

FINANCIAMENTO DA COMPANHIA E ESTRUTURA DE CAPITAL

LUIZ ALBERTO COLONNA ROSMAN / PEDRO WEHRS DO VALE FERNANDES

Sumário: 1. Apresentação do tema – 2. Introdução – 3. Fontes externas e internas de financiamento – 4. Fontes externas de financiamento: instrumentos financeiros – 5. A classificação das fontes externas de capital financeiro. Capital próprio e capital de terceiros – 6. Estrutura de capital – 7. O financiamento do capital fixo e do capital circulante: 7.1. Financiamento do capital fixo; 7.2. O financiamento do capital circulante – 8. Vantagens e desvantagens do financiamento com fontes externas de capital próprio e de capital de terceiros: 8.1. Vantagens do uso de capital próprio; 8.2. Desvantagens do uso de capital próprio; 8.3. Vantagens do uso de capital de terceiros; 8.4. Desvantagens do uso de capital de terceiros – 9. Conclusão.

1. APRESENTAÇÃO DO TEMA

Os organizadores desta obra coletiva sobre os aspectos jurídicos e estratégicos das finanças corporativas muito nos honraram com o convite para tratarmos do assunto “*funding* adequado ao crescimento: estrutura de capital”. Procuraremos, portanto, nas linhas que se seguirão, abordar as fontes de financiamento de sociedades e sua classificação, discorrer sobre sua estrutura de capital, bem como pontuar algumas razões que poderiam levar os administradores das companhias a optarem por financiamento utilizando fontes de capital próprio ou de terceiros.

2. INTRODUÇÃO

A disponibilidade de bens e serviços para o mercado em geral, conforme ressalta Giuseppe Ferri,¹ não é fruto de ação acidental e improvisada, mas objeto de atividade

¹ FERRI, Giuseppe. *Manuale di Diritto Commerciale*. 5. ed. Torino: Unione Tipografica – Editrice Torinese – UTET, 1980. p. 35-36.

especializada e profissional, que se explica por meio de organismos econômicos propositadamente predispostos.

Esses organismos econômicos, que se concretizam na organização dos fatores de produção e que se propõem à satisfação das necessidades do mercado em geral, assumem a terminologia de empresa.

Assim, do ponto de vista socioeconômico, a empresa consiste na *unidade de produção coletiva* existente em uma economia de mercado, ou seja, na organização de recursos (humanos, naturais e de capital) para a realização de atividade produtiva.

Como compete ao empresário obter os recursos naturais, humanos, de capital e financeiros para a empresa, o desenvolvimento das atividades dessa unidade de produção coletiva depende de financiamento.

Nas sociedades empresárias, os recursos financeiros iniciais para o exercício da empresa são conferidos pelos sócios.² Nesse sentido, o art. 981 do Código Civil define o contrato de sociedade como aquele em que pessoas “reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

É, portanto, da essência do contrato de sociedade a contribuição dos sócios para a formação do capital social, sendo que no caso das sociedades limitadas e anônimas, essa contribuição, por expressa determinação legal, deve ser realizada em dinheiro ou em bens (art. 7º, Lei nº 6.404/1976; art. 1.055, § 2º, Código Civil).

Após essa contribuição inicial dos sócios, a sociedade poderá se valer de outras fontes (interna ou externas) para o financiamento da empresa exercida, que não o aporte de capital dos sócios, conforme for mais adequado ao desenvolvimento das atividades sociais. Como adverte Paulo de Tarso Domingues:

O capital social é, pois, em regra, do ponto de vista cronológico, a primeira forma de financiamento da sociedade. Isto não significa, no entanto, que o capital social tenha de constituir a principal fonte de financiamento societário, nem sequer a principal fonte de financiamento por parte dos sócios.³

3. FONTES EXTERNAS E INTERNAS DE FINANCIAMENTO

Costuma-se classificar o capital financeiro aplicado na sociedade de acordo com o modo de formação do capital no seu patrimônio, se proveniente de fonte *externa* ou *interna*.

² Importante pontuar a distinção entre o termo *empresário*, que designa o sujeito de direito, aquele que é titular de direitos e obrigações, podendo ser individual ou coletivo (nesse caso, *sociedade empresária*), e o termo *empresa*, que significa a atividade econômica exercida pelo empresário ou pela sociedade empresária.

³ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Capitalização de Sociedades. Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2012. p. 445.

Diz-se que o capital financeiro aplicado em determinada sociedade tem origem em fonte *externa* quando advém de transferência de capital do patrimônio de outra pessoa. Quando os recursos financeiros originam-se do lucro proveniente das atividades da própria sociedade, sua fonte é *interna*.

Normalmente, sociedades em início de atividade, que ainda realizam uma empresa⁴ de menor escala, não conseguem expandir suas atividades tão somente com o reinvestimento de lucros. Sociedades de médio e grande porte muitas vezes recorrem a fontes externas de financiamento a fim de equalizar suas finanças ou para executar projeto de investimento de maiores dimensões.

4. FONTES EXTERNAS DE FINANCIAMENTO: INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Essas fontes externas de financiamento são obtidas mediante negócios jurídicos realizados nos mercados financeiros (mercado monetário e mercado de capitais). Muitas vezes, o financiamento externo é materializado em contratos celebrados entre o financiador e o financiado, como no caso, por exemplo, de contratos de abertura de crédito rotativo com instituições financeiras. Em outras situações, todavia, o financiamento se dá mediante troca de moeda por valores mobiliários e/ou títulos de crédito, que podemos denominar genericamente de instrumentos financeiros.

As trocas podem se dar em mercados primários (quando há criação de novos instrumentos financeiros) ou em mercados secundários (nos quais são trocados instrumentos já em circulação). O mercado secundário não é fonte de capital financeiro da sociedade, mas é relevante na medida em que – ao dar-lhes liquidez – estimula a aquisição de instrumentos financeiros no mercado primário.

