

FINANÇAS PARA CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO¹

As empresas que fracassam por motivos financeiros têm quase sempre conselhos que nunca levaram a sério estas questões. O conselho tem a responsabilidade de tentar evitar riscos importantes que possam colocar em perigo a continuidade da sua empresa, o que o obriga a abordar certas tarefas que estão relacionadas à gestão dos recursos financeiros. Estas tarefas são muito delicadas: os erros costumam ter consequências fatais que não permitem uma segunda chance. O melhor é aprender com experiências alheias, já que quando se consegue aprender com erros próprios já é tarde demais.

Este trabalho descreve as tarefas que o conselho deve abordar na gestão dos recursos financeiros. Começa-se revisando o conteúdo das finanças da empresa, e destacam-se as diferenças entre as finanças dos livros ensinadas nas escolas de negócios e as que os diretivos realmente utilizam. Nenhuma destas duas finanças é muito relevante para o conselho de administração que, como foi feito pelos diretivos, deve desenvolver o seu próprio modelo ajustado à realidade da empresa.

Propõe-se, depois de quatro tarefas, o que o conselho deve empreender para evitar problemas financeiros importantes. Para facilitar a exposição, escreveu-se pensando em uma empresa na qual a direção e o conselho estão separados. Muitas vezes isto não ocorre, principalmente em empresas familiares, onde os proprietários e os diretivos são os mesmos. Mas o importante nestes casos é assegurar-se de que estas tarefas tenham sido atribuídas a responsáveis concretos que respondam pelo seu cumprimento, ainda que o arranjo institucional escolhido seja diferente do de empresas maiores. Na parte final do trabalho indicam-se algumas ideias para colocar em prática estas tarefas, o que somente será possível se a configuração institucional da empresa o permitir. Algumas empresas têm uma configuração que impedirá sempre que o conselho trabalhe com estes temas; uma situação que, em definitiva, pode colocar em risco a continuidade da empresa.

¹ Nota Técnica da Divisão de Pesquisa da Escola de Negócios San Telmo, Espanha. Elaborado pelo Professor Juan Palacios Raufast do IESE e San Telmo Business School, para uso em aula, e não como ilustração da gestão, apropriada ou inadequada, de uma determinada situação. Copyright © Maio 2004, Fundação San Telmo, Espanha. Rev. Julho 2012.

Este documento foi traduzido por ISE Business School com a permissão da Escola de Negócios San Telmo, Espanha. Copyright © junho 2020. Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida, armazenada e/ou transmitida de qualquer forma ou por qualquer meio, eletrônico, mecânico, fotocópia, gravação ou outro, sem a permissão expressa por escrito da San Telmo Business School. Para solicitar cópias deste documento ou pedir permissão para utilizar este caso, entre em contato com o departamento de Publicação de Casos, pelo telefone +34 954975004 ou pelo e-mail casos@santelmo.org. Edição: 24/06/2020.

AS FINANÇAS DA EMPRESA

Para poder falar do conteúdo das finanças da empresa é conveniente antes diferenciar entre três enfoques diferentes: 1) o dos professores e acadêmicos, 2) o dos diretos e 3) o dos responsáveis do governo da empresa. O primeiro é o que consta nos livros de finanças e o que é ensinado nas escolas de negócios. As finanças dos diretos são as que estes realmente usam para tomar as suas decisões, e são diferentes das dos textos comuns hoje, fato que às vezes passa despercebido no mundo acadêmico. Finalmente, estão as finanças que os órgãos de governo da empresa precisam, fundamentalmente o presidente e o conselho de administração. Ainda que o objetivo e o conteúdo destas finanças seja diferente do dos casos anteriores, é pouca a informação que se dispõe sobre esta questão, e tampouco é frequente ver iniciativas para diferenciá-las das dos diretos. De fato, a maioria dos conselhos acaba aceitando as apresentações financeiras realizadas pelos seus diretos e adotando os seus critérios.

As finanças dos diretos usam-se para decidir operações e no acompanhamento do negócio, e apoiam-se em critérios técnicos e financeiros. As do conselho devem servir para tomar decisões importantes que podem afetar a continuidade da empresa. São decisões do tipo político, que estão fortemente condicionadas pela *configuração institucional* da empresa, e onde os critérios estritamente financeiros desempenham um papel bastante limitado. A seguir resumem-se as diferenças entre estes três enfoques.

