controladores, como mencionamos antes.

Remuneração dos administradores É comum que a administração tenha incentivos econômicos significativos para aumentar o valor das ações por dois motivos. Primeiramente, a remuneração dos executivos, particularmente os do primeiro escalão, está ligada não só ao desempenho financeiro, mas também quase sempre ao valor da ação da companhia. Por exemplo, os administradores frequentemente recebem opções para comprar ações a preços de barganha. Quanto mais valer a ação, mais valiosa é essa opção. Na verdade, as opções são muito utilizadas para

motivar os funcionários de todos os tipos, e não apenas os administradores de primeiro escalão. Por exemplo, em 2007, o Google anunciou a emissão de novas opções de ações para 16 mil funcionários, dando à sua força de trabalho uma participação significativa no preço de mercado de suas ações e alinhando os interesses dos funcionários aos dos acionistas. Muitas outras corporações, grandes e pequenas, têm adotado políticas semelhantes.

O segundo incentivo que os administradores têm se relaciona às perspectivas de emprego. Os administradores com melhor desempenho tendem a ser promovidos. De forma geral, os administradores bem-sucedidos na busca dos objetivos dos acionistas serão mais procurados pelo mercado de trabalho e, assim, poderão exigir maiores salários.

Na verdade, os administradores bem-sucedidos nesse quesito podem receber enormes recompensas. Por exemplo, um dos executivos mais bem pagos em 2007 foi Lawrence Ellison, o CEO da Oracle; de acordo com a revista Forbes, ele recebeu cerca de \$193 milhões. A título de comparação, Ellison recebeu menos que J.K. Rowling (\$300 milhões) e Oprah Winfrey (\$275 milhões), mas muito mais que Tiger Woods (\$115 milhões). No período de 2003 a 2007, o CEO da Apple, Steve Jobs, foi o executivo mais bem pago, ganhando em tomo de \$661 milhões. Informações sobre a remuneração dos executivos, e muitas outras informações sobre quase todas as empresas abertas, podem ser encontradas facilmente na Internet. A seção Exercícios na Internet mostra como fazer isso. No caso brasileiro, esta informação estará disponível no formulário de referência de forma agregada entre valor mínimo e máximo separando a remuneração do conselho e da diretoria executiva válida somente para exercício.



Questões
de ética nos negócios são
abordadas em
www.business-ethics.com.

Controle da empresa Em última instância, o controle da empresa está nas mãos dos acionistas. Eles elegem o conselho de administração que, por sua vez, contrata e demite os administradores. O fato de os acionistas controlarem a corporação ficou bastante claro pela experiência de Steve Jobs na Apple. Embora ele tenha sido o fundador da empresa e responsável pelos produtos de maior sucesso, houve um momento em que os acionistas, por meio de seus conselheiros eleitos, resolveram que a Apple estaria melhor sem ele e, assim, ele foi mandado embora. Posteriormente, ele foi recontratado e ajudou a empresa a recuperar-se com novos produtos, tais como o iPod e o iPhone.

Nos Estados Unidos, um mecanismo importante que os acionistas descontentes podem usar para substituir a administração é chamado de *disputa por procurações de voto*. A procuração de voto é uma autorização para votar com ações de outro. Uma disputa por procurações de voto se desenvolve quando um grupo faz ofertas agressivas por procurações para substituir o conselho existente e, portanto, substituir os administradores existentes. Por exemplo, no início de 2002, a proposta de incorporação entre a Hewlett-Packard (HP) e a Compaq deflagrou uma das disputas por procurações de voto mais divulgadas, amargas e caras da história, atingindo bem mais de \$100 milhões. Um grupo de acionistas, incluindo Walter B. Hewlett (membro do conselho e herdeiro de um cofundador da HP), se opôs à incorporação e iniciou uma disputa por procurações de voto para assumir o controle da HP. Outro grupo, liderado pela CEO da HP, Carly Fiorina, apoiava a incorporação. Em uma votação muito apertada, Fiorina venceu, a incorporação prosseguiu e Hewlett renunciou ao cargo no conselho de administração.

No Brasil, disputas por procurações não são o caminho usual para afastar a direção de uma empresa pelo simples fato de que raramente as ações com direito a voto têm suficiente dispersão no mercado para permitir isso. Mesmo no caso das empresas listadas no Novo Mercado (para as quais a totalidade das ações emitidas tem poder de voto) observa-se a existência de blocos de controle majoritários, tornando inútil a busca de votos que se revelarão insuficientes para mudar decisões nas assembleias de acionistas.