Os instrumentos financeiros, conforme expõe José Luiz Bulhões Pedreira, “são os bens patrimoniais permutados por moeda nas trocas dos mercados financeiros”. E continua o jurista esclarecendo que, em sua maioria, “foram inventados e desenvolvidos especialmente para as trocas nos mercados financeiros, como os títulos de dívida pública, debêntures, ações e demais valores mobiliários”, mas também compreendem “títulos de crédito criados em operações a prazo nos mercados de produtos, como as duplicatas”.⁵

São instrumentos financeiros de emissão exclusiva das sociedades anônimas as ações (que conferem direitos de sócio); as partes beneficiárias (que conferem

⁴ O vocábulo *empresa* é aqui tratado como *atividade econômica organizada*. A empresa em seu “perfil funcional”, conforme lição de Alberto Asquini (cf. *Revista de Direito Mercantil* nº 104, p. 109 ss).

⁵ *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia (Conceitos Fundamentais)*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 349.

direitos de participação nos lucros); os bônus de subscrição (que conferem direito de subscrever aumento de capital); e as debêntures (que conferem direito de crédito).

A companhia possui ampla liberdade para adaptar os valores mobiliários por ela emitidos às condições dos mercados ou de negócios singulares, admitindo cláusulas que permitem a criação de títulos híbridos, que combinam características de tipos diferentes, como é o caso da debênture conversível em ação.

Podem, ainda, as sociedades anônimas se financiarem por meio de instrumentos financeiros não exclusivos das companhias, de que são exemplo: a Cédula de Crédito Bancário – CCB (Lei nº 10.931, 2/8/2004); a Cédula ou Nota de Crédito Industrial (DL nº 413/1969); a Cédula ou Nota de Crédito Comercial (Lei nº 6.480/1980); a Cédula de Crédito Imobiliário – CCI (Lei nº 10.931, 2/8/2004); a Cédula Hipotecária – CH (DL nº 70/1966); a Cédula de Produto Rural – CPR (Lei nº 8.929/1994); o Certificado de Direito Creditório do Agronegócio – CDCA; o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA; o Warrant Agropecuário – WA; o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA; a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA (Lei nº 11.076/2004); as Notas Comerciais do Agronegócio – NCA (IN CVM nº 422/2005); a Letra de Câmbio (Decreto nº 57.663/1966); a Nota Promissória (Decreto nº 57.663/1966); as Duplicatas de Mercadorias e de Serviços (Lei nº 5.474/1968); o conhecimento de depósito e o *warrant* (Decr. nº 1.102/1903); as Notas Promissórias Comerciais – *Commercial Papers* (Resolução BACEN nº 1.723/1990); o Certificado de Investimento Audiovisual – CIA (Lei nº 8.645/1993); *Bonds*, *Notes*, *Eurobonds* e *Euronotes* lançados no exterior, dentre outros.⁶

5. A CLASSIFICAÇÃO DAS FONTES EXTERNAS DE CAPITAL FINANCEIRO. CAPITAL PRÓPRIO E CAPITAL DE TERCEIROS

O capital (bens e direitos) aplicado no ativo da companhia origina-se ou de obrigações para com terceiros (empréstimos, débitos para com fornecedores, salários ou tributos a pagar etc.) ou de recursos próprios. Todos os bens e direitos que se acham aplicados no ativo da companhia integram seu patrimônio e a ela pertencem, mas parte desse capital se encontra apenas transitoriamente no patrimônio e deverá no futuro ser utilizado para o pagamento das obrigações (passivo exigível). Somente a diferença entre o valor do ativo e o das obrigações – o patrimônio líquido – constitui a parcela do capital aplicado no ativo a qual o titular do patrimônio pode usar, fruir e dispor livremente (o capital próprio), sem estar limitado pela obrigação de pagamento do passivo exigível.

⁶ O regramento jurídico dos instrumentos mencionados pode ser obtido por meio da análise dos atos normativos que os regulam, sendo certo que alguns trabalhos da presente obra coletiva tratam expressamente de alguns deles.

A forma e origem dos recursos financeiros captados pela companhia de fontes externas influencia diretamente na liberdade que possui para dispor dos bens e direitos integrantes de seu ativo patrimonial.

José Luiz Bulhões Pedreira⁷ ressalta que o capital existente em um patrimônio pode ser deslocado para outro mediante fluxo de duas espécies:

- a) de transferência de capital *de terceiros*: o titular do patrimônio que recebe a transferência adquire o poder de usar e de fruir do capital, mas não pode dele dispor gratuitamente, porque simultaneamente com a transferência nasce a obrigação de sua restituição; e
- b) de transferência de capital *próprio*: o titular do patrimônio que o recebe adquire os poderes de usar, fruir e dispor gratuitamente do capital porque da transferência não nasce obrigação de restituição.

Ajuda na compreensão da significação das expressões *capital próprio* e *capital de terceiros* a norma contida no art. 158 do Código Civil, que assim define a fraude contra credores:

Art. 158. Os negócios de transmissão gratuita de bens ou remissão de dívida, se os praticar o devedor já insolvente, ou por eles reduzido à insolvência, ainda quando o ignore, poderão ser anulados pelos credores quirografários, como lesivos dos seus direitos.

Da regra acima deduz-se que as pessoas que tenham dívidas ou obrigações não são livres para dispor gratuitamente de seus bens: só podem deles dispor de forma não onerosa se os bens e direitos remanescentes em seu patrimônio forem suficientes para o adimplemento de suas obrigações pecuniárias.

O valor financeiro (isto é, o valor em termos de moeda) dos bens dos quais determinada pessoa pode dispor gratuitamente, sem prejuízo aos seus credores, é seu *capital próprio*. Já o valor financeiro dos bens e direitos que devem permanecer no seu patrimônio para garantia dos credores é *capital de terceiros*.⁸

⁷ *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1333.

⁸ O art. 158 trata da anulabilidade de atos de transmissão gratuita porque nos de transmissão onerosa pressupõe-se que o lugar do bem transferido será ocupado por dinheiro ou por outro bem de valor financeiro equivalente. No caso das sociedades, a proteção dos credores, por conta do regime do capital social, é superior à da norma geral prevista neste artigo. O regime jurídico do capital social baseia-se na comparação do valor do capital social fixado no estatuto ou no contrato social com o valor de patrimônio líquido da sociedade, observada a norma do parágrafo único do art. 189 da Lei das Sociedades por Ações, que prescreve que o prejuízo de exercício será, obrigatoriamente, absorvido

O valor do capital próprio e do capital de terceiros de uma sociedade pode ser verificado a partir da análise de seu balanço: o valor financeiro do patrimônio líquido corresponde a seu capital próprio; e o do passivo exigível, ao capital de terceiros.

