

Introdução às Finanças Corporativas

1

A remuneração dos executivos passou a ser uma questão de interesse dos investidores no mercado brasileiro e continua sendo uma questão complicada nos Estados Unidos. Em 2013, muitas companhias abertas brasileiras ainda não divulgavam a remuneração dos seus executivos, o que é exigido pelas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) desde 2009. Nos Estados Unidos, é de conhecimento geral que a remuneração de um diretor-presidente cresceu a níveis exorbitantes (pelo menos em alguns casos); parece que esse ainda não é caso no Brasil. Nos EUA, em julho de 2012, a *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor) entrou em vigor. A seção da lei que diz respeito ao direito de os acionistas opinarem sobre a política de remuneração (*say on pay*) exige que, a partir de janeiro de 2011, as empresas norte-americanas com um valor de mercado acima de \$ 75 milhões permitam o voto de acionistas sobre o pacote de remuneração dos executivos (observe que, como a lei se aplica a empresas de capital aberto, ela não permite

que eleitores decidam os honorários de senadores e representantes norte-americanos).

Especificamente, a Dodd-Frank permite que acionistas de empresas norte-americanas opinem sobre os planos de remuneração dos executivos de uma companhia norte-americana. Como a lei não vincula a decisão dos executivos, ela não permite que acionistas votem um pacote de remuneração e não impõe limites à remuneração dos executivos. Em fevereiro de 2011, os acionistas do Beazer Homes USA e o grupo Jacobs Engineering tornaram-se os primeiros a votar contra a remuneração dos executivos sob a nova lei. Um analista previu que as duas companhias não estariam sozinhas. Ele previu que muitas companhias receberiam votos negativos de acionistas no futuro próximo.

Entender como uma empresa estabelece a remuneração dos executivos e qual o papel dos acionistas no processo nos remete a questões envolvendo a organização, o objetivo e o controle de uma empresa de capital aberto. Todas essas questões serão estudadas neste capítulo.



Para ficar por dentro dos últimos acontecimentos na área de finanças, visite www.rwjcorporatefinance.blogspot.com.

1.1 O que são Finanças Corporativas?

Suponha que você decida começar uma empresa para fabricar bolas de tênis. Para isso, você contrata gestores que comprarão a matéria-prima e monta uma força de trabalho para a produção e venda do produto final. Na linguagem das finanças, você faz um investimento em ativos como estoque, maquinário, terreno e no pagamento de trabalhadores. A quantidade de dinheiro que você investir em ativos deve corresponder à igual quantidade de dinheiro que você precisa levantar para financiar esses ativos. Quando você começar a vender bolas de tênis, sua empresa gerará caixa. Essa é a base da criação de valor. O objetivo da empresa é criar valor para você, o proprietário. O valor está refletido na estrutura do modelo simples de balanço patrimonial da empresa.

O modelo do balanço patrimonial da empresa

Imagine que capturamos uma imagem instantânea das finanças e das atividades da empresa em um dado momento. A Figura 1.1 mostra o balanço patrimonial graficamente e o ajudará na introdução às Finanças Corporativas.

Os ativos da empresa encontram-se ao lado esquerdo do balanço patrimonial. Esses ativos podem ser considerados circulantes e não circulantes. *Ativos não circulantes* são aqueles que terão uma duração prolongada, como prédios. Alguns ativos não circulantes são tangíveis, como máquinas e equipamentos, classificados na Contabilidade como Ativo Imobilizado. Outros ativos não circulantes são intangíveis, como patentes e marcas registradas, classificados na Contabilidade como Ativo Intangível. A outra categoria de ativos – os ativos circulantes – compreende aqueles de curta duração – um estoque, por exemplo. As bolas de tênis que sua empresa produziu, mas ainda não vendeu, são parte do estoque. A menos que você tenha produzido em excesso, elas deixarão a empresa em pouco tempo.

Antes que uma empresa possa investir em um ativo, ela deve arranjar o seu financiamento, o que significa que ela deve levantar fundos para pagar pelo investimento. As formas de financiamento estão representadas no lado direito do balanço patrimonial. Uma empresa emitirá (venderá) pedaços de papel chamados de *títulos de dívida* (títulos representativos de empréstimos) ou *ações* (certificados de participação patrimonial). Assim como os ativos são classificados como de curta ou longa duração, os passivos são classificados da mesma forma. Uma dívida de curto prazo é chamada de *passivo circulante*. Dívidas de curto prazo representam empréstimos e outras obrigações que precisam ser pagas dentro de um ano. Dívidas de longo prazo não precisam ser pagas dentro de um ano e, no balanço patrimonial, são chamadas de *passivo não circulante*. O patrimônio líquido dos acionistas representa a diferença entre o valor dos ativos e as dívidas da empresa. Nesse sentido, ele é um direito residual sobre os ativos da empresa.

A partir do modelo do balanço patrimonial da empresa, é fácil observar por que as finanças podem ser pensadas como o estudo das três questões a seguir:

1. Em que ativos de longa duração a empresa deveria investir? Essa questão diz respeito ao lado esquerdo do balanço patrimonial. Obviamente, o tipo e a proporção de ativos de que a empresa necessita costumam ser estabelecidos pela natureza do negócio. Usamos o termo

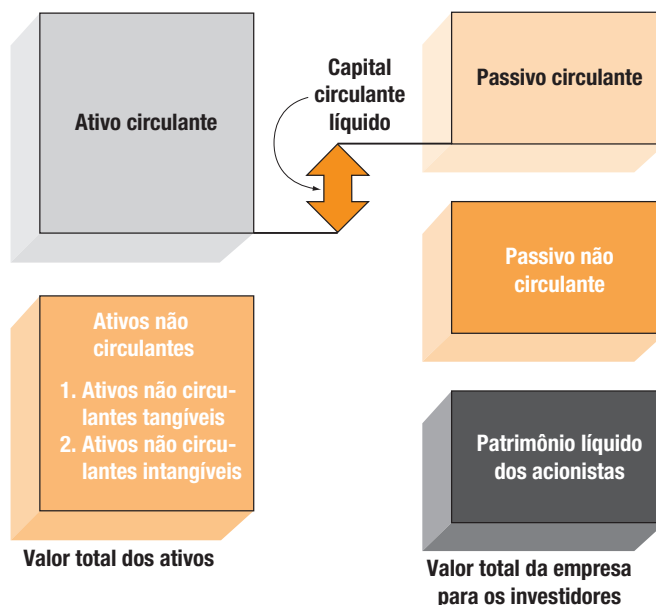


FIGURA 1.1 O modelo patrimonial da empresa.

orçamento de capital para descrever o processo de realizar e gerir as despesas envolvendo ativos de longo prazo.

2. Como a empresa pode reunir fundos para as despesas de capital exigidas? Essa questão diz respeito ao lado direito do balanço patrimonial. A resposta a essa questão envolve a **estrutura de capital** da empresa, representada pelas proporções do financiamento por dívidas com vencimentos de curto e de longo prazos e pelo capital dos acionistas.
3. Como fluxos de caixa de curto prazo devem ser administrados? Essa questão diz respeito à parte superior do balanço patrimonial. Muitas vezes, há um desequilíbrio entre a distribuição no tempo dos fluxos de entrada e de saída de caixa durante as atividades operacionais. Além disso, a quantidade e a distribuição no tempo dos fluxos de caixa operacionais não são totalmente conhecidas. Gestores financeiros devem tentar administrar as defasagens dos fluxos de caixa. Da perspectiva do balanço patrimonial, a gestão de curto prazo para o fluxo de caixa está associada à gestão do **capital de giro da empresa**. O valor do capital de giro é igual ao valor do capital circulante líquido. O *capital circulante líquido* é definido como os ativos circulantes menos os passivos circulantes, enquanto o *capital de giro* é igual à soma do patrimônio líquido e do passivo não circulante deduzida do ativo não circulante. O capital de giro é um recurso de longo prazo não aplicado em ativos imobilizados e, portanto, disponível para financiar as aplicações circulantes. De uma perspectiva financeira, os problemas de fluxo de caixa de curto prazo surgem do desequilíbrio de fluxos de entrada e saída de caixa. Esse é o tema de finanças de curto prazo.

O gestor financeiro

Em grandes empresas, a atividade financeira é geralmente associada com os cargos mais altos, tais como vice-presidente, diretor financeiro e alguns cargos um pouco abaixo desses. A Figura 1.2 (p. 4) representa uma estrutura organizacional geral, enfatizando as atividades financeiras dentro da empresa.

O tesoureiro e o *controller* reportam-se ao diretor financeiro. O tesoureiro é responsável por lidar com fluxos de caixa, gerenciar as decisões de despesas de capital e executar os planos financeiros. O *controller* lida com funções contábeis, o que inclui tributos, custos, contabilidade financeira e sistemas de informação.