Outra maneira de substituir a administração é por meio de aquisição da empresa. Empresas mal administradas são mais atraentes como aquisições do que as bem administradas, porque o potencial de lucro é maior. Assim, evitar uma aquisição por outra empresa é algo que dá à administração um incentivo para agir no interesse dos acionistas. Por exemplo, em 2008, o portal Web Yahoo! estava lutando contra uma oferta pública indesejada de aquisição de \$42 bilhões feita pela gigante dos *software* Microsoft. A administração do Yahoo! alegou que a oferta subestimava significativamente o valor da empresa, embora fosse 62% maior que o então preço

corrente das suas ações. Em uma tentativa de frustrar a tentativa de aquisição, o Yahoo! fechou um contrato de publicidade com o rival *site* de buscas Google e começou a discutir com outras empresas, tais como a AOL, sobre uma possível fusão.

No Brasil, uma forma de buscar o alinhamento de interesses entre acionistas e a gestão das empresas listadas foi a instituição dos segmentos especiais de listagem de ações da BM&FBOVESPA, segregados por níveis de governança corporativa.

O Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa criados pela BM&FBOVESPA[†]

Os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e BOVESPA Mais) foram criados pela BM&FBOVESPA há mais de 10 anos, no momento em que a Bolsa percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atraindo novos investidores e novas empresas, era preciso ter segmentos de listagem com regras rígidas de governança corporativa. No Capítulo 15 você vai encontrar mais informações sobre os níveis de governança relacionados ao momento da oferta pública de ações pela empresa.

Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/As.) e melhoram a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem.

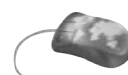
Além disso, regras mais rígidas reduzem o risco dos investidores que decidem ser sócios destas empresas, graças aos direitos e garantias asseguradas aos acionistas e a divulgação de informações mais completas, que reduzem as assimetrias de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado.

As empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA devem ter elevados padrões de governança corporativa; elas também só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias nominativas (ON).

Por se tratar de uma mudança relevante na estrutura de capital das empresas, é mais comum que a decisão de integrar o segmento especial de listagem do Novo Mercado seja tomada quando da abertura de capital.

Principais regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e aos direitos dos acionistas

- o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- no caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
- em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- o conselho de administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e todos os conselheiros devem ter mandato máximo de dois anos;
- a companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado (*free float*);
- divulgação de dados financeiros deve ser mais completa que a exigida em lei, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- a empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- a empresa deve divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia por diretores, executivos e acionistas controladores.



Para saber mais sobre o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa, visite o site www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp

[†] N. de E.: Material cedido pelo Instituto Educacional BM&FBOVESPA (www.bmfbovespa.com.br/educacional).

O **Nível 2** exige que as companhias aceitem e cumpram todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, com algumas exceções. As empresas listadas no Nível 2 têm o direito de manter ações preferenciais nominativas (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o direito de *tag along*, no mínimo, de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador (no Novo Mercado essa exigência é de 100%).

As ações preferenciais ainda dão direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

O **Nível 1** exige que as empresas adotem práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, devem divulgar informações adicionais às exigidas em lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociação feita por diretores, executivos e acionistas controladores e sobre operações com partes relacionadas. Companhias listadas nesse segmento devem também manter um *free float* mínimo de 25%.

O segmento especial de listagem **BOVESPA Mais** foi idealizado pela BM&FBOVESPA para tornar o mercado de ações brasileiro acessível a um número maior de empresas, especialmente àquelas que desejam entrar no mercado aos poucos, como empresas de pequeno e médio porte, que consideram o mercado de capitais uma importante fonte de recursos e que buscam adotar estratégias diferentes de ingresso: captação de volumes menores, aumento de exposição junto ao mercado para criar valor e realização de distribuições de valores mobiliários mais concentradas, por exemplo.

As empresas listadas no BOVESPA Mais tendem a atrair investidores que percebem nelas um potencial de desenvolvimento mais acentuado, quando comparadas com empresas listadas no mercado principal.

As regras de listagem do BOVESPA Mais são semelhantes às do Novo Mercado e, da mesma forma, as empresas nele listadas assumem compromissos de elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado.