São exemplos de fontes externas de capital próprio (i) os subscritores de ações ou quotas do capital social, (ii) as pessoas privadas ou públicas que fazem doações ou concedem subvenções para investimento, (iii) os adquirentes ou subscritores de partes beneficiárias, bônus de subscrição, ou de debêntures colocadas por valor superior ao nominal (no que diz respeito ao valor que superar o de face).

O autofinanciamento, através da retenção de lucros, é outra fonte relevante e usual de capital próprio da companhia, nesse caso (como já referido), uma fonte interna de capital financeiro da empresa.

O capital de terceiros tem como fontes, por exemplo, (i) os fornecedores que concedem prazo para pagamento após a entrega de mercadoria ou equipamentos, (ii) os clientes que pagam antecipadamente por produtos ou serviços a serem fornecidos, (iii) as instituições financeiras que concedem empréstimos, financiamentos ou descontam duplicatas, (iv) o mercado primário de debêntures e (v) os órgãos públicos que cobram tributos cujo prazo para pagamento é posterior ao fato gerador.

6. ESTRUTURA DE CAPITAL

Estrutura de capital de uma sociedade é a proporção entre capital próprio e capital de terceiros que utiliza no seu financiamento.

Os administradores da companhia, em atendimento ao interesse social, sempre procurarão obter financiamento para o desenvolvimento dos negócios sociais da forma menos custosa e mais eficiente.

Para tentar reduzir seu custo de capital, uma companhia precisa, primeiramente, obter as informações acerca dos custos das diferentes fontes de financiamento. Em segundo lugar, deve saber como combinar essas diferentes fontes, a fim de atingir uma estrutura de capital ideal para suas características.

na seguinte ordem: primeiro pelos lucros acumulados, depois pelas reservas de lucros e, por fim, pela reserva legal. A regra básica do regime legal do capital social é que a sociedade somente pode transferir bens para os sócios, a título de distribuição de dividendos, preço de aquisição de ações ou quotas, ou resgate das próprias ações, com a parte do patrimônio líquido correspondente às reservas de lucros e aos lucros acumulados, ou seja, de valores que excedem do capital social fixado no estatuto. O regime jurídico do capital social compreende, portanto, diversas normas que asseguram sua fixidez, realidade e intangibilidade.

Os benefícios de uma estrutura de capital ótima são evidentes, conforme destaca William L. Megginson:

Se a estrutura de capital é relevante, e se conseguíssemos determinar precisamente quais fatores foram fundamentais, os benefícios para a sociedade seriam imensos. Administradores poderiam sempre se assegurar que suas companhias seriam financiadas ao menor custo possível, investidores poderiam realmente confiar suas poupanças ao mercado financeiro que garantiria máximo retorno pelo mínimo risco, e os legisladores poderiam projetar regimes regulatório e tributário que maximizassem um maior retorno agregado com o mínimo risco possível para que a parcela de capital investido de uma nação seja alocada considerando seu maior e melhor uso.⁹ (tradução livre)

Muitos estudos têm sido produzidos com o objetivo de analisar a importância da estrutura de capital e sua relevância na redução do custo de capital e no aumento do valor de mercado das companhias.

Em famoso estudo publicado no ano de 1958, Miller e Modigliani, contrariando o entendimento vigente, argumentaram que o valor total de uma companhia dependia da expectativa de sua *performance* e dos seus riscos comerciais, e que o valor de mercado de uma companhia, bem como seus custos de capital, eram independentes de sua estrutura de capital. Posteriormente, em trabalho apresentado em 1963, esses autores retificaram seu modelo anterior, reconhecendo a possibilidade de que os juros dos empréstimos fossem deduzidos do imposto de renda permitiria que as companhias pagassem menos imposto sobre seus lucros, aumentando-os, conseqüentemente.¹⁰

A evolução dos estudos de Miller e Modigliani deu origem a um modelo de estrutura de capital denominado *trade-off*. Essa teoria considera que as estruturas de capital das companhias são o resultado das ponderações entre os benefícios fiscais decorrentes do aumento do financiamento com dívidas (possibilidade de dedução dos juros sobre as dívidas do imposto sobre a renda) e os custos de falência

⁹ MEGGINSON, William L. *Corporate Finance Theory*. Massachusetts: Addison Wesley, 1997. p. 305. No original: "If capital structure does matter, and if we could determine precisely which factors were critical, the benefits to society would be immense. Corporate managers could always ensure that their companies were being financed at the lowest possible cost, investors could confidently entrust their savings to financial markets that guaranteed maximum return for minimum risk, and public policy-makers could design a regulatory and taxation regime that maximized aggregate output at the minimum possible risk to the nation's stock of investment capital could be allocated to its highest and best use".

¹⁰ WATSON, Denzil; HEAD, Tony. *Corporate Finance; Principles & Practice*. London: Financial Times/Pitman, 1998. p. 198.

e de agência que decorrem do atingimento de níveis críticos de endividamento pela companhia.¹¹

Se uma companhia possui altos níveis de alavancagem, há maiores possibilidades de que venha a inadimplir suas obrigações e, conseqüentemente, de ter sua falência decretada. Assim, o nível de endividamento de determinada companhia deve também considerar os custos de possível falência, que podem ser diretos (custos de pagar maiores taxas de juros aos mutuantes, para compensá-los pelo risco mais elevado; custos de contratação de advogados, consultores financeiros e contábeis em caso de liquidação da companhia etc.) ou indiretos (que incluem a perda em vendas ou em valor do fundo de comércio por operar em situação de dificuldade financeira, custos de vir a ter de vender bens abaixo de seu valor de mercado etc.).

Os altos níveis de alavancagem também aumentam os custos de agência. Se os níveis de endividamento são altos, os acionistas têm menos investimentos na companhia e, portanto, menos economias em risco se a empresa falhar. Eles preferirão, nesse caso, que a companhia invista em projetos de alto risco e alto retorno. Os credores da companhia, todavia, não usufruirão do alto retorno desses projetos de alto risco, pois seus rendimentos não dependem diretamente da *performance* da companhia. Eles tomarão medidas, assim, para impedir a companhia de realizar projetos de alto risco que possam prejudicar o pagamento de seus créditos.

