

Reitor da Universidade de São Paulo  
Prof. Dr. Jacques Marcovitch

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Prof. Dr. Eliseu Martins

Chefe do Departamento de Administração  
Prof. Dr. Cláudio Felisoni de Angelo

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS  
FAMILIARES BRASILEIRAS DURANTE OS PROCESSOS SUCESSÓRIOS  
Contribuições da Teoria da Firma

**Vlamir Gorgati**  
vlamir.gorgati@uol.com.br

**Orientador:**  
**Prof. Dr. Alberto Borges Matias**

Dissertação apresentada ao Departamento de  
Administração da Faculdade de Economia,  
Administração e Contabilidade da Universidade de  
São Paulo para obtenção do título de **Mestre** em  
Administração.

Área de Concentração: Finanças

São Paulo  
2000

À Soraia, minha mulher, a quem devo os passos decisivos dessa longa caminhada e ao Gabriel,  
fruto do nosso amor e dedicação.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. Alberto Borges Matias, pela orientação objetiva, por sua paciência e, principalmente, pela confiança demonstrada desde o início;

Ao Bimbo, meu querido irmão e amigo, que em todos esses anos se desdobrou para cobrir minha ausência nos negócios, viabilizando a realização deste trabalho;

Ao Rene, por me estimular a pensar sobre a empresa familiar e pelas dicas bibliográficas, sem as quais este trabalho teria sido consideravelmente mais difícil;

À Paulinha, por seu apoio na formatação deste trabalho;

Ao Vinícius e à Vic pelo auxílio nas traduções para o Inglês;

À Soraia, por ter me estimulado a enfrentar e superar mais este desafio, me apoiando e compreendendo a minha ausência.

## ÍNDICE

<b>RESUMO .....</b>	<b>8</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>9</b>
<b>CAPÍTULO 1: O PROBLEMA.....</b>	<b>10</b>
1.1. INTRODUÇÃO .....	11
1.2. FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA.....	12
1.3. OBJETIVOS, DELIMITAÇÃO E IMPORTÂNCIA DO ESTUDO.....	14
1.4. QUESTÕES DE PESQUISA .....	16
1.5. DEFINIÇÃO DE TERMOS.....	17
1.6. ORGANIZAÇÃO DO RESTANTE DA DISSERTAÇÃO .....	18
<b>CAPÍTULO 2: REVISÃO DA BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>19</b>
<b>PARTE A. A SUCESSÃO NA EMPRESA FAMILIAR .....</b>	<b>20</b>
2.1. A EMPRESA FAMILIAR .....	20
2.1.1 <i>Conceito</i> .....	20
2.1.2 <i>Características das empresas familiares brasileiras</i> .....	21
2.2. OS CICLOS DE VIDA NA EMPRESA FAMILIAR .....	28
2.2.1 <i>Início</i> .....	29
2.2.2 <i>Expansão/Formalização</i> .....	32
2.2.3 <i>Maturidade</i> .....	36
2.3. OS PROCESSOS SUCESSÓRIOS NA EMPRESA FAMILIAR .....	39
2.3.1 <i>Processos Sucessórios, Relações Familiares e Teoria da Firma</i> .....	45
2.3.2 <i>Modelos de Sucessão</i> .....	48
<b>PARTE B. TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL.....</b>	<b>50</b>
2.4. ESTRUTURA DE CAPITAL.....	50
2.4.1 <i>Conceitos</i> .....	50
2.4.2 <i>A Busca da Estrutura Ideal</i> .....	51
2.4.3 <i>Problemas de Agência e Estrutura de Capital</i> .....	52
2.4.4 <i>Assimetria de Informações e Estrutura de Capital</i> .....	57
2.4.5 <i>Natureza do Produto, Estratégia de Mercado e Estrutura de Capital</i> .....	60
2.4.6 <i>Controle Corporativo e Estrutura de Capital</i> .....	62
2.4.7 <i>Economia dos Custos de Transação e Estrutura de Capital</i> .....	64
2.4.8 <i>Estrutura de Capital nas Empresas Familiares</i> .....	66
2.4.9 <i>Ciclo de Vida da Empresa e Estrutura de Capital</i> .....	69
2.4.10 <i>Estrutura de Capital sob Condições Restritivas de Financiamento</i> .....	71
2.5. CUSTO DE CAPITAL.....	75
2.5.1 <i>Conceito</i> .....	75
2.5.2 <i>Custo das Diversas Fontes de Capital</i> .....	75
2.5.3 <i>Custo de Capital como Driver da Decisão de Estrutura Adequada</i> .....	81
2.6. RESTRUTURAÇÃO DE CAPITAL.....	89
2.6.1 <i>Introdução</i> .....	89
2.6.2 <i>Formas de Estruturação de Capital</i> .....	90

