

Aula 01

Bibliografia: RWJ, cap. 01

Cláudio R. Lucinda

FEA-RP/USP



Objetivos da Aula

1 Apresentação do Curso



Objetivos da Aula

- 1 Apresentação do Curso
- 2 Introdução às Finanças Corporativas



Apresentação do Curso

- Este curso possui dois grandes objetivos básicos, relacionados com Finanças Corporativas.
 - O primeiro deles é fornecer aos discentes uma introdução aos métodos e técnicas de Gestão Financeira de Empresa, com foco no processo de cálculo e avaliação de empresas e projetos de investimentos.
 - O segundo dos grandes objetivos do curso é entender quais são as funções fundamentais das Finanças Corporativas e do processo de decisão em corporações, em especial sobre quais projetos de investimento devem ser financiados e como e quando financiar tais projetos.



Sistemática de Avaliação:

O discente será submetido ao seguinte conjunto de avaliações:

- 1** Duas provas com pesos 3 e 6, respectivamente;
- 2** Um trabalho a ser apresentado ao final do curso com as seguintes características:
 - 1** Uma apresentação em sala de aula na forma de slides em Power Point;
 - 2** Entrega do trabalho escrito em versão impressa ou em arquivo eletrônico;
 - 3** O trabalho deve ser desenvolvido em grupo;
 - 4** O peso do trabalho na média final é igual a 4.
- 3** A nota final do curso é a média geométrica ponderada dos resultados das avaliações acima.



O discente será submetido ao seguinte conjunto de avaliações:

- Duas provas com pesos 3 e 6, respectivamente;
- Um trabalho a ser apresentado ao final do curso com as seguintes características:
 - Uma apresentação em sala de aula na forma de slides em Power Point;
 - Entrega do trabalho escrito em versão impressa ou em arquivo eletrônico;
 - O trabalho deve ser desenvolvido em grupo;
 - O peso do trabalho na média final é igual a 4.
- A nota final do curso é a média geométrica ponderada dos resultados das avaliações acima.

1. Média Geométrica ponderada: $\sqrt[13]{P_1^3 \times FI_2^6 \times T^4}$, ou seja, SE ZERAR EM UM DOS TRABALHOS, A MÉDIA É ZERO.

Bibliografia:

- Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2008) Financial Management. 12ª Edição. South-Western CENGAGE Learning.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey (2008). Corporate Finance. 8a. Edição. New York: McGraw Hill Irwin.
- Copeland, T & Weston, F. (1988) Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley.
- Bruner, R. F. (2009). Estudos de casos em finanças: gestão para criação de valor corporativo. 5ª. Edição. São Paulo: McGraw Hill.



Software Recomendado:

- No tipo de curso aqui ministrado, não dá para escapar do Microsoft Excel.
- Portanto, boa parte dos exercícios propostos serão no Excel – e, com certeza, o trabalho final também.
- As provas não serão no laboratório de informática, a princípio.



Outline

- O que são as finanças corporativas?
- Os objetivos da Administração Financeira
- O problema de agência e o controle da corporação
- Ética e Governança Corporativa
- Mercados Financeiros



Finanças Corporativas: Campos Principais

- Orçamento de Capital: O processo de planejamento e gestão dos investimentos de longo prazo em ativos fixos.
- Estrutura de Capital: Gestão da Composição de Dívida e Capital Próprio mantido pela firma, assim como a composição em termos de prazos destes dois componentes
- Gestão de Capital de Giro: Gestão dos ativos e passivos circulantes e o problema de sincronização entre as entradas e saídas de caixa.



Formas Modernas de Empresa:

- Pessoa Jurídica: Um negócio criado como uma entidade legal distinta dos indivíduos que fazem parte dela.
- Separação de controle (acionistas) e gestão (profissional).
- A propriedade pode ser facilmente transferida
- Responsabilidade Limitada



Formas de Organização (Brasil):

- Sociedades em nome coletivo;
- Sociedade em comandita simples;
- Sociedade em comandita por ações;
- Sociedade por quotas de responsabilidade limitada;
- Sociedade anônima.
- Os dois últimos tipos societários são os mais importantes.



Sociedade em nome coletivo

- Segundo M.C.A. Führer, in "Resumo de Direito Comercial".
 - "Neste tipo de sociedade todos os sócios respondem ilimitadamente com os seus bens particulares pelas dívidas sociais. Se a sociedade não saldar seus compromissos, os sócios poderão ser chamados a fazê-lo. O nome só pode ter a forma de firma ou razão social.
- É a primeira modalidade de sociedade conhecida, e costuma ser chamada também de sociedade geral, sociedade solidária ilimitada. Apareceu na Idade Média e compunha-se a princípio dos membros de uma mesma família, que sentavam à mesma mesa e comiam do mesmo pão.