A Tabela 1.2 resume as principais diferenças entre os segmentos especiais de listagem do mercado de ações na BM&FBOVESPA.

TABELA 1.2 Principais diferenças entre os segmentos especiais de listagem do mercado de ações na BM&FBOVESPA

	BOVESPA Mais	Novo mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano de listagem ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das ações emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da câmara de arbitragem do mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Conclusão A teoria e as evidências disponíveis são coerentes com a visão de que os acionistas controlam a empresa e de que a maximização da riqueza do acionista é o objetivo mais impor-

tante da empresa. Mesmo assim, sem dúvida há momentos em que os objetivos dos administradores tomam a dianteira em detrimento dos acionistas, ao menos temporariamente.

Públicos de relacionamento (*stakeholders*)

Nossa discussão até aqui faz parecer que a administração e os acionistas são as únicas partes que têm interesse nas decisões da empresa. Sem dúvida, essa é uma visão muito simplificada dos fatos. Funcionários, clientes, fornecedores e até mesmo o governo têm interesse financeiro na empresa.

Juntos, esses diversos grupos são chamados de **públicos de relacionamento**. Em geral, uma parte interessada é alguém que não é acionista ou credor e que tem um interesse potencial sobre os fluxos de caixa da empresa. Tais grupos também tentarão exercer controle sobre a empresa, talvez em detrimento dos proprietários.

público de relacionamento (*stakeholder*)

alguém que não é acionista ou credor e que tem um interesse potencial sobre os fluxos de caixa da empresa.

Questões conceituais

- 1.4a O que é um relacionamento de agência?
- 1.4b O que são problemas de agência e como eles surgem? O que são custos de agência?
- 1.4c Que incentivos os administradores de corporações grandes recebem para maximizar o valor das ações?

1.5 Mercados financeiros e a empresa

Já vimos que as principais vantagens da sociedade por ações como forma de organização de empresas são que a propriedade pode ser transferida de forma mais rápida e fácil do que em outras formas de organização e que é possível angariar dinheiro com maior facilidade. As duas vantagens são ampliadas significativamente pela existência de mercados financeiros, os quais desempenham um papel muito importante nas finanças corporativas.

Fluxos de caixa na empresa

A interação entre a sociedade por ações e os mercados financeiros é ilustrada na Figura 1.2. As setas da figura indicam a passagem do dinheiro dos mercados financeiros para a empresa e dela para os mercados financeiros.

Suponhamos que uma empresa inicia vendendo ações e tomando dinheiro emprestado para levantar fundos. O dinheiro flui dos mercados financeiros para a empresa (A). A empresa investe o dinheiro em ativos circulantes e permanentes (B). Esses ativos geram dinheiro (C), parte do qual vai para o pagamento dos impostos da pessoa jurídica (D). Após o pagamento dos impostos, parte desse fluxo de caixa é reinvestida na empresa (E). O restante volta para os mercados financeiros como dinheiro pago aos credores e acionistas (F).

Um mercado financeiro, assim como qualquer mercado, é apenas uma forma de reunir compradores e vendedores. Nele, títulos de dívida e ações são comprados e vendidos. Entretanto, os mercados financeiros diferem nos detalhes. As diferenças mais comuns dizem respeito aos tipos de títulos negociados, a como a negociação é conduzida e a quem são os compradores e os vendedores. Algumas dessas diferenças são discutidas a seguir.

Mercados primários versus mercados secundários

Os mercados financeiros funcionam como mercados primários e secundários para os títulos de dívida e ações. O termo *mercado primário* refere-se à venda original de títulos pelos governos e pelas empresas. Os *mercados secundários* são aqueles nos quais esses títulos são comprados e vendidos após a venda original. As ações, obviamente, só são emitidas pelas empresas. Os títulos da dívida são emitidos pelos governos e pelas empresas. Na discussão a seguir, nossa atenção recai apenas sobre os títulos de empresas.

EXERCÍCIOS NA INTERNET

A **Internet** é um lugar interessante para aprender mais sobre empresas individuais, e há uma série de *sites* que podem ajudar. Tente acessar o *site* finance.yahoo.com. Nele vá ao pé da página inicial e clique em **Brazil**. Você verá algo assim:



Para encontrar uma empresa, você deve saber qual o seu código de negociação na bolsa de valores, um identificador exclusivo que contém de uma a quatro letras. Você pode encontrar os códigos de negociação das ações na BM&FBOVESPA, consultando a página <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>. Por exemplo, escolha a letra “V” e a empresa Vale; no *site* do finance.yahoo.com digitamos VALE3. A figura a seguir mostra parte do resultado obtido:



Existem muitas informações e muitos *links* que você pode explorar, então aproveite. Esperamos que tudo isso faça sentido pra você!