<b>CAPÍTULO 3: CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>93</b>
3.1. CONCLUSÕES .....	94
3.1.1. <i>Problemas de Agência e Sucessão na Empresa Familiar.....</i>	94
3.1.2. <i>Assimetria de Informações e Sucessão na Empresa Familiar .....</i>	96
3.1.3. <i>Natureza do Produto, Estratégia de Mercado e Sucessão na Empresa Familiar.....</i>	97
3.1.4. <i>Controle Corporativo e Sucessão na Empresa Familiar.....</i>	97
3.1.5. <i>Economia dos Custos de Transação e Sucessão na Empresa Familiar.....</i>	98
3.1.6. <i>Restrições ao Financiamento e Sucessão na Empresa Familiar .....</i>	98
3.2. RECOMENDAÇÕES.....	101
3.2.1. <i>No âmbito dos Problemas de Agência.....</i>	101
3.2.2. <i>No âmbito do Capital Paciente.....</i>	103
3.2.3. <i>No âmbito da Assimetria de Informações.....</i>	105
3.2.4. <i>No âmbito da Natureza do Produto.....</i>	107
3.2.5. <i>No âmbito do Controle Corporativo.....</i>	108
3.2.6. <i>No âmbito da Economia dos Custos de Transação .....</i>	109
3.2.7. <i>No âmbito das Restrições ao Financiamento .....</i>	109
<b>ANEXO: REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>111</b>

*A tarefa parece imensa e, frente a ela, é natural que se sinta falta de confiança. Mas aqui estão as conjecturas que pude efetuar.*

*Depois que o homem primevo descobriu que estava literalmente em suas mãos melhorar a sua sorte na Terra através do trabalho, não lhe pode ter sido indiferente que outro homem trabalhasse com ele ou contra ele. Esse outro homem adquiriu para ele o valor de um companheiro de trabalho, com quem era útil conviver. Em época ainda anterior, em sua pré-história simiesca, o homem adotara o hábito de formar famílias, e provavelmente os membros de sua família foram os seus primeiros auxiliares....Em Totem e Tabu, tentei demonstrar o caminho que vai dessa família à etapa subsequente, a da vida comunal, sob a forma de grupos de irmãos. Sobrepujando o pai, os filhos descobriram que uma combinação pode ser mais forte que um indivíduo isolado. A cultura totêmica baseia-se nas restrições que os filhos tiveram que impor-se mutuamente, a fim de conservar esse novo estado de coisas. Os preceitos do tabu constituíram o primeiro “direito” ou “lei”. A vida comunitária dos humanos teve, portanto, um fundamento duplo: a compulsão para o trabalho, criada pela necessidade externa, e o poder do amor...*

Sigmund Freud  
*O Mal-Estar na Civilização*

## RESUMO

A sucessão na empresa familiar tem sido considerada por seus estudiosos como o mais importante desafio a ser enfrentado por aquelas companhias na luta por sua perpetuação. Os processos de transição do controle da família enfrentam várias dificuldades típicas de qualquer transição gerencial ou de propriedade na firma, mas são complicados por fatores subjetivos presentes na interação das dinâmicas empresarial e familiar.