Sociedade em nome coletivo (II):

- Daí surgiu a expressão " & Companhia" (do latim et cum pagnis, ou seja, o pai de família e os seus comiam do mesmo pão). E usavam uma assinatura só, coletiva e válida pra todos (um por todos, todos por um), sendo esta a origem da firma ou razão social".
- A sociedade em nome coletivo é a única em que todos os sócios sempre respondem ilimitadamente, ainda que não tenham poderes para representar a sociedade.
- Tal sociedade, contudo encontra-se em desuso. Na Junta de Comércio de São Paulo, o último tipo societário dessa espécie desapareceu em 1948.



Sociedade em comandita simples

- Na lição de M.C. Führer, in "Resumo de Direito Comercial",
 - "Nesta sociedade existem dois tipos de sócios. Os comanditários, ou capitalistas, respondem apenas pela integralização das cotas subscritas, prestam só capital e não trabalho, e não têm qualquer ingerência na administração da sociedade.
 - E os sócios comanditados (que melhor seriam chamados de "comandantes"), além de entrarem com capital e trabalho, assumem a direção da empresa e respondem de modo ilimitado perante terceiros.
 - A firma ou razão social só poderá ser composta com os nomes dos sócios solidários (comanditados). Se, por distração, o nome de um sócio comanditário figurar na razão social, este se tornará, para todos os efeitos, um sócio comanditado. Referem os autores que a sociedade em comandita teve origem na comanda marítima, em que o proprietário de um navio se



Sociedade em comandita simples (II):

- Em síntese, na sociedade em comandita simples, a figura do comerciante aparece nos sócios comanditados. São eles que:
 - praticam os atos de comércio;
 - gerenciam a sociedade;
 - têm seus nomes compondo a firma ou razão social;
 - respondem ilimitadamente pelas obrigações da sociedade.



Sociedade em Comandita por Ações

- Tanto na sociedade em comandita simples como na sociedade em comandita por ações, a característica fundamental é a existência de duas classes de sócios: os comanditados, que respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações da sociedade, e os comanditários, que respondem apenas até o montante das cotas ou ações subscritas.
- A sociedade em comandita simples, contudo, é uma sociedade de pessoas, ao passo que a sociedade em comandita por ações é uma sociedade de capitais.
- Na sociedade em comandita por ações, o capital é dividido em ações. Ela rege-se pelas mesmas normas relativas às sociedades anônimas, mas com algumas diferenças:



Sociedade em Comandita por Ações (II):

- 1** na comandita por ações, só os acionistas podem ser diretores ou gerentes, sendo nomeados no próprio estatuto ao passo que na sociedade anônima a diretoria é composta por pessoas não necessariamente acionistas, eleitas e destituíveis pelo Conselho de Administração da S/A ou pela Assembléia Geral, caso o Conselho não exista.
- 2** os diretores ou gerentes da comandita por ações possuem muito mais poder que os diretores da S/A, uma vez que não podem ser destituídos tão facilmente (só podem ser destituídos por maioria de 2/3 dos acionistas), mas por outro lado, possuem uma responsabilidade muitíssimo maior, pois sempre respondem ilimitadamente com seus bens particulares pelas obrigações sociais, ao passo que os gerentes e acionistas controladores da S/A que usam efetivamente seu poder só respondem pessoalmente com seus bens se causarem dano através de atos praticados com dolo, culpa ou abuso de poder.
- 3** as sociedades anônimas somente podem utilizar denominação, ao passo que as comanditas por ações podem usar tanto denominação como razão social, mas com um detalhe, dever-se-á acrescentar, sempre, a expressão "comandita por ações" no final do nome.



- as companhias por ações, só os acionistas podem ser diretores ou gerentes, sendo necessária no primeiro momento ao passo que na sociedade anônima a diretoria é composta por pessoas não necessariamente acionistas, eletas e destituíveis pelo Conselho de Administração da S/A ou pela Assembleia Geral, caso o Conselho não exista.
- os diretores ou gerentes de companhia por ações possuem muito mais poder que os diretores da S/A, visto que eles podem ser destituídos tão facilmente (e podem ser destituídos por maioria de 2/3 dos acionistas), mas por outro lado, possuem uma responsabilidade muito mais ampla, pois sempre respondem individualmente com seus bens particulares pelas obrigações sociais, ao passo que os gerentes e acionistas controladores da S/A que não efetivamente não podem se responsabilizar pessoalmente com seus bens se casarem disso através de atos praticados com dolo, culpa ou abuso de poder.
- as sociedades anônimas também podem sofrer descontinuidade, ao passo que as companhias por ações podem estar tanto denominadas como razão social, mas com um detalhe, deve-se à sociedade, sempre, a expressão "companhia por ações" no final do nome.