Um terceiro motivo para as companhias não adotarem uma alavancagem muito alta decorre do fato de que muitas companhias não poderão deduzir de seu imposto de renda a totalidade das despesas com juros da dívida, após um certo volume de endividamento (*tax-exhaustion*).¹²

A esse respeito, lembramos que a legislação nacional impõe algumas restrições à dedução dos juros da base de cálculo do imposto de renda, conforme normas contidas no art. 17 do Decreto-lei nº 1.598/1977 (com redação dada pelo art. 2º da Lei nº 12.973/2014), nos arts. 22 a 24-B da Lei nº 9.430/1996, no art. 1º, § 3º, da Lei nº 9.532/1997 e nos arts. 24 e 25 da Lei nº 12.249/2010.¹³

¹¹ MEGGINSON, William L. Op. cit., p. 315.

¹² WATSON, Denzil; HEAD, Tony. Op. cit., p. 217 ss.

¹³ O Decreto-lei nº 1.598/1977, no art. 17, estabelece a regra geral que permite que os juros (desde que o empréstimo tenha sido necessário às atividades da sociedade) sejam deduzidos como custo ou despesa operacional na apuração do imposto de renda, bem como a forma como essa dedução será realizada. A Lei nº 9.430/1996, nos arts. 22 e seguintes, trata dos juros pagos ou creditados a pessoa *vinculada* (conforme definido na lei) e a pessoas residentes ou domiciliadas em países com tributação favorecida, restringindo sua dedução ao montante que não exceda o valor calculado com base em taxas referidas na lei, acrescidas de *spread* definido em ato do Ministro da Fazenda. A Lei nº 9.532/1997, no art. 1º, § 3º, determina que "não serão dedutíveis na determinação do lucro real e

Outra importante teoria dedicada a explicar a adoção de determinada estrutura de capital pelas companhias denomina-se *pecking order*. O conceito da teoria da *pecking order*, apresentado primeiramente por Donaldson, em 1961, e desenvolvido, posteriormente, por Stewart Myers, em 1984, contraria a ideia da teoria *trade-off* de que as companhias teriam uma única combinação de capital próprio e de terceiros que reduziria seu custo de capital.

O modelo da *pecking order* sugere que quando uma companhia está procurando financiar seus investimentos de longo prazo, ela tem uma ordem bem definida de preferência com relação às fontes de financiamento. A primeira preferência é a fonte interna de capital (reinvestimento de lucro). Se o reinvestimento de lucro não for suficiente, a preferência recairá sobre capital de terceiros. Após esgotadas as duas fontes acima, a última e menos preferida fonte de financiamento é a fonte externa de capital próprio (ordinariamente através de aumento de capital social mediante a subscrição de ações).

Essas preferências se dão com base no (i) custo de emissão de ações e (ii) na facilidade de obtenção de cada modalidade de financiamento. No reinvestimento de lucro, não há custo de emissão de valores mobiliários nem negociação com terceiros, como bancos. Com relação à escolha entre tomar nova dívida e emitir novas ações, deve-se levar em conta que os custos de emissão de títulos de dívida são muito inferiores aos de emissão de ações.

Segundo a teoria, a ordem de preferência está associada à existência de assimetria de informações entre a companhia e os mercados.

Os administradores de determinada companhia conhecem mais sobre ela, naturalmente, do que os investidores. Assim, se a administração da companhia espera obter financiamento para um projeto que é subestimado pelo mercado, não emitirá novas ações. Procurará, em vez disso, reinvestir lucros. Quando o mercado, enfim, verificar o verdadeiro valor desse novo projeto, os acionistas existentes se beneficiarão com o aumento do valor de suas ações.

Se, nessa hipótese, não houvesse lucros acumulados ou capacidade de geração de lucros futuros no prazo necessário e em montante suficiente para financiar o projeto, a administração da companhia escolheria o financiamento mediante dívida

da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido os juros, relativos a empréstimos, pagos ou creditados a empresa controlada ou coligada, independente do local de seu domicílio, incidentes sobre valor equivalente aos lucros não disponibilizados por empresas controladas, domiciliadas no exterior". A Lei nº 12.249/2010, nos arts. 22 a 24-B, define regras e cria restrições para a dedução de juros pagos ou creditados a pessoas residentes ou domiciliadas no exterior; no caso de juros pagos ou creditados complementares às da Lei nº 9.430/1996 para a dedução dos juros das bases de cálculo do IRPJ e da CSLL.

em vez de aumento de capital, pois não desejaria emitir novas ações se acreditasse que estas estivessem subavaliadas no mercado.

Mesmo na situação em que os administradores da companhia identificassem que o valor das ações no mercado seria apropriado para a obtenção do financiamento mediante a emissão de novas ações, os financiadores antecipariam esse movimento dos administradores (de emitir ações porque estariam bem avaliadas) e reduziriam o valor da companhia para fins de definir quanto estariam dispostos a pagar para subscrever as ações objeto de emissão. Referido desconto, em grande parte dos casos, tornará o financiamento mediante emissão de ações, uma vez mais, pouco atrativo para a companhia que ou (i) buscará obtê-lo por meio de endividamento ou (ii) adiará seus investimentos para momento futuro, quando houver disponibilidade de caixa.

Nessa teoria, conforme esclarecem Brealey e Meyers, não há um objetivo bem definido na relação entre capital próprio e capital de terceiros, pois tanto o reinvestimento de lucros (primeiro da ordem) quanto o aumento de capital mediante subscrição de ações (terceiro da ordem) representam capital próprio:

Nesta teoria, não existe meta bem definida de relação débito-capital próprio, porque há duas fontes de capital próprio, interna e externa, uma no topo da *pecking order* e outra no piso. O índice de endividamento observado em cada companhia reflete sua cumulativa necessidade por financiamento externo.

A *pecking order* explica a razão de as companhias mais lucrativas geralmente contraírem menos empréstimos – não porque possuem como objetivo um índice de endividamento menor, mas porque não precisam de dinheiro externo. Companhias menos lucrativas endividam-se porque não possuem fundos internos suficientes para seus programas de investimento de capital e porque o financiamento com dívida está em primeiro lugar na *pecking order* de financiamento externo.¹⁴ (tradução livre)

Esses mesmos autores esclarecem que, de acordo com a teoria da *pecking order*, os benefícios fiscais decorrentes do endividamento não seriam o principal motivo para que uma companhia se financie com capital de terceiros:

¹⁴ BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. 6. ed. Boston [etc.]: Irvin McGraw-Hill, 1998. p. 527. No original: "In this theory, there is no well-defined target debt-equity mix, because there are two kinds of equity, internal and external, one at the top of the pecking order and one at the bottom. Each firm's observed debt ratio reflects its cumulative requirement for external finance.