Questões

1. Acesse finance.yahoo.com e encontre as cotações atuais das ações PETR4 da Petrobras, EMBR3 da Embraer e GGBR3 da Gerdau.
2. Encontre uma cotação da American Express (AXP) e siga o *link* “Key Statistics”. Que informações estão disponíveis nesse *link*? O que quer dizer mrq, ttm, yoy e lfy?

Mercados primários Em uma transação feita no mercado primário, a empresa é a vendedora e quem recebe dinheiro. As empresas realizam dois tipos de transações no mercado primário: ofertas públicas e colocações privadas. Uma oferta pública, como o nome sugere, envolve a venda de títulos para o público em geral, enquanto a colocação privada é uma venda negociada que envolve compradores específicos.

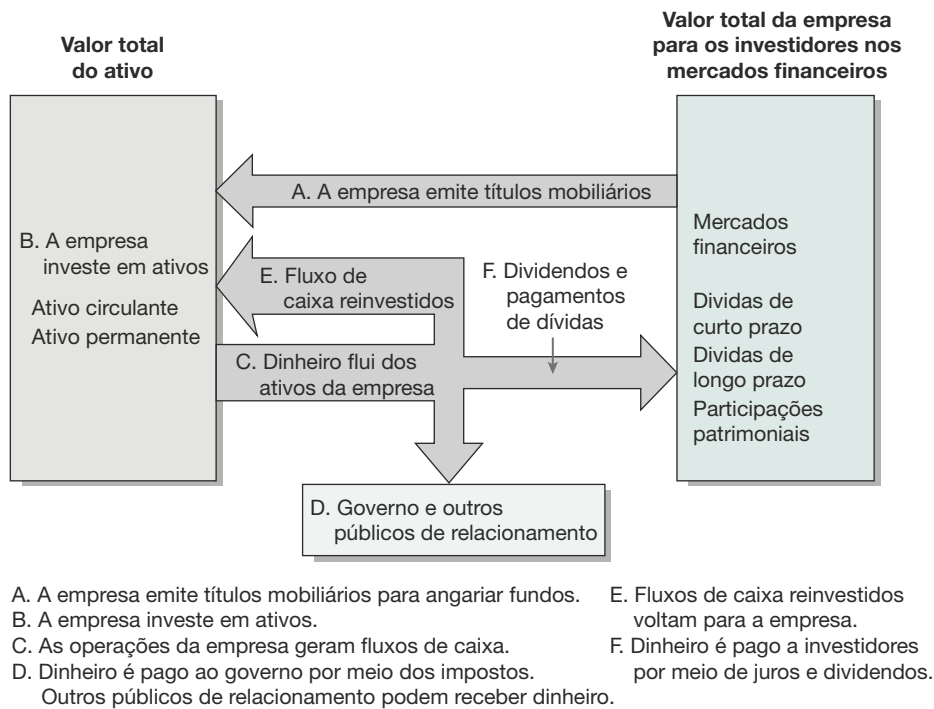


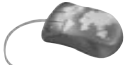
FIGURA 1.2 Fluxos de caixa entre a empresa e os mercados financeiros.

Por lei, as ofertas públicas de dívidas e ações devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O registro exige que a empresa divulgue uma grande quantidade de informações antes da venda de qualquer título mobiliário. Os custos contábeis, jurídicos e de venda das ofertas públicas podem ser consideráveis.

Para evitar as diversas exigências regulatórias e as despesas das ofertas públicas, títulos de dívidas podem ser vendidos em colocações privadas para investidores qualificados, como fundos de investimento de grandes instituições financeiras, companhias de seguros ou fundos mútuos. Tais colocações privadas têm menos exigências da CVM e não exigem o envolvimento de agentes de subscrição[†] (bancos de investimento especializados em vendas de títulos mobiliários ao público).