1. Da mesma forma que a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita por ações encontra-se em franco declínio, não sendo mais utilizada nos dias de hoje.

Sociedades por cotas de responsabilidade limitada.

■ Características

- A firma ou denominação devem ser sempre seguidas da palavra "limitada", visto que se for omitida esta declaração, serão havidos como solidários e ilimitadamente responsáveis os sócios-gerentes e todos os que fizerem uso da firma social.
- Exemplo de nome de sociedade por cotas formado por firma ou razão: Pereira, Almeida & Cia. Limitada.
- Exemplo de nome de sociedade por cotas formado por meio de denominação. Perfumaria Carioca, Limitada.



SRL (Cont.):

- Todos os sócios respondem solidariamente pela parte que faltar para preencher o pagamento das quotas não inteiramente integralizadas, em caso de falência.
- O uso da firma, nas sociedades por cotas de responsabilidade limitada, cabe aos sócios-gerentes, se, porém, for omissa o contrato, todos os sócios dela poderão usar.
- Não poderão os sócios usar indevidamente a firma social sob pena de responderem a ação por perdas e danos, além de arcarem com responsabilidade na esfera criminal, se for o caso.



SRL (III):

- Nas sociedades por cotas de responsabilidade limitada os sócios terão uma série de obrigações, tais como:
 - a obrigação relativa à integralização das cotas conforme o prazo e de acordo com o que foi estabelecido no contrato social;
 - a obrigação dos sócios de responderem, ilimitadamente, por todos os atos, ou deliberações contrárias ao contrato social, ou à própria lei;
 - a obrigação de responderem com as suas cotas pelo pagamento das obrigações assumidas até a data da retirada, na hipótese de retirada dos sócios da sociedade;
 - a obrigação por parte dos sócios de integralizarem de forma solidária todo o capital estipulado no contrato social, em caso de falência.



SRL (IV):

- A administração das sociedades por quotas compete aos sócios-gerentes.
- Os sócio-gerentes e os que derem o nome à firma normalmente não respondem pessoalmente pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, mas respondem para com esta e para com terceiros, solidária e ilimitadamente, pelo excesso de mandato e pelos atos praticados com violação do contrato ou da lei.



Sociedades Anônimas

- Sociedade anônima, também conhecida pela denominação Companhia, é a sociedade cujo capital social está dividido em ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas está limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.
- Nos termos do art. 2º da Lei nº 6.404/76, poderá ser sociedade anônima qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem e aos bons costumes, devendo o estatuto social definir o objeto social de modo preciso, claro e completo. o d) Características gerais



S/A – Características:

- 1 Qualquer que seja o seu objeto, a companhia será sempre mercantil e será regulada pelas leis e usos do comércio;
- 2 O capital social será dividido em partes iguais que recebem o nome de ações; ações são títulos (títulos de crédito) emitidos pelas sociedades anônimas que podem ser negociados, cedidos, dados em usufruto ou caucionados.
- 3 Podem ser abertas ou fechadas, conforme os valores mobiliários de sua emissão permitirem ou não a negociação em bolsas ou no mercado de balcão (apenas os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão);



SA – Características (cont.)

- 1 Nas sociedades anônimas o que se prepondera é o capital e não a qualidade pessoal dos membros que a integram; desta forma, a impessoalidade é uma das características das S/A;
- 2 Os membros que integram as sociedades anônimas são chamados de acionistas e, quanto à responsabilidade dos mesmos, restringe-se à integralização das ações que subscreveram quando entraram para a sociedade;
- 3 O estatuto social não precisará ser modificado pelas entradas ou saídas de acionistas, pois não é a qualidade dos sócios que prepondera nas S/A, mas sim o seu capital;
- 4 O nome mercantil é sempre uma denominação, conforme ver-se-á a seguir.



SA – Requisitos

- Há três requisitos preliminares que devem ser atendidos por ocasião da constituição de uma sociedade anônima:
 - 1 subscrição de todo o capital social, por duas pessoas, no mínimo;
 - 2 realização como entrada de pelo menos 10% do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro;
 - 3 depósito das entradas em espécie (dinheiro) no Banco do Brasil ou outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários.