The pecking order explains why the most profitable firms generally borrow less – not because they have low target debt ratios but because they don't need outside money. Less profitable firms issue debt because they do not have internal funds sufficient for their capital investment programs and because debt financing is first on the pecking order of external financing."

Na teoria da *pecking-order*, os benefícios fiscais aparecem como um efeito de segunda ordem. Os índices de endividamento mudam quando existe um desequilíbrio no fluxo de caixa interno, dedução de dividendos, e reais oportunidades de investimento. Companhias com alta rentabilidade e com oportunidades de investimento limitadas buscam menores índices de endividamento. Companhias cujas oportunidades de investimento ultrapassam os recursos gerados internamente são levadas a contrair mais e mais empréstimos.¹⁵ (tradução livre)

Recentemente, alguns estudos procuraram analisar a estrutura de capital das companhias por meio das variáveis do mercado de capitais (e não somente variáveis ligadas à estrutura interna das companhias). Desses estudos, conforme referido por Oliveira, Tabak, Resende e Cajueiro,¹⁶ surgiu a teoria do *market timing*, segundo a qual o financiamento com fontes externas de capital próprio, notadamente subscritores de ações, seria a melhor opção quando estas estivessem sobrevalorizadas no mercado. As companhias tenderiam a emitir ações quando o valor de mercado estivesse alto em relação ao valor de patrimônio líquido e/ou em relação a valores de mercado anteriores dessas mesmas ações.

O economista francês Jean Tirole, galardoado no ano de 2014 com o Prêmio Nobel em Ciências Econômicas, ao analisar a estrutura de capital das companhias dos principais países integrantes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, confirmou que sua principal fonte de financiamento é a interna:

Em todos os países, o financiamento interno (lucros acumulados) constitui a fonte predominante de financiamento. Empréstimos bancários costumam prover grande parte dos financiamentos externos, bem acima da emissão de novas ações, que representam uma pequena fração dos novos financiamentos nos principais países da OCDE. [...]

Os anos de 1980 testemunharam, inclusive, a redução líquida no financiamento com emissão de ações nos Estados Unidos. Isto não significa que o volume de emissão de ações foi desprezível em relação a emissão de dívidas. Na verdade,

¹⁵ Idem, *ibidem*. No original: “In the pecking-order theory, the attraction of interest tax shields is assumed to be a second-order effect. Debt ratios change when there is an imbalance of internal cash flow, net of dividends, and real investment opportunities. Highly profitable firms with limited investment opportunities work down to low debt ratios. Firms whose investment opportunities outrun internally generated funds are driven to borrow more and more”.

¹⁶ OLIVEIRA; Guilherme Resende; TABAK, Benjamin Miranda; RESENDE, José Guilherme de Lara; CAJUEIRO, Daniel Oliveira. *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica*. Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão, nº 272, março 2012, p. 8. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD272.pdf>>. Acesso em: 16/3/2015.

Rajan e Zingales (1995) relataram que, em suas amostras de companhias dos Estados Unidos e pelo período de 1984-1986, a emissão de ações representou 65% de financiamento externo; apesar disso, a redução de capital correspondeu a 68% do financiamento externo, de modo que a emissão líquida de ações foi negativa, e basicamente todo o financiamento externo foi representado por endividamento (essencialmente emissão de dívida a longo prazo menos a redução de dívida a longo prazo, enquanto as emissões de dívida a curto prazo foram desprezíveis). O cenário dos EUA neste período é um pouco diferente do de outros países. Não houve redução de capital próprio no Japão e praticamente nenhuma no Reino Unido; ademais, a emissão líquida de ações representou 23% e 68% do financiamento externo desses dois países (nos quais o financiamento externo constituiu 33% e 16% do total de financiamento, respectivamente). Dados mais recentes confirmam um papel relativamente menor da emissão de ações na formação do capital. Rajan e Zingales (2003) relataram que a fração da formação de capital-fixo obtida via emissão de ações, em 1999, foi de 12% nos Estados Unidos, 9% no Reino Unido e na França, 8% no Japão, e 6% na Alemanha.¹⁷ (tradução livre)

No Brasil, qualquer análise da estrutura de capital das companhias deverá necessariamente levar em consideração as peculiaridades de nosso mercado, como as limitações do mercado de capitais (altos custos de emissão de ações e baixa liquidez para sociedades de pequeno e médio porte) e as elevadas taxas de juros.

¹⁷ TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2006. p. 96-97. No original: "In all countries, internal financing (retained earnings) constitutes the dominant source of finance. Bank loan usually provide the bulk of external financing, well ahead of new equity issues, which account for a small fraction of new financing in all major OECD countries. [...]"
The 1980s have even witnessed net retirements of equity in the United States. This does not mean that the volume of equity issues was negligible relative to that of debit issues. Indeed, Rajan and Zingales (1995) report that, in their sample of U.S. firms and for the 1984-1986 period, equity issuance amounted to 65% of external financing; equity reduction, though, accounted for 68% of external financing, and so the net equity issuance was negative and basically all external financing was debt financing (primarily long-term debt issuance minus long term debt reduction, as net short-term debt issuances were negligible). The U.S. picture for the period differs a little from that for other countries over the same period. There was no equity reduction in Japan and almost none in the United Kingdom; furthermore, net equity issuance accounted for 23% and 68% of external financing in these two countries (in which external financing formed 33% and 16% of total financing, respectively). More recent data confirm the relatively minor role of equity issues on capital formation. Rajan and Zingales (2003) report that the fraction of gross fixed-capital formation raised via equity in 1999 was 12% in the United States, 9% in the United Kingdom and France, 8% in Japan, and 6% in Germany".

Julio Cesar G. da Silva e Ricardo D. Brito analisaram a aplicação das teorias do *trade-off* e da *pecking order* no Brasil, concluindo pela prevalência da segunda teoria sobre a primeira:

Quanto às previsões contrárias de *trade-off* e *pecking order* para a relação entre dívida e lucratividade ou entre dívida e oportunidades de investimento, o segundo modelo parece prevalecer sobre o primeiro. Encontra-se uma relação negativa entre alavancagem e lucratividade, o que sugere que o endividamento ocorre após o esgotamento dos recursos próprios. E uma relação positiva entre alavancagem e oportunidades de investimento indica que as empresas que mais investem acabam se endividando mais.