Para questões atuais enfrentadas pelos diretores financeiros nos Estados Unidos, acesse www.cfo.com.

1.2 A empresa de capital aberto

A empresa é uma forma de organizar a atividade econômica de muitas pessoas. Um problema básico da empresa é como captar fundos. A organização de negócios na forma de empresa de capital aberto – isto é, organizar a empresa na forma de uma sociedade por ações de capital aberto (S/A aberta) – é o método padrão para resolver problemas encontrados no levantamento de grandes quantias de dinheiro (o termo “aberto” significa que a esse tipo de empresa é autorizado a buscar financiamento diretamente junto ao público investidor). Os negócios, no entanto, podem tomar outras formas. Nesta seção, consideramos três formas básicas legais de organizar uma empresa e observamos como cada uma delas se comporta diante da tarefa de levantar grandes quantias de dinheiro.

A empresa individual

Uma **empresa individual** é aquela que pertence a apenas uma pessoa. Suponha que você decida abrir um negócio para fabricar ratoeiras. Iniciar o negócio é simples: você anuncia para todos que estiverem escutando “Hoje, irei construir a melhor ratoeira”.

Você pode optar entre ser um **microempreendedor individual** ou um **empresário individual**. O microempreendedor individual trabalha por conta própria como pequeno empresário e pode ter um empregado contratado. Porém, seu faturamento anual máximo é R\$ 60.000,00, e não poderá ter participação em outra empresa como sócio ou titular. Se optar por ser um empre-



Para informações sobre a organização de microempresas e empresas individuais consulte: <http://www.portaldoeempreendedor.gov.br/>

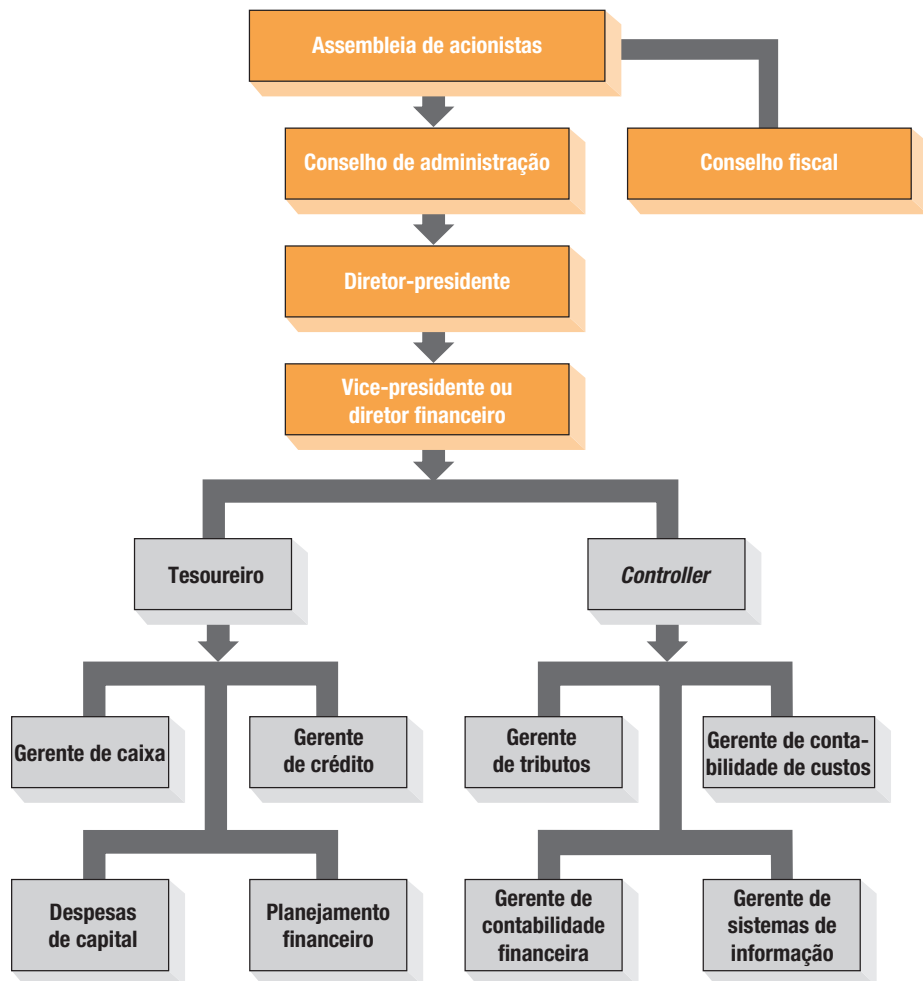


FIGURA 1.2 Quadro organizacional hipotético da função financeira.

sário individual, constituirá uma **EIRELI**¹. Você precisa registrar a empresa na Junta Comercial e, em função da natureza das atividades constantes do objeto social, fazer inscrições em outros órgãos, como Receita Federal (CNPJ), Secretaria de Fazenda do Estado (inscrição estadual e ICMS) e Prefeitura Municipal (concessão do alvará de funcionamento e autorização de órgãos responsáveis pela saúde, segurança pública, meio ambiente e outros, conforme a natureza da atividade). Após isso, você pode começar a contratar as pessoas necessárias e talvez buscar empréstimos em dinheiro para o que precisar. Ao final do ano, todos os lucros e perdas serão seus.

Aqui estão alguns fatores importantes que devem ser considerados para uma empresa individual:

1. Uma empresa individual é a forma de negócio mais barata. Poucas características formais são exigidas e, na maioria dos setores, há poucas regulamentações governamentais a serem cumpridas.
2. Uma empresa individual paga impostos simplificados, e todos os lucros do negócio são tributados como renda de pessoa jurídica, no caso da EIRELI.

¹ Criada pela Lei nº 12.441, de 11 de julho 2011, a empresa individual de responsabilidade limitada é 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 (Brasil, 2011). O patrimônio da EIRELI é apartado do patrimônio do titular de seu capital social; porém, quem constituir esse tipo de empresa só pode figurar em uma única empresa dessa modalidade.

3. Em decorrência da segregação de dívidas e obrigações decorrentes dos negócios na pessoa jurídica, a empresa individual tem passivos limitados à EIRELI, sem confundir os ativos pessoais do empresário individual e os do negócio.
4. A vida da empresa individual é limitada pela vida do proprietário.
5. Em razão de que o único dinheiro investido na empresa é o do proprietário, o capital próprio que pode ser levantado está limitado aos recursos do proprietário.

A sociedade

Duas ou mais pessoas podem formar uma **sociedade**. Elas se enquadram em duas categorias: (1) sociedades sem limitação de responsabilidades para os sócios e (2) sociedades com responsabilidades limitadas para os sócios.

Em uma *sociedade sem limitação de responsabilidades para os sócios*, todos concordam em contribuir com alguma parte do trabalho e do dinheiro e compartilhar os lucros e os prejuízos. Cada sócio é responsável por todas as dívidas da sociedade. O contrato social especifica a natureza do acordo. Para que o acordo seja estabelecido, deve ser redigido um documento formal que deve ser registrado na Junta Comercial, ou em Cartório, ou em um órgão de representação de classe, como é o caso de empresas de advogados, cujo registro deve ser feito na OAB; um CNPJ deve ser obtido na Secretaria da Receita Federal; as empresas comerciais devem ter registro no órgão estadual que controla o ICMS; alvarás de funcionamento devem ser obtidos junto à prefeitura.

Sociedades com responsabilidade limitada para os sócios permitem que as obrigações de alguns sócios limitem-se à quantidade de dinheiro contribuído. Sociedades limitadas frequentemente exigem que (1) no mínimo um sócio seja sócio sem limitação de responsabilidades e (2) que os sócios de sociedades com responsabilidade limitada não participem da gestão do negócio. Os passos e registros exigidos das sociedades sem limitação de responsabilidade também são exigidos para as com responsabilidade limitada. Aqui estão alguns fatores importantes que devem ser considerados em uma sociedade:

1. Sociedades geralmente não têm custo elevado para serem formadas e são relativamente fáceis de formar. Além do contrato social, pode haver um Estatuto e, em acordos mais complexos, um acordo de sócios. Além dos registros de praxe, licenças podem ser necessárias em alguns ramos. Há taxas de registro e custos administrativos, além do pagamento de eventuais licenças necessárias.
2. Em sociedades sem limitação de responsabilidades, todos os sócios têm responsabilidades ilimitadas e são solidários em relação a todas as obrigações da sociedade. Em algumas sociedades (sociedades por comandita), há duas categorias de sócios, os com responsabilidade limitada à contribuição em capital que cada um fez à sociedade (comanditários) que participam das deliberações, mas não participam da gestão e não podem ter seu nome na firma, e os sócios com responsabilidade ilimitada, responsáveis pela gestão.
3. Em sociedades limitadas, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao capital que aportou à sociedade; o capital social é dividido em cotas iguais ou desiguais. A administração é de uma ou mais pessoas designadas no contrato social, ou em ato separado. É admitida a figura do administrador não sócio.
4. É difícil para uma sociedade levantar grandes quantias de dinheiro. Contribuições para o patrimônio da sociedade são geralmente limitadas à capacidade e vontade do sócio em contribuir com a sociedade. Muitas grandes empresas globais, como a Apple, começaram a vida como uma empresa individual ou uma pequena sociedade, mas, em algum ponto, escolheram mudar para uma empresa de capital aberto.
5. O lucro de uma sociedade é tributado na empresa, e a distribuição de lucros para os sócios é considerada rendimento tributado na fonte, isento de tributação na pessoa física dos sócios.
6. O controle de gestão está nas mãos dos sócios que não têm limitação de responsabilidades. Normalmente, o contrato social (ou o estatuto) exige o voto majoritário em assuntos importantes, tais como a quantidade de lucro a ser retida nos negócios.