As finanças dos livros e das escolas de negócios

Os textos e os cursos sobre finanças da empresa podem ser classificados em dois grupos: os descritivos ou analíticos e os normativos. Os *descritivos* tratam de temas como a análise e interpretação de demonstrações financeiras, previsão de fluxos de caixa, preparação e controle de orçamentos, formas de financiar ativos, avaliação de projetos de investimento e algumas noções sobre avaliação. Esta orientação era muito comum até que começou a ser substituída por um modelo normativo em meados dos anos sessenta. Apesar disso, continua-se publicando textos deste tipo, nos quais se costuma indicar o seu caráter introdutório, ou que estão escritos para não *financistas*².

Os livros normativos, no entanto, costumam começar dizendo que o objetivo da empresa é maximizar o valor do investimento dos seus acionistas³. Com este objetivo como guia, procura-se estabelecer três políticas financeiras básicas: a de investimento,

² Este é o caso de um livro publicado recentemente pela escola de negócios de Harvard, *Finance for Managers*, cujo detalhe consta nas referências bibliográficas. Uma obra espanhola que pode encaixar-se muito bem nesta categoria é a de Fernández e Santomá [1995].

³ Em muitos livros, este objetivo identifica-se como o primeiro da empresa, acima de todos os demais; outras vezes considera-se que se trata do objetivo financeiro que se deve tornar compatível com outros da empresa. Estes textos costumam ser usados nos programas máster e são, por exemplo, os de Van Horne [2001] e Weston, Besley e Brigham [1997]; e, na Espanha, os de Termes [1998] e Faus [1997].

a de financiamento e a de distribuição de dividendos. Para tanto, estes textos apresentam um modelo abstrato e elegante que indica como se deve proceder. Assim sendo, por exemplo, os investimentos devem ser avaliados calculando a sua rentabilidade esperada, após estimar os seus fluxos de caixa futuros, e compará-la depois com algum critério, como o custo de capital da empresa. Quanto às decisões de financiamento e de dividendos, chega-se à conclusão de que ambas as decisões são irrelevantes, resultado surpreendente que surge porque o modelo baseia-se em alguns casos irrealis. O problema, ao tentar mudar estes casos, é que o modelo perde o seu valor prescritivo.

Assim sendo, por exemplo, um destes textos explica bem as conclusões a que chega com relação à decisão de endividamento:

Como resumo, o estado da questão na estrutura ótima do capital é o seguinte:

1. *Em um mercado eficiente, sem impostos e racional e sem custos associados à falência não há uma estrutura ótima de capital. Qualquer estrutura é ótima, e os recursos são retribuídos em função do risco que assumem.*
2. *Em um mundo com impostos e sem custos associados à falência, as empresas devem se endividar o máximo possível (sempre e quando a rentabilidade do investimento for maior que o custo da dívida antes dos impostos) porque os juros são descontados antes dos impostos.*
3. *Em um mundo com impostos e com custos associados à falência, provavelmente é um ponto ótimo de endividamento que variará com cada empresa³.*

Vemos que o modelo financeiro desaba ao tentar aproximá-lo da realidade. Acaba-se falando da possível existência de um endividamento ótimo, mas não se indica como encontrá-lo. De uma perspectiva mais geral, de política de empresa, fica claro que não há ótimos, e que esta é uma decisão política condicionada pela configuração institucional que a empresa tiver.

Também há problemas com a aplicação prática dos critérios para investir, pela dificuldade de determinar a rentabilidade esperada dos projetos. Merton Miller, professor de finanças da universidade de Chicago, conta às piadas que teve que suportar na entrega dos prêmios Nobel em Estocolmo, quando teve que reconhecer perante os físicos e químicos ali presentes que a variável básica das finanças, a rentabilidade esperada, não é observável. Tentou fugir falando do neutrino, uma partícula sem massa cuja presença somente pode ser deduzida como um resultado da interação de outras partículas. Mas, em poucos anos depois foi possível detectar o neutrino, enquanto a rentabilidade esperada continua sendo inesquecível⁴.

³ Fernández e Santomá [1995], 301.

⁴ Miller [1999], 100.