Confirmando também a previsão da *pecking order*, as mudanças de curto prazo na lucratividade são absorvidas por dívida. Segundo esta teoria, o resultado se deve ao fato de os custos de ajustamento dos dividendos serem maiores que os custos de ajustamento da dívida.

Embora os dados brasileiros sugiram que o endividamento das firmas reverte lentamente para uma meta de longo prazo, como previsto por *trade-off*, preferimos a interpretação de Graham e Harvey (2000), segundo a qual as firmas declaram ter metas de endividamento cujo atendimento é de importância secundária.¹⁸

Recente estudo, publicado em novembro de 2014 por Carlos A. Rocca e Lauro Modesto Santos Jr., analisa a redução da taxa de poupança e o financiamento dos investimentos no Brasil no período entre 2010 e 2013 e conclui que “a queda da taxa de poupança doméstica para o nível mais baixo dos últimos quinze anos nos 12 meses terminados em março de 2014 se deve essencialmente à redução da poupança das empresas”.¹⁹

Rocca e Santos Jr. constataram que o principal fator de redução de lucros e da rentabilidade das empresas no período é a ocorrência de um crescimento de custos de produção de bens e serviços que as companhias não conseguem repassar aos preços. Nessa conjuntura, entre 2010 e 2013 caiu de 60% para 51% a porcentagem de sociedades com taxa de retorno sobre o capital investido superior ao custo médio da dívida.

¹⁸ Testando as Previsões de *Trade-off* e *Pecking Order* sobre Dividendos e Dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 35, nº 1, p. 66-67, jan./mar. 2005.

¹⁹ ROCCA, Carlos A.; SANTOS JR., Lauro Modesto. *Redução da Taxa de Poupança e o Financiamento dos Investimentos no Brasil - 2010-2013*. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. Centro de Estudos do IBMEC. Estudo Especial. Novembro de 2014. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2014/10/ESTUDO-ESPECIAL-CEMEC-REDUCAO-DA-TAXA-DE-POUPANCA-E-O-FINANCIAMENTO-DOS-INVESTIMENTOS.pdf>>. Acesso em: 16/3/2015.

Informam que a participação de capital próprio no financiamento da companhia (lucros retidos, emissões de ações e investimento estrangeiro direto) reduziu-se, entre 2010 e 2013, de 67,8% para 61,3%, sendo que o financiamento por capital de terceiros subiu de 32,2% para 38,7%. Especificamente com relação aos lucros retidos, o estudo destaca que houve uma queda de mais de dez pontos percentuais, de 50,4% para 40,0%. Dentre as fontes de financiamento por meio de dívida, destaca-se o BNDES, com crescimento de quase 5 pontos percentuais (de 16,9% para 21,5%) e os financiamentos externos (de 6,1% para 11,4%), enquanto que a captação no mercado de dívida corporativa teria aumentado de 9,2% para 9,9%.

Concluem, nesse ponto, os autores que:

Uma interpretação possível para esse conjunto de evidências é de que defrontadas com forte redução de lucros e com perspectivas de baixo crescimento da economia brasileira, as empresas não financeiras decidiram reduzir seus investimentos e manter a distribuição de dividendos para seus sócios e acionistas. Dado que a redução de investimentos foi menos intensa que a redução de lucros retidos, as empresas aumentaram a proporção de dívida, movimento esse que pode ter sido reforçado pela ocorrência de redução da taxa de juros e expansão da oferta de financiamentos do BNDES nesse período.²⁰

7. O FINANCIAMENTO DO CAPITAL FIXO E DO CAPITAL CIRCULANTE

Em sua obra *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia*, o saudoso José Luiz Bulhões Pedreira expõe, com a precisão e propriedade que lhe são peculiares, as situações em que o capital fixo e o circulante de determinada companhia são usualmente financiados com capital próprio ou de terceiros,²¹ bem como as vantagens ou desvantagens de uma ou outra fonte de financiamento. Nos itens que se seguem, faremos uma síntese dessas lições.

7.1. O Financiamento do Capital Fixo

O capital fixo é financiado preferencialmente com capital próprio porque sua permanência no ativo é necessária à continuidade do funcionamento da sociedade empresária e da empresa. Suas principais fontes de financiamento são o reinvestimento de lucros e a subscrição de capital social.

A reposição de bens do ativo imobilizado pode também ser financiada com caixa gerado pelo funcionamento da empresa, correspondente às quotas de de-

²⁰ Op. cit., p. 22.

²¹ Op. cit., p. 410 ss.

preciação, exaustão e amortização. Durante o prazo de vida útil de cada bem (ou da existência de cada direito sujeito a extinção) pertencente à companhia, esta acumula os recursos necessários para substituir os bens desgastados, obsoletos ou exauridos ou os direitos extintos.

Quando uma companhia decide financiar parte de seu ativo não circulante com capital de terceiros, é importante que as despesas com as dívidas contraídas sejam compatíveis com as disponibilidades de caixa que forem geradas pela companhia com sua atividade, tanto internamente (ex.: lucro), quanto externamente (ex.: pagamento de capital social a integralizar).

7.2. O Financiamento do Capital Circulante

Muito embora a sociedade possa financiar parte do seu capital circulante com capital dos fornecedores de insumos ou serviços, é fundamental para sua estabilidade financeira o financiamento com recursos próprios ou com operações de crédito de médio ou longo prazos. Isso se dá porque a continuidade da operação da empresa necessita de permanente capital de giro e sua obtenção com operações de curto prazo sujeitaria a sociedade empresária ao risco de impontualidade caso não fosse possível renovar os empréstimos.

A maior parte do capital circulante é, normalmente, financiada com capital de terceiros porque o financiamento com capital próprio cria ociosidade de capital durante parte do exercício social, e a redução periódica do capital circulante assegura recursos líquidos para o resgate dos empréstimos contraídos na fase de aumento.