Mercados secundários Uma transação do mercado secundário é uma venda entre um proprietário ou credor e outro. Assim, são os mercados secundários que oferecem os meios para a transferência da propriedade de títulos de empresas. Embora uma empresa esteja diretamente envolvida apenas em transações de mercado primário (quando ela vende títulos mobiliários para captação de fundos), os mercados secundários ainda são essenciais para as grandes empresas. Isso se dá porque os investidores estarão muito mais dispostos a comprar títulos mobiliários em uma transação do mercado primário quando sabem que esses títulos poderão ser negociados posteriormente, quando desejarem.

Mercado de balcão versus mercado de bolsa Há dois tipos de mercados secundários: mercados de balcão e mercados de bolsa. As corretoras atuam em ambos e compram e vendem para si mesmas, por seu próprio risco, ou para terceiros. É como um vendedor de carros, por exemplo, que compra e vende automóveis por conta própria, ou para terceiros. Já operadores e corretores que trabalham para terceiros conectam compradores e vendedores, mas eles não possuem realmente a mercadoria que é comprada ou vendida. Um corretor imobiliário, por exemplo, normalmente não compra e vende casas.

 Para aprender mais sobre a CVM – Comissão de Valores Mobiliários –, o regulador dos mercados de títulos mobiliários do Brasil, acesse www.cvm.gov.br. Para aprender mais sobre a SEC – Securities Exchange Commission –, o regulador do mercado de títulos mobiliários dos Estados Unidos, acesse www.sec.gov.

[†] N. de R. T.: No original, *underwriters*.

Os mercados de ações e de títulos de dívida que funcionam fora de bolsas como a BM&FBOVESPA são chamados de *mercados de balcão* (Over The Counter – OTC). A maioria das negociações de títulos de dívida ocorre nesses mercados. A expressão *mercado de balcão* refere-se ao tempo em que os títulos mobiliários eram literalmente comprados e vendidos em balcões de escritório. Atualmente, uma fração significativa do mercado de ações e quase todo o mercado de dívida de longo prazo não têm localização central; as corretoras estão conectadas por meio eletrônico.

Os mercados de bolsa diferem dos mercados de balcão de duas maneiras. Em primeiro lugar, um mercado de bolsa funciona como pregão e tem uma localização física (como Wall Street, para a Nyse ou a Rua XV de Novembro para a BM&FBOVESPA), e seus negócios têm ampla divulgação. Em segundo lugar, em um mercado de balcão, as compras e vendas são realizadas diretamente entre corretoras, e há menor ou nenhuma divulgação dos preços praticados. A principal finalidade de um mercado de bolsa, por outro lado, é reunir vendedores e compradores num local. Já um mercado de balcão pode ser um sistema de interconexão eletrônica entre compradores e vendedores, com a interveniência de corretoras.[†]

Negociação de títulos de empresas As ações da maioria das grandes empresas são comercializadas nos mercados de pregão organizados em bolsa. Nos Estados Unidos, a Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange – Nyse) é responsável por mais de 85% de todas as ações negociadas nos mercados de pregão do país. Outros mercados de pregão nos Estados Unidos incluem a Bolsa de Valores Norte-Americana (American Stock Exchange – Amex) e bolsas regionais, como a Bolsa de Valores do Pacífico.

No Brasil, temos a BM&FBOVESPA. As ações são negociadas no Mega Bolsa, sistema eletrônico de negociação. Por ele, a oferta de compra ou venda é feita através de terminais de computador. O encontro das ofertas e o fechamento de negócios são realizados automaticamente pelos computadores da BM&FBOVESPA. Os preços são formados em pregão, pela dinâmica das forças de oferta e demanda de cada papel, o que, segundo a BM&FBOVESPA, torna a cotação praticada um indicador confiável do valor que o mercado atribui às diferentes ações. Para atuar no pregão, o interessado deve contratar os serviços de uma corretora, que será a intermediária das negociações, recebendo as ordens do cliente ou permitindo que ele realize as operações diretamente pela internet. Os serviços da corretora têm taxa de corretagem (livremente pactuada entre o cliente e a corretora que ele contratar), que incide sobre o movimento financeiro total (compras mais vendas).