Para informações sobre a organização de sociedades, consulte o Código Civil Brasileiro: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm.



Para saber mais sobre a organização de empresas de capital aberto, consulte a Lei das Sociedades por Ações: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm.

É difícil para organizações de grande porte existir como empresas individuais ou sociedades. A principal vantagem de uma empresa individual ou sociedade é o custo para iniciar. Por outro lado, as desvantagens, que podem se tornar severas, são (1) obrigação ilimitada dos sócios, (2) vida limitada do empreendimento e (3) dificuldade na transferência de proprietário. Essas três desvantagens levam a outra: (4) dificuldade em levantar dinheiro.

A empresa de capital aberto

Dos diversos tipos de empreendimentos empresariais, a **empresa de capital aberto**, ou sociedade por ações de capital aberto (S/A aberta), é, de longe, a mais importante. É uma entidade legal com vida própria. Esse tipo de empresa pode ter um nome e usufruir de muitos dos poderes legais de que uma pessoa física usufrui. Por exemplo, ela pode adquirir e trocar propriedades, celebrar contratos, processar e ser processada. Para fins jurisdicionais, a empresa de capital aberto é um cidadão do país em que está constituída (porém, ela não pode votar).

Iniciar empresas de capital aberto é mais complexo do que iniciar empresas individuais ou sociedades. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. O pedido de registro de emissão junto à Comissão de Valores Mobiliários deve incluir os seguintes documentos: o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento; o projeto do estatuto social; e o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária. O estatuto deve incluir (com a observância da Lei Societária Brasileira e as normas da Comissão de Valores Mobiliários, CVM, no que couber) o que segue:

1. Nome da empresa, sede e duração.
2. Objeto social (quais os negócios em que a empresa atuará).
3. Composição do capital, número e classes de ações, forma e condições para a emissão de novas ações.
4. Direitos garantidos a cada classe de acionistas.
5. Normas gerais para a administração da empresa, para eleição e composição do conselho de administração e diretoria, atribuições do conselho de administração e diretoria e comitês do conselho de administração ou comitês executivos.
6. Número de componentes do conselho fiscal, suas atribuições e definição de seu funcionamento permanente ou instalação a cada assembleia geral ordinária.
7. Procedimentos para instalação da Assembleia Geral (Ordinária e Extraordinária) e seus poderes.
8. Previsão dos procedimentos em caso de liquidação da empresa.

As normas estabelecidas no Estatuto são as regras a serem usadas pela empresa a fim de regular a própria existência; elas atingem acionistas, conselheiros, diretores e funcionários. Elas vão desde regras simples e breves sobre a gestão da empresa até centenas de páginas de texto.

Em seu formato simples, a empresa de capital aberto abrange três grupos diferentes: os acionistas (os proprietários), os conselheiros de administração e a diretoria (alta administração). Os acionistas tradicionalmente controlam a direção, as políticas e as atividades da sociedade, por meio da eleição dos membros do conselho de administração que, por sua vez, elege a diretoria. Membros da diretoria trabalham como funcionários estatutários da empresa e dirigem as operações da empresa tendo em vista o interesse dos acionistas. Em empresas de capital fechado com poucos acionistas, pode haver uma grande sobreposição entre acionistas controladores, conselheiros de administração e diretoria. No entanto, em grandes sociedades por ações, os acionistas, os conselheiros de administração e a diretoria costumam ser formados por grupo diferentes. No caso brasileiro, em um grande número de empresas de capital aberto, o acionista controlador ou acionistas controladores podem ter controle quase total sobre a administração. Essa é a principal razão da existência do conselho fiscal, um órgão subordinado somente à

assembleia de acionistas. No caso de empresas norte-americanas, acionistas, conselho de administração e diretoria podem constituir grupos com interesses distintos.

A possibilidade de separação entre a propriedade e a gestão dá às empresas de capital aberto muitas vantagens sobre empresas individuais e sociedades.

1. Como a propriedade em uma empresa de capital aberto é representada por ações, ela pode ser transferida facilmente para novos donos. Pelo fato de a empresa existir independentemente daqueles que detêm as ações, não há limites para a transferência de propriedade como há em outras sociedades.
2. A empresa de capital aberto tem uma vida ilimitada. Como ela está separada de seus proprietários, a morte ou a desistência de um proprietário não afeta sua existência legal. A empresa pode continuar após os proprietários originais terem se retirado.
3. A obrigação dos acionistas está limitada à quantidade investida na fatia de propriedade representada pelas ações. Por exemplo, se um acionista comprou \$ 1.000 em ações de uma empresa de capital aberto, a sua perda potencial seria de \$ 1.000. Em outro tipo de sociedade, um sócio sem limitação de responsabilidades, com uma contribuição de \$ 1.000, poderia perder esse valor e mais o que vier a ser responsabilizado por dívidas assumidas pela empresa.

A responsabilidade limitada, a facilidade de transferência da propriedade e a sucessão de caráter perpétuo são a maior vantagem da organização de negócios na forma de uma empresa de capital aberto. Isso dá à empresa uma maior capacidade para levantar recursos.² O Quadro 1.1 (p. 8) resume nossa discussão sobre empresas de capital aberto e sociedades limitadas.

Uma empresa de capital aberto com outro nome...

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

O Quadro 1.2 (p. 8) mostra os nomes de algumas conhecidas empresas internacionais de capital aberto, seus países de origem e uma tradução da abreviação que acompanha cada nome.

1.3 A importância do fluxo de caixa

A tarefa mais importante de um gestor financeiro é criar valor com as atividades de orçamento de capital, estrutura de capital e capital de giro da empresa. Como os gestores financeiros criam valor? Para responder a essa pergunta, considere que a empresa deveria:

1. Tentar comprar ativos que gerem mais caixa do que o gasto no seu custo.
2. Emitir títulos de dívida, ações e outros instrumentos financeiros que levem mais caixa do que o seu custo.

² Nos Estados Unidos, atualmente, todos os Estados possuem leis que permitem a criação de uma forma de organização de negócios relativamente nova lá: 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 outras formas de sociedade e empresas de capital aberto. Embora os Estados tenham definições diferentes para as LLCs, o que importa é a Receita Federal (*Internal Revenue Service* – IRS). O IRS a considera uma empresa de capital aberto, sujeitando-a a dupla tributação, a menos que ela atenda a determinados critérios específicos. Fundamentalmente, a LLC não pode ter muitas características de empresa de capital aberto; 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 companhia de capital aberto). A maioria das grandes empresas de contabilidade e escritórios de advocacia se converteu em LLCs. Para saber mais sobre as LLCs nos Estados Unidos, visite www.incorporate.com.

QUADRO 1.1 Uma comparação entre empresas de capital aberto e sociedades

	Empresas de capital aberto	Sociedades
Liquidez e negociabilidade	Ações podem ser trocadas sem o encerramento da empresa. A ação de empresas abertas é listada em bolsas de valores.	Cotas estão sujeitas a restrições substanciais sobre sua transferência. Normalmente, não há mercado estabelecido para cotas de sociedades.
Direito de voto	Normalmente, cada ação dá ao titular o direito a um voto no assunto em questão e permite um voto na eleição dos conselheiros de administração. Os conselheiros determinam a composição da diretoria.	Sócios com responsabilidade limitada têm direito a voto; no entanto, o sócio sem limitação de responsabilidade tem o controle exclusivo sobre a gestão das operações.
Tributação	O lucro é tributado nas empresas; dividendos não são tributáveis para os acionistas. Juros sobre capital próprio são classificados como despesas na empresa e rendimento tributável para os acionistas.	O lucro é tributado nas empresas; a distribuição de lucros para os sócios é classificada como rendimento tributado exclusivamente na fonte, isentos como rendimento de pessoas físicas.
Reinvestimento e pagamento de dividendos	Dividendos devem ser pagos conforme determinado pelo Estatuto. A lei estabelece percentuais mínimos no caso de não previsão no Estatuto. O reinvestimento de lucros deve ser suportado por um orçamento de capital aprovado pelo conselho de administração.	Os lucros são distribuídos ou reinvestidos conforme decisão dos sócios.
Responsabilidades	Os acionistas não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações da empresa.	Sócios de responsabilidade limitada não são responsáveis por obrigações da sociedade. Sócios sem limitação de responsabilidade podem ter obrigações ilimitadas.
Tempo de existência	Podem ter vida perpétua.	Tempo de vida limitado.