SA: Nome Comercial

- As sociedades anônimas adotam como nome comercial a chamada denominação.
- Nos termos do art. 3º e seus parágrafos, da Lei nº 6.404/76, "a sociedade será designada por denominação acompanhada da expressão "companhia" ou "sociedade anônima", expressa por extenso ou abreviadamente, mas vedada a utilização da primeira ao final. O nome do fundador, acionista, ou pessoa que, por qualquer outro modo, tenha concorrido para o êxito da empresa, poderá figurar na denominação."
- Exemplos: Cia. Tecelagem Amazonas Tecelagem Amazonas S/A Sociedade Anônima Tecelagem Amazonas.



SA: Princípio da desconsideração jurídica

- Em regra, o patrimônio da pessoa jurídica não se confunde com o de seus sócios. Existe uma barreira separando as duas coisas, chamada "autonomia patrimonial" da pessoa jurídica. Tal barreira é o que faz com que, no caso de falência de uma Sociedade Anônima, por exemplo, os seus acionistas respondam pelas obrigações da empresa somente até o limite do valor de suas ações, ou seja, até o limite de sua participação no Capital Social, ainda que o montante das dívidas seja superior ao patrimônio da empresa.
- Entretanto, em casos de fraude, ou seja, em situações nas quais os integrantes da sociedade se utilizam da autonomia patrimonial conferida à pessoa jurídica da empresa para obter vantagens ilícitas, a lei permite ao juiz desconsiderar essa barreira e executar bens pessoais dos sócios da pessoa jurídica em favor dos credores lesionados.



Responsabilidade Limitada – Limites

- Chamada pelos ingleses de disregard of legal entity, a doutrina da desconsideração da pessoa jurídica foi aplicada pela primeira vez na Inglaterra, em 1897. Tratava-se do caso Salomon x Salomon & Company.
- O Sr. Salomon era sócio de uma empresa com mais outros tantos sócios, a Salomon & Company, que tornou-se insolvente. Os credores questionaram o disfarce da Salomon & Company, alegando que esta era uma extensão da personalidade do Sr. Salomon, pois este, através da companhia, fraudava mais facilmente, praticando atos que não poderia praticar enquanto pessoa natural.
- O juiz de primeira instância deu ganho de causa aos credores e disse que o Sr. Salomon de fato era sinônimo da Salomon Company. Mesmo com a reforma da sentença em instância superior, com o tribunal dizendo que o Sr. Salomon era



Limites Responsabilidade Limitada

- E hoje, no Direito Americano e no Direito Alemão, quando fica provado que o sócio majoritário se valeu da sociedade para fins ilícitos, para tirar proveitos para si próprio, interpreta-se que é o sócio majoritário que está agindo e não a pessoa jurídica. Portanto, o juiz pode equiparar o sócio à sociedade.
- Configura-se, nestes casos, uma sociedade de fachada, formada muitas vezes pelo sócio majoritário e seus familiares objetivando a fraude desde logo, e tendo a desculpa da pessoa jurídica para atingir seus objetivos pessoais.
- Um juiz pode ainda equiparar a pessoa jurídica à pessoa natural do próprio sócio ao verificar que a sociedade é criada para burlar norma de Direito Público ou em quaisquer outros casos em que a sociedade é usada como artifício para isentar a responsabilidade de quem a está gerindo.



Quem toma as decisões?

- Proprietários (em empresas familiares e empresas pequenas)
- Gestores profissionais
- Em muitos casos, um grande desafio das empresas é conseguir transitar do primeiro para o segundo bullet....E muita empresa quebrou no processo.



Administradores Financeiros:

- Muitas das decisões das empresas são atribuições dos Administradores Financeiros.
- Usualmente, existe um VP de Finanças ou Diretor de Finanças que é encarregado de tomar tais decisões
 - Tesoureiro - Supervisiona a gestão de caixa, de crédito, despesas de capital e o planejamento financeiro
 - Controller - Supervisiona a gestão de impostos, contabilização de custos, processamento de dados e contabilização financeira.



Possíveis Objetivos da Administração Financeira

- Sobreviver
- Vencer a Competição
- Maximizar as Vendas
- Maximizar o Lucro Líquido
- Maximizar a Participação de Mercado
- Minimizar os Custos
- Maximizar o valor das Ações no mercado



O objetivo “apropriado” da gestão financeira

- Dos objetivos do slide anterior, o último – maximizar o valor (fundamental ou econômico) das ações é o adequado.
- Porquê? Os acionistas em uma Sociedade por Ações são os proprietários da empresa.
- A razão de ser da função deles é agir de forma a beneficiar os acionistas; ou seja, aumentar o valor das ações.
- O galho é que este valor não é diretamente observável



CEO's na Crise de 2007/2008:

- Richard Fuld foi o CEO da Lehman Brothers quando da sua quebra. Sua gestão à frente da empresa durou 14 anos.
- Mesmo não tendo vendido suas ações antes da falência, ele tirou aproximadamente 500 milhões de dólares em bônus nos 7 anos anteriores à falência.
- Alan Fishman gerenciou o Washington Mutual (WaMu) pelo longo prazo de 17 DIAS antes de quebrar. Ele saiu com um bônus de 19 milhões de dólares.