Em uma gestão conservadora de empresas, procura-se evitar que o valor do passivo circulante seja maior do que a metade do ativo circulante. A sociedade que observa esse índice financia apenas metade do capital circulante com capital de terceiros a curto prazo – a outra metade é financiada com capital próprio ou capital de terceiros a médio ou longo prazos.

Muitas sociedades concedem prazo aos seus clientes para pagamento de produtos vendidos ou serviços prestados. Por isso, as duplicatas e contas a receber costumam representar elevada porcentagem do ativo circulante, que é tanto maior quanto mais longo o prazo de pagamento concedido aos clientes. Assim, as formas mais usuais de financiamento de contas a receber são as operações dos bancos comerciais de desconto de duplicatas e de abertura de crédito com garantia da caução de duplicatas. Essas operações têm a vantagem de reduzir os excessos transitórios de caixa porque o desconto ou a utilização do empréstimo somente é efetuado no momento em que a sociedade necessita de recursos líquidos.

Estoques de mercadorias, matérias-primas e produtos acabados, que constituem parcela importante do ativo circulante das sociedades empresárias comerciais e industriais, podem ser financiados com cessão fiduciária de recebíveis ou mediante empréstimos garantidos por penhor ou alienação fiduciária.

8. VANTAGENS E DESVANTAGENS DO FINANCIAMENTO COM FONTES EXTERNAS DE CAPITAL PRÓPRIO E DE CAPITAL DE TERCEIROS

Vimos – quando analisamos a estrutura de capital das companhias – que há diversas razões econômicas para a opção pelo financiamento com fontes externas de capital próprio e de terceiros.

Sem perder de vista esses fatores que influenciam a administração da companhia no momento de optar pela modalidade de financiamento de suas atividades, destacamos, a seguir, alguns aspectos que, pontualmente, poderão representar vantagens e desvantagens de cada um dos tipos de financiamento.

8.1. Vantagens do Uso de Capital Próprio

Algumas das vantagens que o uso de capital próprio pode vir a proporcionar são: (i) maior estabilidade financeira; (ii) preservação da capacidade futura de endividamento; (iii) maior eficiência administrativa.

No financiamento por meio de capital próprio não surge, concomitantemente, uma dívida. A sociedade que se financia com capital próprio possui, portanto, maior estabilidade financeira.

Essa maior estabilidade financeira permite à sociedade, em momentos em que a conjuntura obrigue a contratação de empréstimos, a fazê-lo com maior facilidade. O financiamento com capital próprio preserva, portanto, a capacidade futura de endividamento da companhia.

As sociedades que se financiam com capital próprio permitem a seus administradores, ademais, que dediquem mais tempo à produtividade da empresa e às oportunidades de negócio que se apresentam, do que à administração do passivo exigível. Assim, o financiamento com capital próprio permite, em tese, maior eficiência administrativa.

8.2. Desvantagens do Uso de Capital Próprio

As características do financiamento com capital próprio podem revelar, todavia, algumas desvantagens, como: (i) diluição de direito de participação dos sócios; (ii) limitação da taxa de rentabilidade do capital próprio à do capital aplicado; (iii) indedutibilidade, como custo financeiro, do lucro distribuído; (iv) instabilidade do controle da companhia.

Quando determinada sociedade aumenta seu capital social mediante a subscrição de ações, o acionista que não acompanhar o aumento poderá sofrer diluição de seus direitos de participação, diluição essa que é tanto percentual, quanto – em certas ocasiões – patrimonial.

Outra desvantagem do financiamento com capital próprio consiste na limitação da taxa de rentabilidade do capital próprio à do capital aplicado no ativo. Nesse caso, somente se aumentaria a rentabilidade do capital próprio se o lucro por unidade de capital aplicado fosse elevado.

A indedutibilidade do valor pago a título de dividendos da base de cálculo do imposto de renda – ao contrário dos juros sobre os empréstimos – também é uma desvantagem em relação ao financiamento com capital de terceiros.

O financiamento mediante capital próprio pode não ser, também, a melhor medida em determinados casos por poder gerar instabilidade no controle da companhia. Caso determinada companhia já tenha atingido o limite legal de 50% de ações preferenciais e o controlador não tenha condições de acompanhar o aumento de capital na proporção das ações ordinárias por ele detidas, poderá vir a perder seu poder de controle.

8.3. Vantagens do Uso de Capital de Terceiros

O uso de capital de terceiros como fonte de financiamento pode proporcionar como vantagens: (i) a preservação dos direitos de participação de sócios e acionistas; (ii) o aumento da taxa de rentabilidade do capital próprio; (iii) a dedutibilidade dos custos financeiros para fins de imposto de renda; (iv) a não interferência na administração e na direção da companhia; (v) maior disponibilidade de recursos.

Uma primeira vantagem do uso de capital de terceiros é sua irrelevância, tanto na estrutura de controle da companhia, quanto nos direitos econômicos dos acionistas. Além disso, os credores não têm, ordinariamente (salvo previsão contratual em sentido contrário), ingerência sobre as decisões a serem tomadas pelos órgãos de uma sociedade. Não participam de deliberações, fiscalizam ou designam representantes para os órgãos sociais.

Se considerarmos que, usualmente, a taxa de juros do capital de terceiros é inferior à de rentabilidade do capital aplicado (os empresários não têm condições de assegurar aos credores remuneração maior do que a que conseguem obter com a atividade empresária), chegaremos à conclusão de que a utilização dessa modalidade de financiamento aumenta a rentabilidade do capital próprio. No exemplo de José Luiz Bulhões Pedreira:

Se a sociedade empresária tem capacidade para realizar anualmente lucro correspondente a 12% do total do ativo e opera exclusivamente com capital próprio, a taxa de rentabilidade do patrimônio líquido é a mesma do ativo (12%). Se consegue obter recursos de terceiros a juros de 9% ao ano e financia o capital aplicado metade com endividamento e metade com capital próprio, a rentabilidade do ativo (12%) que excede do custo do capital de terceiros

(9%) é lucro adicional do capital próprio. Na hipótese formulada, o fato de a sociedade financiar com dívidas metade do seu ativo permite elevar para 15% a rentabilidade do capital próprio.²²

Outras vantagens do endividamento são a possibilidade de deduzir os custos (juros) como despesas na determinação da base de cálculo do imposto de renda e a maior facilidade na obtenção de recursos, pois o volume de capital de empréstimo negociado nos mercados financeiros é superior ao da poupança dos investidores dispostos a subscrever capital social de sociedades empresárias.