Uma empresa, portanto, deve criar fluxos de caixa maiores do que o que consome. Os fluxos de caixa pagos aos credores e aos acionistas de uma empresa deveriam ser maiores do que os fluxos de caixa colocados na empresa pelos credores e acionistas. Para entendermos como isso é feito, podemos seguir os fluxos de caixa da empresa até os mercados financeiros e, em seguida, fazer o caminho inverso.

A interação das atividades da empresa com os mercados financeiros é ilustrada na Figura 1.3 (p. 10). As flechas na Figura 1.3 indicam o fluxo de caixa da empresa até os mercados financeiros e o caminho inverso.

QUADRO 1.2 Empresas estrangeiras de capital aberto

Tipo de empresa			
Empresa	País de origem	No idioma original	Tradução
Bayerische Motoren Werke (BMW) AG	Alemanha	Aktiengesellschaft	Empresa de capital aberto.
Red Bull GmbH	Áustria	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	Empresas de capital aberto.
Unilever NV	Holanda	Naamloze Vennootschap	Misto de sociedade por ações de capital aberto e companhia limitada; os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.
Fiat SpA	Itália	Società per Azioni	Misto de sociedade por ações de capital aberto e companhia limitada; os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.
Volvo AB	Suécia	Aktiebolag	Misto de sociedade por ações de capital aberto e companhia limitada; os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.
Peugeot SA	França	Société Anonyme	Misto de sociedade por ações de capital aberto e companhia limitada, os acionistas têm responsabilidade sobre as dívidas da sociedade.

Habilidades necessárias para um diretor financeiro segundo a *eFinance.com*

Diretor estrategista: Diretores financeiros precisam usar informações financeiras em tempo real para tomar decisões cruciais.

Diretor negociador: Diretores financeiros devem ser especialistas em *venture capital*, fusões, aquisições e parcerias estratégicas.

Diretor de riscos: Limitar os riscos será ainda mais importante à medida que os mercados tornam-se mais globais e os instrumentos de proteção (*hedge*) mais complexos.

Diretor comunicador: Ganhar a confiança de Wall Street e da mídia é fundamental.

Fonte: *BusinessWeek*, August 28, 2000, p. 120.

Imagine que iniciemos com as atividades de financiamento da empresa. Para levantar dinheiro, a empresa vende títulos de dívidas e ações a investidores no mercado financeiro. Isso resulta em fluxos de caixa que partem dos mercados financeiros em direção à empresa (*A*). Esse caixa é investido em atividades de investimento (ativos) da empresa (*B*) pela administração da empresa. O caixa gerado pela empresa (*C*) é pago a acionistas e credores (*F*). Os acionistas recebem caixa na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio; os credores recebem juros e, quando os empréstimos são pagos, recebem o valor principal dos empréstimos. Nem todo o caixa da empresa é utilizado para pagamentos a investidores. Uma parte é retida (*E*), e outra parte é paga ao governo em forma de impostos (*D*).

Com o tempo, se o caixa pago aos acionistas e credores (*F*) for maior do que o caixa levantado no mercado financeiro (*A*), terá sido criado valor.

Identificação de fluxos de caixa Infelizmente, não é fácil observar os fluxos de caixa diretamente. Grande parte da informação que obtemos está na forma de demonstrações contábeis, e grande parte do trabalho da análise financeira é obter informações sobre fluxos de caixa a partir das demonstrações contábeis. O exemplo a seguir ilustra como isso funciona.

EXEMPLO 1.1 Lucro contábil versus fluxos de caixa

A Companhia Midas refina e negocia ouro. Ao final do ano, ela vendeu 25 kg de ouro por \$ 1 milhão, adquiridos por \$ 900.000 no começo do ano. Ela pagou à vista pelo ouro, na compra. Infelizmente, ela ainda tem que cobrar do cliente para quem o ouro foi vendido. A seguir, temos o quadro contábil da situação da Midas ao final do ano:

Companhia Midas	
Demonstração de resultados do exercício (visão contábil)	
Ano encerrado em 31 de dezembro	
Venda	\$ 1.000.000
- Custo	- 900.000
Lucro	\$ 100.000

Pelas normas contábeis, a venda é registrada mesmo que o cliente ainda tenha que pagar. Espera-se que o cliente pague em breve. Da perspectiva contábil, a empresa parece ser rentável. No entanto, na perspectiva das Finanças Corporativas, é diferente – o foco é nos fluxos de caixa:

Companhia Midas	
Demonstração de resultados do exercício (visão financeira)	
Ano encerrado em 31 de dezembro	
Entrada de caixa	\$ 0
Saída de caixa	-900.000
	-\$ 900.000

Na perspectiva de Finanças Corporativas, estaremos interessados em saber se estão sendo criados fluxos de caixa com os negócios de venda do ouro. A criação de valor depende de fluxos de caixa. Para a Midas, o valor criado depende de se e *quando* ela recebe o pagamento de \$ 1 milhão.

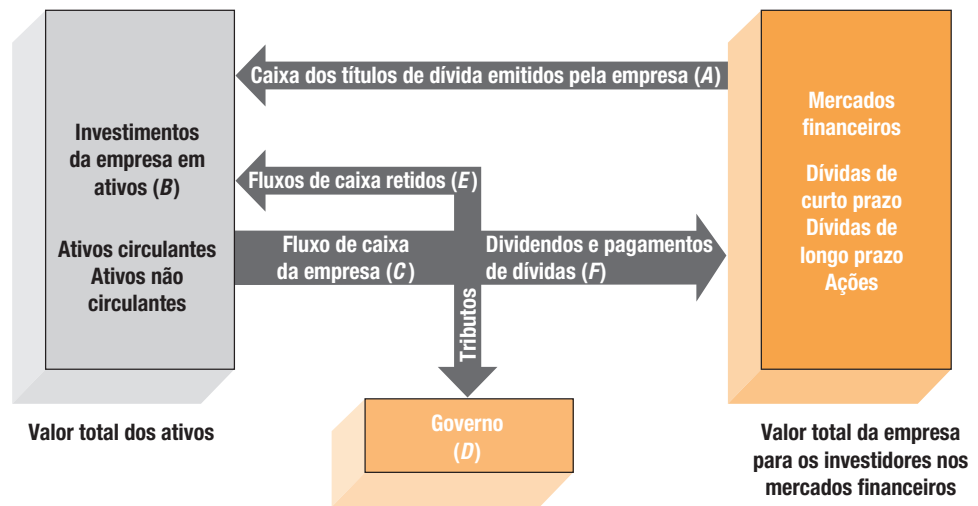


FIGURA 1.3 Fluxos de caixa entre empresa e mercados financeiros.

Distribuição dos fluxos de caixa no tempo O valor de um investimento realizado por uma empresa depende da distribuição dos fluxos de caixa no tempo. Um dos princípios mais importantes em Finanças é que as pessoas preferem receber os fluxos de caixa o quanto antes. Um real recebido hoje vale mais do que um real recebido no ano que vem.

EXEMPLO 1.2 Distribuição de fluxos de caixa no tempo

A Midas está tentando escolher entre duas propostas para um novo produto. Ambas as propostas fornecerão fluxos de caixa em um período de quatro anos e custarão inicialmente \$ 10.000. Os fluxos de caixa das propostas estão destacados seguir:

Ano	Produto novo A	Produto novo B
1	\$ 0	\$ 4.000
2	0	4.000
3	0	4.000
4	20.000	4.000
Total	\$ 20.000	\$ 16.000

A primeira impressão é a de que o produto novo A seria melhor. No entanto, os fluxos de caixa da proposta B chegam antes do que os da A. Sem outras informações, não podemos decidir qual grupo de fluxos de caixa criaria o maior valor para os credores e para os acionistas. Isso depende de se o valor de caixa conseguido com o produto B supera o caixa extra total do produto A. Os preços dos títulos de dívida e das ações refletem essa preferência por caixa a receber antes, e veremos como usar isso para então decidirmos entre A e B.