- Fonte:

<http://www.mint.com/blog/finance-core/golden-parachutes-how-the-bankers-we>



Valor *versus* Preço

- O valor das ações é uma variável não observada. No entanto, o preço das ações pode ser observado sim.
- Se acredita-se que o preço da ação é uma boa estimativa do valor da mesma, então maximizar o preço da ação seria um objetivo adequado.
- Agora, isso nem sempre é verdade. É possível agir de forma a maximizar o preço da ação e, ao mesmo tempo, prejudicar o valor da empresa.



O problema de agência

- Relação de Agência:
 - Os principais (cidadãos) contratam um agente (o prefeito) para representar os seus interesses
 - Os principais (acionistas) contratam agentes (gestores) para tocar a companhia.
- Problema de Agência:
 - Conflito de interesses entre os principais e os agentes
 - Evidentemente, se os agentes tivessem 100% das ações da empresa, isso não ocorreria.
 - Quando a participação dos agentes na base de ativos é maior do que zero e menor do que 100, ainda existe o problema.



Custos de Agência

- **Custos Diretos.** Despesas que os principais têm de incorrer para garantir que o agente aja de fato de acordo com os seus interesses e não o dele mesmo.
 - Despesas desnecessárias, benefícios oferecidos ao agente
 - Custos de Monitoramento
- **Custos Indiretos,** associados com o processo de tomada de decisão menos do que ótimo em resposta ao problema de agência.
 - Por exemplo, o gestor pode preferir um projeto menos ótimo do ponto de vista de maximização do valor da ação, por ser menos arriscado e aumentar a probabilidade de se manter no emprego.



Incentivos Gerenciais

- Os objetivos dos gestores são, frequentemente, diferentes dos objetivos dos acionistas
 - “Brindes” caros
 - Sobrevivência
 - Crescimento e Tamanho da Empresa, que não necessariamente se relacionam com a riqueza dos acionistas



Governança Corporativa

- O problema é alinhar os incentivos dos agentes com os dos principais. Dois grandes caminhos para isso:
- Compensação
 - Incentivos diretos (\$\$\$, opções de ações, ameaça de demissão), utilizadas para alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas
- Controle Corporativo:
 - Os gestores podem ficar com medo da empresa ser comprada e tocar o negócio no interesse dos acionistas. Afinal de contas, uma empresa que é mal gerida pode ser uma oportunidade para ganhos para um novo dono.
 - Pressão de outros interessados



Ética

- Espera-se que os gestores ajam de uma forma ética.
- A ética é a área em que se distingue o que é bom do que é ruim.
- Mas qual seria o critério ou diretriz para fazer isso?
- Algumas diretrizes para isso, mas nenhuma fácil
- Dois princípios



Dois Princípios

- Regra de Ouro; Faça aos outros aquilo que gostaria que fizessem com você
 - Limite deste princípio: Whack the next guy with the same respect you'd like to be whacked with, you know? (Fonte: Cathcart and Klein, 2007).
- Confucionismo: Não faça aos outros aquilo que não quer que façam a você.
 - Este é um critério mais robusto, mas não é informativos sobre aquilo que você deveria fazer.



Dilema Ético

- Decisões éticas frequentemente geram dilemas.
- Suponha que vocês sejam CEO de um grande banco de investimentos em 2005. Boa parte dos seus competidores começa a investir em títulos lastreados em hipotecas (*Mortgage Backed Securities*), e as ações deles começam a subir muito.
- No entanto, você sabe que este tipo de aplicação é extremamente arriscada, sendo que pequenas alterações na inadimplência levam a enormes aumentos na probabilidade de insolvência destes títulos. Ao mesmo tempo, você sabe que os seus investidores ficariam desapontados com um preço menor das ações se não fizesse o mesmo.
- Qual é a resposta?



Resposta:

- Não tenho uma resposta para isso, senão não seria um dilema.
- O que posso dizer é que, como gestores profissionais, vocês devem agir eticamente.
- E, com certeza, nunca façam nada que os coloquem na cadeia.
- Alguns bancos e instituições financeiras não entraram na onda....E outros entraram.