Para os títulos de dívida privada, referidos também como “títulos de renda fixa”, a BOVESPA e a CBLC oferecem ambientes integrados para a negociação, liquidação e custódia de títulos, o BOVESPA Fix, mercado de bolsa de valores de renda fixa, e o SOMA FIX, mercado de balcão organizado de renda fixa. Os negócios e/ou registro de negócios com títulos de renda fixa no BOVESPA Fix e SOMA FIX são ambos realizados por meio de sistemas eletrônicos. Segundo a BM&FBOVESPA, o sistema proporciona total transparência, uma vez que as ofertas são disseminadas para todo o mercado e os preços de fechamento são divulgados em tempo real. Isso permite uma melhor formação de preços e possibilita a “marcação a mercado” das carteiras de títulos, permitindo a investidores e emissores acompanharem as condições de mercado de seus papéis.

Com o objetivo de proporcionar uma melhor formação de preços no mercado secundário de títulos de dívida corporativa, o BOVESPA Fix tem regras de negociação e parâmetros para cada um dos títulos negociados de acordo com suas características: forma de cotação (por preço ou por taxa), parâmetros para leilão, lote padrão, critérios para estabelecimentos de preço de fechamento e as rodas em que os títulos estão sendo negociados.

O SOMA FIX permite aos seus participantes registrarem eletronicamente os negócios fechados em mercado de balcão. O registro de negócios é particularmente importante na transfe-



Para aprender mais sobre bolsa de valores, acesse www.bmfbovespa.com.br, www.nyse.com e www.nasdaq.com.

[†] N. de R. T.: Nos Estados Unidos, há outra diferença. Enquanto as bolsas são concebidas como mercado de pregão (*auction market*) e ponto de encontro entre compradores e vendedores, em que o papel de corretores é mais limitado, o mercado de balcão é um mercado em que os principais atuantes são corretores (mercado de corretores – *dealer market*). O mercado de balcão estadunidense mais conhecido é o Nasdaq – National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

rência de ativos de fundos geridos por um mesmo administrador de recursos e está sujeito a regras específicas.[†]

Além das bolsas de valores, existem grandes mercados de balcão para a negociação de ações. Em 1971, a Associação Nacional de Corretoras de Valores (National Association of Securities Dealers – Nasd), dos Estados Unidos, colocou à disposição de operadores e corretoras um sistema eletrônico de cotações chamado Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automation Quotation – Sistema Automático de Cotações da Nasd). A Nasdaq tem aproximadamente duas vezes o número de empresas que a Nyse, mas elas tendem a ser menores e menos ativas. Obviamente, existem exceções, como a Microsoft e a Intel, ambas negociadas no mercado de balcão. No entanto, o valor total das ações da Nasdaq é muito menor do que o valor total das ações da Nyse.

Existem muitos mercados grandes e importantes, e as empresas estão buscando cada vez mais esses mercados para captar fundos. A Bolsa de Valores de Tóquio e a Bolsa de Valores de Londres (TSE e LSE respectivamente) são dois exemplos bem conhecidos. O fato de os mercados de balcão não terem localização física significa que as fronteiras nacionais não representam uma barreira importante, e já existe um enorme mercado de OTC de dívida. Devido à globalização, os mercados financeiros atingiram um ponto em que a negociação de vários investimentos nunca para, apenas viaja ao redor do mundo.

Listagem em bolsa Costuma-se dizer que as ações negociadas em uma bolsa de valores organizada são *listadas* naquela bolsa. Para serem listadas em bolsa, as empresas devem atender a determinados critérios mínimos como, por exemplo, tamanho do ativo e número de acionistas. Esses critérios diferem de uma bolsa para outra.

A Nyse tem requisitos bastante rígidos. Por exemplo, para ter ações negociadas, uma empresa deve ter ações em circulação com um valor de mercado de pelo menos \$100 milhões. Existem outros mínimos relativos à receita, ativo permanente e número de ações em circulação.

Questões conceituais

- 1.5a** O que é um mercado de balcão? Em que diferem os mercados de balcão e os mercados de bolsa?
- 1.5b** O que quer dizer OTC? Como é chamado o grande mercado de balcão para ações nos Estados Unidos?
- 1.5c** Qual é o maior mercado de pregão dos Estados Unidos? E do Brasil?