Risco de Fluxos de Caixa A empresa deve considerar o risco. A quantia e a distribuição dos fluxos de caixa no tempo geralmente não são totalmente conhecidas. A maioria dos investidores tem aversão ao risco.

EXEMPLO 1.3 Risco

A Midas está considerando expandir suas operações para outros países. Ela está avaliando a Europa e o Japão como lugares possíveis. A Europa é considerada um local seguro, enquanto o Japão é visto como um local muito arriscado. A empresa encerraria as operações após um ano em ambos os casos.

Após realizar uma análise financeira completa, a Midas chegou aos seguintes fluxos de caixa para os planos alternativos de expansão em três cenários – pessimista, possível e oti-

mista: Se ignorarmos o cenário pessimista, talvez o Japão seja a melhor alternativa. Quando incluímos o cenário pessimista, as escolhas são incertas. O Japão parece arriscado, mas ele também oferece uma expectativa de fluxos de caixa maiores. O que é o risco e como pode ser definido? Devemos tentar responder a essa importante questão. As Finanças Corporativas não podem deixar de enfrentar alternativas com risco, e grande parte deste livro está voltada ao desenvolvimento de métodos para avaliar oportunidades com risco.

	Pessimista	Possível	Otimista
Europa	\$ 75.000	\$ 100.000	\$ 125.000
Japão	0	150.000	200.000

1.4 O objetivo da administração financeira

Se restringirmos nossa discussão 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 chegarmos a uma definição mais exata. Tal definição é importante porque leva a uma base objetiva para tomar e avaliar decisões financeiras.

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 ganhos.
- Manter o crescimento constante dos lucros.

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

Por exemplo, é fácil aumentar a participação de mercado ou as vendas unitárias: basta diminuirmos nossos preços ou facilitarmos 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. Trata-se dos lucros deste ano? Se for isso, devemos considerar que algumas atitudes, tais como postergar manutenções, permitir que os estoques se esgotem ou assumir outras medidas de corte de custos no curto prazo, tenderão a aumentar os lucros agora, mas essas atividades não são obrigatoriamente 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 lucro líquido contábil ou ganhos por ação? Como veremos com mais detalhes no próximo capítulo, números contábeis podem estar pouco relacionados com aquilo que é bom ou ruim para a empresa. Na verdade, estamos mais interessados nos fluxos de caixa. Em segundo lugar, o que queremos dizer com longo prazo? Como já observou um famoso economista, no longo prazo estaremos todos mortos! Mais precisamente, esse objetivo não nos diz qual é a ponderação apropriada 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, partici-

pação 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, relacionam-se, 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 os lucros. Assim, precisamos de um objetivo que inclua os dois fatores.

O objetivo da administração financeira

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

Supondo que os acionistas comprem ações porque buscam ganhos financeiros, então a resposta é óbvia: as decisões boas aumentam o valor das ações da empresa, e as decisões ruins diminuem o seu valor.

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

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

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

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 não 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 tenham impacto favorável sobre o valor das ações. É exatamente isso que vamos estudar. Nas seções anteriores, enfatizamos a importância dos fluxos de caixa na criação de valor. De fato, poderíamos ter definido *Finanças Corporativas* como o estudo da relação entre as decisões de negócios, os fluxos de caixa e o valor do capital investido nos negócios.

Um objetivo mais geral

Dado nosso objetivo (maximizar o valor das ações da empresa), surge uma questão óbvia: qual é o objetivo apropriado quando as ações da empresa não são negociadas em bolsa? Sem dúvida, as empresas de capital aberto não são o único tipo de negócio, e, em algumas empresas, o capital investido raramente muda de mãos, de modo que é difícil saber o valor de uma participação no seu capital em determinado momento.

Enquanto estivermos lidando com negócios que visem ao lucro, é necessária somente uma pequena modificação. O valor total do capital próprio investido em uma companhia aberta é simplesmente igual ao valor do patrimônio dos proprietários. Assim, um modo mais geral de declarar nosso objetivo é o seguinte: maximizar o valor do patrimônio dos proprietários atuais.

Tendo isso em mente, não importa se a empresa é uma empresa individual, uma sociedade ou uma empresa de capital aberto. Para cada uma delas, as boas decisões financeiras aumentam o valor do patrimônio dos proprietários, e as decisões financeiras ruins o diminuem. Na verdade, embora nos concentremos nas empresas de capital aberto 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.



Veja mais sobre questões de ética nos negócios em www.business-ethics.com.

Por último, nosso objetivo não quer dizer que o administrador financeiro deva tomar medidas ilegais ou antiéticas ou descuidar de questões ambientais e de sustentabilidade na esperança de aumentar o valor do patrimônio dos sócios da empresa. Apenas defendemos que o administrador financeiro atenderá melhor aos proprietários da empresa ao identificar bens e serviços que agreguem valor, porque eles são desejados e valorizados em um mercado de livre concorrência.

1.5 O problema de agência e o controle da empresa de capital aberto

Já vimos que o administrador financeiro busca o melhor interesse dos acionistas ao adotar medidas que aumentam o valor das ações. Entretanto, em grandes empresas de capital aberto, a propriedade pode se diluir em um número enorme de acionistas.³ Essa dispersão de propriedade possivelmente significa que quem realmente controla a empresa são os seus administradores. Nesse caso, a administração necessariamente agirá para buscar o melhor interesse dos acionistas? Caso exista um acionista controlador, ele necessariamente agirá para buscar o melhor interesse dos não controladores? Em outras palavras, a administração, ou o controlador, não poderia buscar seus próprios objetivos em detrimento daqueles dos acionistas em geral, e os dos acionistas minoritários, no caso de preeminência do controlador? Nas próximas páginas, faremos uma consideração rápida sobre alguns dos argumentos relacionados a essa questão.

Relacionamentos de agência

O relacionamento entre acionistas e administradores e entre acionistas controladores e não controladores é chamado de *relacionamento de agência*. Tal relacionamento existe sempre que alguém (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para representar seus interesses.⁴ Por exemplo, você pode contratar alguém (um agente) para vender um carro seu enquanto você está na faculdade. Nesses relacionamentos, existe a possibilidade de conflitos de interesses entre principal e agente. Tal conflito é conhecido como um **problema de agência**.

³ Em muitos países – excluindo Estados Unidos e Reino Unido –, empresas de capital aberto são controladas geralmente por um ou mais acionistas. Além disso, em países em que os acionistas tenham menor proteção – comparados a países com proteção forte, como Estados Unidos e Reino Unido –, os acionistas majoritários podem ter melhores oportunidades de impor custos de agência em relação aos acionistas minoritários. Veja, por exemplo, os artigos *Investor Protection and Corporate Valuation*, de Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, *Journal of Finance* v. 57, p. 1147-1170, 2002; e *Cash Holdings, Dividend Policy, and Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*, de Lee Pinkowitz, René M. Stulz e Rohan Williamson, *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 19, n. 1, p. 81-87, 2007. Eles mostram que o quadro de proteção do investidor de um país é importante para entender a retenção de caixa na empresa e o pagamento de dividendos. Por exemplo, eles descobriram que acionistas não valorizam muito a retenção de caixa por empresas de países com baixa proteção ao investidor quando comparado a empresas nos Estados Unidos, em que a proteção ao investidor é alta.

Em uma configuração de governança corporativa básica, os acionistas elegem o conselho de administração que, por sua vez, nomeia os altos executivos, tal como o diretor-presidente. O diretor-presidente geralmente é um membro do conselho de administração. Um aspecto da governança corporativa que não costuma ser muito citado é a questão da figura do conselheiro independente na presidência do conselho de administração. Porém, em um considerável número de empresas nos EUA, o diretor-presidente e o presidente do conselho de administração são a mesma pessoa. No artigo *U.S. Corporate Governance: Accomplishments and Failings, A Discussion with Michael Jensen and Robert Monks* (escrito por Ralph Walkling), *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 20, n. 1 (Winter, 2008), é apresentada a questão de como a combinação de diretor-presidente e presidência do conselho de administração pode contribuir para empobrecer a governança corporativa. Tanto Jensen quanto Monks ressaltam a liderança do Reino Unido em relação aos Estados Unidos quanto à governança, em parte porque em mais de 90% das empresas o Conselho de Administração é presidido por conselheiros externos, e não pelo diretor-presidente. Essa é uma questão controversa enfrentada por muitas empresas norte-americanas. Por exemplo, em maio de 2008, 19 investidores institucionais, incluindo alguns dos maiores acionistas da multinacional ExxonMobil e membros da Fundação Rockefeller, apoiaram uma resolução de separar as funções de diretor-presidente e presidente do conselho de administração. Aproximadamente 40% dos acionistas votaram pela separação. No Brasil, isso é diferente; para que uma empresa seja listada nos segmentos Novo Mercado e Nível 2, é preciso que o estatuto da empresa determine essa separação de funções.