8.4. Desvantagens do Uso de Capital de Terceiros

É importante, também, apontar algumas desvantagens do financiamento com capital de terceiros, como: (i) diminuição da capacidade financeira, (ii) efeitos da diminuição do lucro ou do aumento dos prejuízos mais intensos; (iii) redução da capacidade futura de endividamento; (iv) redução de eficiência administrativa; (v) risco de falência e conseqüente perda de controle.

A sociedade financiada com capital de terceiros possui menor estabilidade financeira do que a que se financiou com capital próprio. Quanto maior o endividamento de uma sociedade, maior será seu risco de inadimplência e, conseqüentemente, de falência. Assim, o uso de capital de terceiros obriga a companhia a possuir recursos em montante suficiente para pagar a dívida contraída, no seu vencimento.

Além disso, a existência de elevado endividamento aumenta os custos de obtenção de novos empréstimos. Caso a sociedade empresária se encontre em situação financeira delicada e já possua um nível de endividamento muito alto, poderá enfrentar sérias dificuldades em obter novos financiamentos.

O regime jurídico do capital social impõe, muitas vezes, que o pagamento das dívidas preceda a remuneração dos acionistas por meio de dividendos. Desse modo, outra desvantagem do financiamento com capital de terceiros seria o fato de obrigações de pagar juros em data certa poderem dar margem a uma redução no lucro a ser distribuído aos acionistas.

Quando tratamos das vantagens do uso do capital próprio como forma de financiamento, ressaltamos que pode gerar maior eficiência administrativa, na medida em que permite aos administradores da companhia que dediquem a maior parte de seu tempo às operações empresariais propriamente ditas. Esse raciocínio implica dizer que, no caso de sociedades endividadas, o contrário pode ocorrer: as atividades dos administradores ficam limitadas, pois muitas

²² *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia (Conceitos Fundamentais)*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 370-371.

de suas decisões passam a ser tomadas em função das necessidades de pagar os encargos da dívida, ou de renová-la.

Por fim, em situação extrema, em que o alto índice de endividamento de uma sociedade a leve ao risco de insolvência, os controladores podem se ver obrigados a alienar as ações representativas do bloco de controle da companhia ou a permitir a credores uma maior ingerência na condução dos negócios da companhia como condição para a negociação das dívidas.

9. CONCLUSÃO

Como salientado por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho,²³ “o capital social é a coluna mestra da estrutura da companhia, em torno da qual é construído o vigamento das relações internas com posições de sócio que compreendem os direitos e deveres dos acionistas”.

O fato de a definição dos direitos dos acionistas estar essencialmente ligada ao número de ações em que se divide o capital social obriga necessária e informada ponderação antes de se modificar essa estrutura e, conseqüentemente, reorganizar esses direitos. Os efeitos de um aumento de capital não são apenas financeiros, podendo alterar as relações internas entre os sócios e deles com a companhia, tanto no que diz respeito aos direitos patrimoniais quanto aos políticos. Não por outra razão, os citados coautores do anteprojeto da Lei de S.A. entendem que o aumento de capital mediante a criação de novas ações constitui “um dos fatos mais graves que podem ocorrer na vida da sociedade”.²⁴

Para além do cuidado que as questões de aspecto societário impõem previamente à deliberação de aumentar o capital de uma companhia, os estudos sobre estrutura de capital – que expusemos em apertada síntese no item 6 deste capítulo – revelam que, do ponto de vista econômico, o recurso a fontes externas de capital próprio (no mais das vezes realizado mediante a subscrição de novas ações) é o menos atrativo, sendo preterido, em primeiro lugar, pelo recurso às fontes internas de capital próprio (reinvestimento de lucros) e, em segundo lugar, pela obtenção de fontes externas de capital de terceiros (endividamento).

Nesse sentido, mostra-se a percepção de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, que analisaram a questão sob os prismas econômico e jurídico:

A observação das práticas usuais nas companhias mostra que quando a companhia necessita de recursos financeiros adicionais, em regra, os toma emprestado no mercado, e o aumento de capital é excepcional: mesmo nas companhias abertas, quando deliberado o financiamento de sua expansão pela emissão

²³ A Lei das S.A. Pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. II, 1996, p. 247.

²⁴ Idem, *ibidem*.

de novas ações, as subscrições públicas não são frequentes. Essa orientação traduz o reconhecimento de que: (a) os acionistas se associam na companhia para auferir renda do capital investido nas ações que adquirem; (b) qualquer aumento do capital social é novo sacrifício exigido dos sócios que, na operação, têm ameaçada a posição política, o que os obriga ao reexame de conveniência de “recontratar” a sociedade; (c) o esforço de capitalização pedido aos acionistas é ônus que não se distribui igualmente por todos, pois varia com a capacidade individual de acompanhar o aumento; e (d) frequentemente o acionista, que não subscreve o aumento na proporção das ações que possui, sofre prejuízo, pois a redução da porcentagem da participação em regra importa perda de valor econômico do investimento.²⁵

Não nos parece haver, todavia, uma estrutura de capital ideal aplicável a toda e qualquer sociedade. O modo ótimo de financiamento de certa companhia em determinada época dependerá de variáveis relacionadas tanto à companhia especificamente, quanto ao mercado em que está inserida.²⁶

Os pontos levantados ao longo do presente capítulo e o mandatório atendimento do interesse da companhia colocam em relevo a necessidade de os órgãos sociais ponderarem essa série de aspectos previamente à tomada de decisão acerca das fontes de financiamento mais adequadas ao desenvolvimento das atividades empresariais.

²⁵ Idem, p. 247-248.

²⁶ Paulo de Tarso Domingues é enfático ao afirmar que “nada na lei obriga, ao menos de forma direta, a que a principal fonte de financiamento da sociedade seja efetuada através de capitais próprios (v. g., através do capital social), nem sequer que haja uma qualquer proporcionalidade mínima entre capitais próprios e alheios ou de adequação do capital social relativamente à atividade desenvolvida pela sociedade”, e que é “impossível estabelecer um critério que, nomeadamente em termos económicos, tenha validade universal (para todas as sociedades e para todos os momentos), no tocante à determinação da ‘estrutura ótima de financiamento empresarial’” (Op. cit., p. 445-446).