1.6 Resumo e conclusões

Este capítulo apresentou algumas ideias básicas sobre finanças corporativas:

1. As finanças corporativas têm três grandes áreas de interesse:
 - a. Orçamento de capital: quais investimentos de longo prazo a empresa deve fazer?
 - b. Estrutura de capital: onde a empresa conseguirá o financiamento de longo prazo para pagar seu investimento? Em outras palavras, qual combinação entre passivo e patrimônio líquido deve ser usada para financiar as operações?
 - c. Administração de capital circulante: como a empresa deve administrar suas atividades financeiras diárias?
2. O objetivo da administração financeira de uma empresa com fins lucrativos é tomar decisões que aumentem o valor das ações ou, de modo geral, que aumentem o valor de mercado do patrimônio dos acionistas investido na empresa.
3. A forma de organização das sociedades por ações é superior às outras formas no que diz respeito à captação de fundos e à transferência do direito de participação.

[†] N. de R. T.: Fonte BM&FBOVESPA (<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br#>).

4. Em uma grande empresa, existe a possibilidade de conflitos entre acionistas e administradores e entre acionistas controladores e não controladores. Chamamos esses conflitos de *problemas de agência* e discutimos como eles podem ser controlados e reduzidos.
5. As vantagens da sociedade por ações são ampliadas pela existência dos mercados financeiros. Eles funcionam como mercados primário e secundário para os títulos corporativos e podem ser organizados como mercados de balcão e de bolsa.

Dos tópicos que discutimos até agora, o mais importante é o que trata do objetivo da administração financeira: maximizar o valor das ações. Ao longo deste livro, analisaremos muitas decisões financeiras diferentes, mas sempre faremos a mesma pergunta: como tal decisão afeta o valor das ações?

REVISÃO DE CONCEITOS E QUESTÕES INSTIGANTES

1. **O processo de decisão da administração financeira [OA1]** Quais são os três tipos de decisões da administração financeira? Para cada tipo de decisão, dê exemplo de uma transação de negócios pertinente.
2. **Empresas individuais e sociedades [OA3]** O que é uma Eireli? Quais são as principais desvantagens da empresa individual e de uma sociedade? Quais benefícios existem nesses tipos de organização de negócios quando comparados à forma de sociedade por ações? Descreva as diferenças entre as sociedades: em nome coletivo; em comandita simples; limitada; em comandita por ações.
3. **Sociedades por ações [OA3]** Cite pelo menos duas vantagens da sociedade por ações.
4. **Sarbanes-Oxley [OA4]** Em resposta a lei Sarbanes-Oxley, muitas pequenas empresas optaram por “sumir dos holofotes” e tirar suas ações da bolsa. Por que uma empresa deveria escolher esse caminho? Quais são os custos de “sumir dos holofotes”?
5. **Organização financeira da empresa [OA4]** Em uma grande empresa, quais são os dois grupos distintos que se subordinam ao diretor financeiro? Qual grupo é o foco das finanças corporativas?
6. **Objetivo da administração financeira [OA2]** Qual objetivo deve sempre motivar as ações do administrador financeiro da empresa?
7. **Problemas de agência [OA4]** Quem tem a propriedade de uma organização? Descreva o processo pelo qual os proprietários controlam a administração da empresa. Qual é o principal motivo para a existência de um relacionamento de agência na forma sociedade por ações de organização? Nesse contexto, que tipos de problemas podem surgir?
8. **Mercados primários versus mercados secundários [OA3]** Provavelmente você já notou a cobertura na imprensa especializada de uma oferta pública inicial (Initial Public Offering – IPO) dos títulos mobiliários de uma empresa. Uma IPO é uma transação do mercado primário ou secundário?
9. **Mercados de bolsa versus mercados de balcão [OA3]** O que significa dizer que a Bolsa de Valores de Nova York é um mercado de pregão? Em que os mercados de pregão são diferentes dos mercados de balcão? Que tipo de mercado é a Nasdaq? Que tipo de mercado é a BM&FBOVESPA?
10. **Objetivos de empresas sem fins lucrativos [OA2]** Suponhamos que você seja o administrador financeiro de uma empresa sem fins lucrativos (um hospital beneficente, por exemplo). Que objetivos você acha que seriam apropriados?
11. **Objetivo da empresa [OA2]** Avalie a seguinte declaração: os administradores não devem se concentrar no valor atual da ação, porque isso levará a uma ênfase excessiva nos lucros de curto prazo em detrimento dos lucros de longo prazo.
12. **Ética e objetivos da empresa [OA2]** Nosso objetivo de maximizar o valor das ações pode entrar em conflito com outros objetivos. Nesse caso, como evitar o comportamento antiético ou ilegal? Você acha que assuntos como segurança do cliente e do funcionário,

o ambiente e o bem geral da sociedade se ajustam a essa estrutura, ou são essencialmente ignorados? Pense em cenários específicos para ilustrar sua resposta.