⁴ Contrato, aqui, tem sentido amplo. Quando um investidor adquire em bolsa ações de uma empresa, ele está “contratando” a gestão da empresa para criar valor.

Imagine que você contrate alguém para vender seu carro e concorde em pagar a essa pessoa uma comissão fixa quando o carro for vendido. O incentivo do representante, nesse caso, é para fazer a venda, e não necessariamente para 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 dos administradores

Para ver como os interesses de administradores ou de acionistas controladores e não controladores podem ser diferentes, imagine que a empresa esteja considerando um novo investimento. O novo investimento deve ter impacto favorável sobre o valor das ações da empresa, mas também é um empreendimento relativamente arriscado. Os proprietários da empresa irão querer fazer o investimento (porque o valor da ação subirá), mas os administradores não proprietários podem não querer, porque existe a possibilidade de que as coisas não deem certo e eles percam seus empregos. Se a administração não aceitar o investimento, os acionistas podem perder uma oportunidade valiosa. No caso de haver um acionista controlador ou grupo de acionistas controladores, pode ocorrer que esse ou esses queiram realizar um investimento que os beneficie em detrimento dos não controladores. Esses são exemplos 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 e controladores e não controladores. Esses custos podem ser indiretos ou diretos. Um custo de agência indireto é uma oportunidade perdida, como a que acabamos de descrever. O conflito entre acionistas e administradores é típico do mercado norte-americano, e o conflito entre controladores e não controladores é típico do mercado brasileiro (embora também já existam aqui empresas com dispersão acionária, sem controlador definido, situação em que o que ocorre nos Estados Unidos se aplica).

Os custos diretos de agência são de dois tipos. O primeiro é um tipo de gasto da empresa que beneficia os administradores, mas cujo custo é suportado pelos acionistas. Talvez a compra de um jatinho luxuoso e desnecessário possa ser vista como um gasto desse tipo (se o jatinho for para uso do controlador, isso será um custo para os demais acionistas não controladores). O segundo tipo é um gasto que surge da necessidade de monitorar as ações dos administradores. O custo com 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 seu 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 dos negócios ou para demonstrar poder empresarial. Obviamente, se o gasto exagerado realmente ocorrer, tal compra não beneficiará os acionistas da empresa compradora.

Nossa discussão indica que, no caso de empresas dominadas por 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?

O fato de os administradores⁵ 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 mesmos 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 possam ter incentivos significativos para buscar o melhor interesse dos acionistas.

⁵ No Brasil, em geral, o administrador de fato poderá ser o controlador, pois é dele a palavra final.

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, especialmente os que ocupam as posições mais altas, geralmente está ligada ao desempenho financeiro em geral, e quase sempre ao valor das ações da empresa em particular. Por exemplo, os administradores frequentemente recebem opções para comprar ações da empresa a preços de barganha. Quanto mais valer a ação, mais valiosa é essa opção. Na verdade, as opções costumam ser usadas para motivar os funcionários de todos os tipos, e não apenas os administradores do alto escalão. De acordo com o *The Wall Street Journal*, em 2010, Michael White, diretor-presidente da DIRECTV, recebeu US\$ 1.448.000 de honorários e US\$ 31,2 milhões em bônus ligados ao desempenho financeiro. Como mencionamos, muitas empresas também dão aos gestores uma participação patrimonial na empresa ao conceder ações ou opções de ações. Segundo o *The Wall Street Journal*, a remuneração total de Leslie Moonves, diretor-presidente da CBS, em 2010, estava pouco abaixo de US\$ 54 milhões. Seus honorários base eram de US\$ 3,53 milhões, com incentivos anuais de US\$ 27,55 milhões, remuneração em opções de ações de US\$ 14,9 milhões, remuneração de ações restritas de US\$ 4 milhões e premiações de desempenho de US\$ 4 milhões. Embora ainda se façam muitas críticas à alta remuneração de diretores-presidentes, segundo o ponto de vista dos acionistas, o mais importante é que o desempenho da empresa seja coerente com essa remuneração.

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 maior remuneração.

Na verdade, os administradores bem-sucedidos nesse quesito podem receber enormes recompensas. Durante o ano de 2010 a mediana da remuneração para diretores-presidentes nas 350 maiores empresas norte-americanas foi de US\$ 9,3 milhões. O executivo mais bem pago no mesmo ano foi Philippe Dauman, diretor-presidente da gigante empresa de mídia Viacom; de acordo com o *The Wall Street Journal*, ele recebeu em torno de US\$ 84,3 milhões. Para fins de comparação, a estrela de TV Oprah Winfrey ganhou US\$ 315 milhões, e o cineasta James Cameron cerca de US\$ 210 milhões.⁶

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, escolhe e demite os administradores.

Um mecanismo importante que os acionistas descontentes podem usar para substituir a administração é chamado de *disputa por procurações de voto* (*proxy fight*, nos Estados Unidos). A procuração de voto é uma autorização para votar com ações de outra pessoa. Uma disputa por procurações de voto se desenvolve quando um grupo faz ofertas agressivas por procurações para substituir o conselho existente e, portanto, substituir o conselho de administração existente. 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 US\$ 100 milhões. No Brasil, a busca de procurações é um mecanismo importante para a indicação de conselheiros por minoritários, mas ainda não ocorrem disputas no grau em que isso ocorre nos Estados Unidos.

Outra maneira de substituir a administração é pela 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, uma situação muito particular do mercado norte-americano. Acionistas de destaque que estejam descontentes podem sugerir estratégias diferentes de negócios para a alta administração da empresa. Esse foi o caso de Carl Icahn e a empresa que projeta chips para computadores Mentor Graphics. Carl Icahn é especializado em aquisições de empresas. Sua participação na Mentor Graphics atingiu 14,7% em 2011, fazendo dele um acionista especialmente importante (e descontente). Ele se ofereceu para comprar a empresa inteira, mas, em março de 2011, o conselho de administração rejeitou sua oferta de US\$ 1,9 bilhão, justificando

⁶ Isso levanta a questão sobre o nível dos pagamentos para a alta administração e sua relação com outros funcionários. Segundo o jornal *The New York Times*, a remuneração média de um diretor-presidente era 180 vezes maior do que a remuneração média de um funcionário em 2007 e apenas 90 vezes em 1994. No entanto, não há uma fórmula precisa que controle o abismo entre a remuneração do alto escalão e a dos funcionários.

que isso desvalorizava a empresa e suas perspectivas. Como resposta, Icahn apadrinhou três candidatos ao conselho de administração para a Mentor, todos os quais foram eleitos em maio de 2011.

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 importante da empresa. Mesmo assim, sem dúvida, há momentos em que os objetivos dos administradores tomam a dianteira em detrimento daqueles dos acionistas, ao menos temporariamente. O mesmo pode ocorrer na situação em que os controladores possam ter interesses não alinhados aos dos acionistas minoritários.

Acionistas

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 **partes interessadas**, de **públicos de relacionamento** da empresa e, às vezes, pelo termo em inglês, *stakeholders*. 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 às expensas dos proprietários. Entretanto, como as empresas cumprem também uma função social, para a sustentabilidade de seu valor para os acionistas, é necessário prestar atenção às necessidades das demais partes interessadas.



Para saber mais sobre as formas de organização de negócios nos Estados Unidos, veja a seção *Business Formation* em www.nolo.com.

1.6 Regulamentação

Até agora, falamos principalmente sobre as ações que os acionistas e o conselho de administração podem tomar para reduzir os conflitos de interesse entre eles mesmos e a administração. Não falamos sobre regulamentação.⁷ Até recentemente, a principal ajuda da regulamentação foi exigir que as empresas divulgassem todas as informações relevantes aos investidores e potenciais investidores. O objetivo de divulgar informações relevantes é dar a todos os investidores igualdade de condições no que diz respeito ao nível de informações, reduzindo conflitos de interesse. Obviamente, as regulamentações impõem custos para as empresas, e qualquer análise da regulamentação deve incluir benefícios e custos. A seguir, apresentamos algumas normas importantes para o mercado de valores mobiliários no Brasil e, em seguida, os aspectos mais importantes do tema nos Estados Unidos.

Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 A Lei nº 6.385, também conhecida como Lei do Mercado de Capitais, fornece a estrutura regulatória básica no Brasil para títulos mobiliários: emissão, distribuição, negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e derivativos; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários (Brasil, 1976). Essa lei criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Comitê de Política Monetária (COPOM).

Ao longo da história do mercado de capitais, muitos crimes foram cometidos contra os investidores, e a Lei nº 6.385 trata dos seguintes crimes contra o mercado de capitais:

Manipulação do Mercado Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.

⁷ Neste momento do livro, focamos os aspectos da regulação da governança corporativa das empresas. Não falamos sobre muitas outras regulações nos mercados financeiros. No Capítulo 8, discutiremos as organizações de classificação estatística de riscos reconhecidas que incluem empresas como a Fitch Ratings, a Moody's e a Standard & Poor's. Suas classificações de risco são usadas pelos participantes do mercado para auxiliar na avaliação de títulos, tais como os títulos de dívida das empresas de capital aberto. Muitos críticos de agências de classificação de risco culpam a crise de 2007–2009, conhecida como “crise do subprime”, devido a uma fraca fiscalização regulatória dessas agências.

Uso indevido de informação privilegiada Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida mediante negociação em nome próprio ou de terceiro com valores mobiliários.

Exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento.

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro 1976* Também conhecida como Lei das S/A, é a lei que rege as Sociedades por Ações (abertas e fechadas) no Brasil. Ela trata do objeto social, da denominação, das características de sociedades por ações de capital aberto e de capital fechado, do capital social, das ações, suas espécie e classes, sua emissão, condições para sua negociação, da emissão de títulos de dívida e dos direitos de seus detentores, dos livros sociais, das obrigações e direitos dos acionistas em geral, das obrigações dos acionistas controladores, dos acordos de acionistas, da assembleia geral de acionistas, das competências e responsabilidades do conselho de administração, da diretoria e do conselho fiscal, do exercício social, das demonstrações financeiras, da destinação dos lucros, do dividendo obrigatório, da dissolução e liquidação da sociedade, entre outros assuntos societários (Brasil, 1976).

Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 Conhecida como 358, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado (Comissão de Valores Imobiliários, 2002). Essa Instrução ocupa-se da importante questão das informações privilegiadas. A questão da informação privilegiada ocorre quando qualquer pessoa que obteve informações especiais não públicas (i.e., informações internas, ou *insider information*) compra ou vende títulos com base nessas informações. Essa questão afeta pessoas com informações internas à empresa tais como conselheiros de administração, executivos e acionistas controladores, ou qualquer pessoa que tenha informações internas da empresa, não divulgadas ao mercado. A intenção é prevenir que o pessoal interno ou o pessoal que possua informação interna tire vantagem por possuir informações privilegiadas.

Para ilustrar, imagine que você foi informado de que a empresa ABC estava prestes a tornar público que ela havia sido adquirida por outra empresa por um preço significativamente maior do que seu preço corrente. Esse é um exemplo de informação interna. A Instrução o proíbe de comprar ações da ABC sem que os demais acionistas tenham essa informação. Essa proibição seria especialmente forte se você fosse um executivo da empresa ABC. Outros tipos de informações internas da empresa poderiam ser: o pagamento de um dividendo especial prestes a ser pago, a descoberta de uma medicação para a cura de uma doença ou uma atuação com impacto significativo sobre os resultados e com perda provável antes da sua divulgação.

Regras de listagem em segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA

Em dezembro de 2000, a BOVESPA, atual BM&FBOVESPA, visando a buscar o alinhamento de interesses entre acionistas e a gestão das empresas listadas, lançou segmentos especiais de listagem das empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, para os quais as empresas listadas na Bolsa podem aderir de forma voluntária. Os segmentos especiais de listagem são o Bovespa Mais, o Novo Mercado, o Nível 2 e o Nível 1. Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/A) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir a um desses níveis de listagem. Os



Saiba sobre os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>.

* Material cedido pelo Instituto Educacional BM&FBOVESPA. Acesse: www.bmfbovespa.com.br/educacional.

níveis diferenciados visam a assegurar direitos e garantias aos acionistas e, mediante a exigência de divulgação de informações mais completas, também contribuem para reduzir riscos para controladores, gestores das companhias e participantes do mercado.

Legislação no mercado norte-americano: o Security Act de 1933 e o Securities Exchange Act de 1934

O Security Act de 1933 (também conhecido como Lei de 1933) e o Securities Exchange Act de 1934 (também conhecido como Lei de 1934) proveem a estrutura regulatória básica nos Estados Unidos para a negociação de títulos mobiliários.

A Lei de 1933 tem seu foco na emissão de novos títulos. Ela basicamente requer que uma empresa de capital aberto apresente uma declaração de registro para a Securities and Exchange Commission, SEC, que deve ser disponibilizado para cada comprador de um novo título. A intenção da declaração de registro é proporcionar a potenciais acionistas todas as informações necessárias para que uma decisão sensata possa ser tomada. A Lei de 1934 dá continuidade ao pedido de informações da Lei de 1933 para a negociação de títulos nos mercados após eles terem sido emitidos. Ela tornou efetivo o funcionamento da SEC e cobre um grande número de emissões, incluindo relatórios corporativos, oferta de aquisições de ações (*tender offers*) e informações privilegiadas. A Lei de 1934 exige que as empresas de capital aberto apresentem à SEC relatórios anuais (Formulário 10K para empresas norte-americanas e Formulário 20-F para emissores estrangeiros), trimestrais (Formulário 10Q) e mensais (Formulário 8K).

Como já mencionado, a Lei de 1934 ocupa-se da importante questão de transações com informações privilegiadas (*insider trading*). O uso ilegal de informações acontece quando qualquer pessoa que obteve informações especiais não públicas (i.e., informações internas) compra ou vende títulos baseados nessas informações. Uma seção da Lei de 1934 trata de pessoas com informações privilegiadas, tais como conselheiros de administração, executivos e maiores acionistas, enquanto outra trata de qualquer pessoa que tenha obtido informações internas. A intenção dessas seções é prevenir que o pessoal interno ou o pessoal que possua informação interna exerça uma vantagem injusta por possuir tais informações no momento da negociação.

Um exemplo de episódio com informação privilegiada nos Estados Unidos envolveu Raj Rajaratnam, o fundador do fundo de *hedge* Galleon Group. Ele foi acusado de buscar informações privilegiadas junto a amigos em diversas empresas. Por exemplo, uma escuta do governo interceptou uma conversa em que Rajaratnam disse “Eu ouvi ontem de alguém que está no conselho da Goldman Sachs que eles irão perder \$ 2 por ação. O mercado acha que eles vão ganhar \$ 2,50”. Ele foi preso em outubro de 2009 e, em maio de 2011, foi condenado por 14 acusações de fraudes de valores mobiliários e por conspirar para a prática de fraudes com títulos mobiliários.

Legislação no mercado norte-americano: o Sarbanes-Oxley Act

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, 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 feitos ao diretor-presidente 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 listada em bolsa nos Estados Unidos 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 também criou nos Estados Unidos o Public Companies Accounting Oversight Board (PCAOB) para estabelecer diretrizes de auditoria e padrões éticos. Ela exige que comitês de auditoria dos conselhos das empresas abertas incluam apenas conselheiros externos e independentes para supervisionar as auditorias anuais e divulgar se os comitês possuem especialistas em finanças (e, se não têm, por que motivo?).

No caso de empresas brasileiras com títulos mobiliários listados em bolsas norte-americanas, o motivo para não ter um comitê de auditoria é simples: a existência do conselho fiscal. O conselho

fiscal é previsto na legislação brasileira desde o Código Comercial de 1850 e, com as alterações mais recentes da Lei das S/A, adquiriu poderes em muito superiores ao de um comitê de auditoria.⁸

Comitês são órgãos de grande importância para o bom funcionamento dos conselhos de administração, especialmente o comitê de auditoria. Porém, comitês do conselho de administração, como é o comitê de auditoria, assessoram o conselho de administração, com mais dedicação de tempo e aprofundamento das questões tratadas no conselho de administração. Já o conselho fiscal é um conselho independente; o conselho fiscal, segundo a Lei Societária Brasileira, fiscaliza os atos dos administradores, portanto, fiscaliza a diretoria e o conselho de administração.

A SOX contém outras exigências-chave. Por exemplo, os executivos da empresa de capital aberto 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 das empresas norte-americanas pela exatidão de suas demonstrações financeiras.

No Brasil, essas sempre foram responsabilidades da administração, pois estão previstas ou decorrem da Lei das S/A. A teoria do domínio do fato trazida no julgamento da Ação Penal 470 pelo Supremo Tribunal Federal também pode ter consequências agravantes na interpretação dos tribunais sobre a responsabilidade dos administradores.