13. **Objetivo internacional da empresa [OA2]** Nosso objetivo de maximizar o valor das ações seria diferente se estivéssemos pensando na administração financeira em uma empresa em outro país? Por quê?
14. **Problemas de agência [OA4]** Suponhamos que você tenha ações de uma empresa. O preço atual por ação é \$25. Outra empresa acaba de anunciar que deseja comprar a sua empresa e que pagará \$35 por ação para adquirir todas as ações em circulação. A administração de sua empresa começa imediatamente a se opor a essa oferta hostil. A administração está agindo em busca do melhor interesse dos acionistas? Por quê?
15. **Problemas de agência e propriedade corporativa [OA4]** A propriedade corporativa varia em todo o mundo. Historicamente, indivíduos têm tido a propriedade da maioria das ações das corporações estadunidenses. Na Alemanha e no Japão, porém, os bancos, outras grandes instituições financeiras e outras empresas possuem a maioria das ações das empresas abertas. Você acha que os problemas de agência podem ser mais ou menos sérios na Alemanha e no Japão do que nos Estados Unidos? Por quê? Nos últimos anos, grandes instituições financeiras, como os fundos mútuos e os fundos de pensão, têm se tornado os proprietários dominantes de ações, e essas instituições estão mais ativas nas questões corporativas. Quais são as implicações dessa tendência para os problemas de agência e o controle corporativo?
16. **Remuneração dos executivos [OA3]** Os analistas têm indicado que a remuneração dos administradores de primeiro escalão nos Estados Unidos é alta demais e deve ser reduzida. Por exemplo, concentrando-nos nas grandes corporações, Ray Irani, da Occidental Petroleum, é um dos CEOs mais bem pagos, tendo ganhado cerca de \$54,4 milhões em 2007 e \$550 milhões no período de 2003 a 2007. Tais valores são excessivos? Ao responder essa pergunta, seria importante reconhecer que superestrelas dos esportes, como Tiger Woods, grandes celebridades, como Tom Hanks e Oprah Winfrey, e muitos outros profissionais de sucesso em suas respectivas áreas ganham tanto quanto ou mais.

MINICASO

A Companhia de Bolos Dos Santos

No início de 2003, Juan e Tatiana dos Santos formaram a Companhia de Bolos Dos Santos. A empresa produziu uma linha completa de bolos, e suas especialidades incluíam *cheese cake*, torta de limão e bolo com camada dupla de chocolate e sorvete. O casal formou a empresa como um *hobby*, e ambos mantiveram seus empregos. Juan fazia toda a parte bancária e Tatiana tratava do *marketing* e da distribuição. Com produtos de boa qualidade e um plano de *marketing* sólido, a empresa cresceu rapidamente. No início de 2008, a empresa apareceu em uma revista empresarial de grande circulação. Mais tarde, naquele ano, apareceu numa das principais revistas especializadas em culinária. Depois de o artigo ter sido publicado na revista, as vendas explodiram e eles começaram a receber pedidos de todo o mundo.

Devido ao aumento das vendas, Juan deixou seu outro emprego, e Tatiana fez o mesmo em seguida. A empresa contratou mais funcionários para atender à demanda. Infelizmente, o rápido crescimento levou a problemas de fluxo de caixa e de capacidade. Atualmente, a empresa produz o máximo possível

de bolos com os ativos que possui, mas a demanda ainda está crescendo. Além disso, uma rede de supermercados fez uma proposta para colocar quatro de seus bolos em todas as lojas da rede, e uma rede nacional de restaurantes entrou em contato para vender os bolos da Dos Santos em seus estabelecimentos. O restaurante venderia os bolos sem a marca.

Juan e Tatiana têm um registro como empresa individual. Suponha agora que eles pediram a você que os ajudasse a gerenciar e dirigir o seu crescimento. Eles pediram especificamente que você respondesse às seguintes perguntas:

QUESTÕES

1. Quais são as vantagens e desvantagens de mudar a organização de empresa individual para sociedade de responsabilidade limitada?
2. Quais são as vantagens e desvantagens de mudar a organização de empresa individual para uma sociedade por ações?
3. Por último, qual opção você recomendaria que a empresa adotasse? Por quê?