Como qualquer lei, obviamente há custos. A SOX aumentou as despesas com auditoria – algumas vezes drasticamente. Em 2004, a média de custos de conformidade para grandes empresas nos Estados Unidos era de US\$ 4,51 milhões. Em 2007, essa média de custos de conformidade havia caído para US\$ 1,7 milhão, dando a impressão de que o peso estava diminuindo, mas isso ainda não é comum, especialmente para empresas menores. O aumento de custos levou a muitos resultados não intencionados. Por exemplo, em 2003, 198 empresas cancelaram a listagem de suas ações nas bolsas norte-americanas (decidiram “sair dos holofotes”), e aproximadamente o mesmo número cancelou sua listagem em 2004 – números muito elevados em relação àqueles do ano de 1999, quando o número de cancelamentos foi de um pouco mais de 30. Muitas das empresas que cancelaram sua listagem em bolsa afirmaram que o motivo foi evitar o custo de cumprir a SOX.⁹

Uma empresa que cancela a listagem de suas ações em bolsa não precisa arquivar relatórios trimestrais e anuais junto à CVM (Comissão de Valores Mobiliários) ou, no caso de empresas listadas nos Estados Unidos, junto à SEC (*Securities Exchange Commission*). Auditorias anuais feitas por auditores independentes não são exigidas, e, no caso dos executivos norte-americanos, eles não precisam certificar a exatidão de relatórios financeiros, portanto, a economia pode ser enorme para essas empresas. É claro, há custos. Os preços das ações normalmente caem quando uma empresa anuncia que está cancelando sua listagem em bolsa (no Brasil, o cancelamento de listagem somente pode ser feito mediante prévia oferta pública de compra para fechamento de

⁸ Segundo a SEC, a listagem de títulos mobiliários por emissores privados estrangeiros nos Estados Unidos está isenta de quaisquer exigências relativas ao comitê de auditoria se: a) tiver um conselho auditor ou conselho similar, previsto no estatuto, estabelecido conforme a lei nacional do país do emissor; b) tal conselho for separado do conselho de administração; c) os membros do conselho não forem eleitos pelo conselho de administração e nenhum executivo da empresa for membro desse conselho; d) a lei do país estabelecer a independência desse conselho perante o emissor ou o seu conselho de administração; e) esse conselho for responsável – na extensão permitida pela lei nacional do emissor – pela supervisão dos trabalhos da auditoria independente. Todas essas exigências são cumpridas pelo Conselho Fiscal no Brasil (ver art. 161 a 165 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a Lei das S/A). A SEC também reconhece que, embora órgãos como esses exerçam uma supervisão independente dos auditores externos, podem não ter condições de cumprir com todas as exigências da SOX e que, não obstante isso, nas palavras da SEC “[...] we believe that the supervisory or non-management board is the body within the company best equipped to comply with the requirements.” Ver Securities Exchange Commission (SEC). Release nº 33-8220. Standards relating to listed company audit committees. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>>.

⁹ Porém, no artigo *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices Over Time* *Journal of Financial Economics*, v. 91, n. 3, mar. 2009, p. 253–77, Craig Doidge, Andrew Karolyi e René Stulz mostram que a queda nos cancelamentos não está diretamente relacionada à SOX. Eles concluem que a maioria dos cancelamentos em Nova York ocorreu em função de fusões e aquisições, dificuldades financeiras e reestruturações.

capital, para o que a ofertante precisa divulgar relatório de avaliação de suas ações produzido por uma empresa de avaliações independente). Além disso, é comum que tais empresas tenham acesso limitado aos mercados de capital e maiores juros em empréstimos bancários.

É provável que a SOX também tenha afetado o número de empresas que iriam abrir seu capital nos Estados Unidos. Por exemplo, quando a Peach Holdings, com sede em Boynton Beach, na Flórida, decidiu abrir seu capital em 2006, evitou os mercados de ações norte-americanos, escolhendo em seu lugar o *Alternative Investment Market* (AIM) da Bolsa de Valores de Londres. Para abrir seu capital nos Estados Unidos, a empresa teria que pagar uma taxa de \$ 100.000, mais cerca de \$ 2 milhões para estar de acordo com a SOX. Em vez disso, a empresa gastou apenas \$ 500.000 em sua oferta de ações na AIM.

Embora a SOX seja uma lei norte-americana, específica para as empresas listadas nas bolsas nos Estados Unidos, dado o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano, as fraudes lá perpetradas exigiram um aparato defensivo tão 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 Mobiliários (CVM) brasileira exige que as divulgações realizadas pelas empresas listadas no Brasil divulguem as mesmas informações em todos os mercados (se diferente fosse, 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.

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 atual*: onde a empresa conseguirá o financiamento de longo prazo para pagar seus investimentos? Em outras palavras, qual combinação entre passivo e patrimônio líquido deve ser usada para financiar as operações?
 - c. *Administração do capital de giro*: 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 uma forma de organização superior a outras quando se trata de levantar dinheiro e transferir o direito de participação. Nos Estados Unidos, ela tem a desvantagem significativa da dupla tributação sobre os lucros.
4. Em uma grande empresa de capital aberto, existe a possibilidade de conflitos entre acionistas e administradores ou 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 de uma empresa de capital aberto são ampliadas pela existência dos mercados financeiros.

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?

QUESTÕES CONCEITUAIS

1. **Problemas de agência** Quem é o proprietário de uma empresa de capital aberto? 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 no modo organizacional de empresa de capital aberto? Nesse contexto, que tipos de problemas podem surgir?

2. **Objetivos de empresas sem fins lucrativos** Suponhamos que você seja o administrador financeiro de uma empresa sem fins lucrativos (um hospital beneficente, talvez). Quais objetivos você acha que seriam apropriados?
3. **Objetivo da empresa** Avalie a seguinte declaração: os administradores não devem se concentrar no valor corrente da ação, porque isso levará a uma ênfase excessiva nos lucros de curto prazo em detrimento dos lucros de longo prazo.
4. **Ética e objetivos da empresa** Nosso objetivo de maximizar o valor das ações pode entrar em conflito com outros objetivos, como, por exemplo, evitar um comportamento antiético e ilegal? Especificamente, você acha que temas como cliente, segurança no trabalho, meio ambiente e o bem geral da sociedade se ajustam a essa estrutura ou são essencialmente ignorados? Pense em cenários específicos para ilustrar sua resposta.
5. **Objetivo internacional da empresa** O objetivo de maximizar o valor das ações seria diferente se estivéssemos pensando na administração financeira de uma empresa localizada em outro país? Por quê?
6. **Problemas de agência** 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?
7. **Problemas de agência e propriedade corporativa** A propriedade corporativa varia em todo o mundo. Historicamente, nos Estados Unidos, os indivíduos têm sido a maioria dos acionistas das empresas de capital aberto norte-americanas. Na Alemanha e no Japão, porém, os bancos, outras grandes instituições financeiras e outras empresas possuem a maioria das ações das empresas de capital aberto. Você acha que os problemas de agência podem ser mais ou menos sérios na Alemanha e no Japão em relação aos Estados Unidos? O problema de agência também ocorre no Brasil? Quem são os principais acionistas das empresas brasileiras de capital aberto?
8. **Problemas de agência e propriedade corporativa** Nos últimos anos, grandes instituições financeiras, como os fundos de investimento abertos e os fundos de pensão abertos e fechados, têm se tornado os acionistas dominantes, e essas instituições estão mais ativas nas questões corporativas. Quais são as implicações dessa tendência para os problemas de agência e o controle corporativo?
9. **Remuneração dos executivos** Os analistas têm indicado que a remuneração dos altos executivos nos Estados Unidos é alta demais e deve ser reduzida. Por exemplo, se nos concentrarmos nas grandes empresas de capital aberto nos Estados Unidos, Larry Ellison, da Oracle, era um dos diretores-presidentes mais bem pagos nos Estados Unidos em 2010, tendo ganhado cerca de \$ 130 milhões somente naquele ano e mais de \$ 1 bilhão entre os anos de 2006 e 2010. Tais valores são excessivos? Ao responder essa pergunta, seria importante reconhecer que superestrelas do esporte, como Tiger Woods, grandes celebridades, como James Cameron e Oprah Winfrey, e muitos outros profissionais de sucesso em suas respectivas áreas ganham tanto quanto ou mais do que eles.
10. **Objetivo da administração financeira** Por que o objetivo do administrador financeiro é maximizar o preço corrente das ações da empresa? Em outras palavras, por que o objetivo não é maximizar o preço futuro?
11. **Divulgação da remuneração dos executivos no Brasil** Duas normas que tratam da divulgação da remuneração do pessoal chave da administração de empresas de capital aberto no Brasil são o Pronunciamento Técnico CPC nº 05, Divulgação sobre Partes Relacionadas, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, e a Instrução CVM nº 480, da Comissão de Valores Mobiliários, CVM (Item 13 do Anexo 22). O que essas normas determinam quanto à divulgação da remuneração de executivos de empresas abertas?