Nas sucessões familiares os conflitos emergem, frequentemente, da indiscriminação entre os papéis sociais na família e na empresa. Tais conflitos envolvem questões ligadas à propriedade do negócio, à sua administração e aos interesses da família.

A Nova Economia das Instituições adicionou ao corpo teórico das finanças corporativas uma série de variáveis comportamentais desconsideradas pela Economia Neoclássica com o objetivo de imprimir maior realismo às análises teóricas.

O presente trabalho investiga as proposições da Teoria Econômica de Finanças para o comportamento dos administradores quanto à escolha da Estrutura de Capital na firma e sua utilidade para os Processos Sucessórios como elemento atenuante de conflitos.

As conclusões apontam para uma interdependência entre decisões de Estrutura de Capital e Processo Sucessório, e para uma grande importância da forma de financiamento no longo prazo para o sucesso da Sucessão na Empresa Familiar, além de sugerirem pesquisas mais avançadas no sentido de compreender melhor esse contexto.



## **ABSTRACT**

Experts consider the process of succession in the family business as the most important challenge in their fight for perpetuation. The transition processes encounter various difficulties common to managerial transitions, yet they are made more complicated due to subjective factors present in both the family and management arenas.

During succession processes, conflicts often arise out of a difficulty to differentiate between social and business roles in the family. Such conflicts involve issues such as ownership, management styles and family interests.

The New Institutional Economics added a series of behavior variables to the theoretical body of corporate finance. Such variables, previously not considered by the Neoclassic Economics, were added so as to bring a higher level of realism to the theoretical analysis.

This dissertation investigates the propositions put forward by the Economic Theory of Finance regarding the behavior of managers as far as their choice of Capital Structure for the business and its validity as conflict attenuation in the process of Succession.

The conclusions put forward here point toward an interdependency between decisions regarding Capital Structure and Succession in the Family Business. In addition to that, they highlight the importance of long term financing for a successful process, and suggest further investigation that could support and illustrate the conclusions.

## **CAPÍTULO 1: O PROBLEMA**

## **1.1. Introdução**

A origem das empresas familiares brasileiras está nos primórdios do Brasil. As capitâneas hereditárias foram nossa primeira modalidade de empreendimentos privados (Martins, Menezes e Bernhoeft, 1999; Oliveira, 1999).

A partir de uma concessão do Rei de Portugal, a iniciativa privada exercia direitos quase feudais sobre a terra concedida, cobrando impostos e fazendo cumprir a lei, devendo apenas manter lealdade ao trono e pagar sua parte em impostos. Como o próprio nome sugere, tais empreendimentos eram legados aos descendentes dos Capitães. Por lei, obrigatoriamente seus primogênitos.

O caráter cartorial das capitâneas hereditárias persiste, em vários aspectos, até hoje na iniciativa privada brasileira. Contribuiu definitivamente para a formação de nossa cultura empresarial e foi a origem de grande parte das virtudes e defeitos de nossos empreendimentos.

O crescimento e desenvolvimento da economia brasileira se deu calcado sobre as empresas familiares, que estão hoje, ou estiveram até pouco tempo, nos mais diversos setores, exercendo as mais diversas atividades.

Sejam elas pequenas, médias ou grandes empresas, foram de vital importância na história do desenvolvimento econômico e social do Brasil.

De fato, essa não é uma peculiaridade da história brasileira. Empresas familiares foram importantes para o desenvolvimento econômico dos países mais desenvolvidos do mundo, na Europa ou América do Norte, além da própria Ásia.

No entanto, o desenvolvimento dos mercados de capitais, que gerou as condições necessárias ao surgimento das grandes corporações no século XX, criou um novo cenário econômico mundial, no qual a importância das empresas familiares ficou relegada a segundo plano.

Essa situação vem suscitando a curiosidade de pesquisadores e profissionais ligados à vida das empresas familiares. Apesar de serem os mais numerosos e antigos negócios nas sociedades modernas, apenas há cerca de três décadas se tem observado um maior interesse

pela empresa familiar no mundo acadêmico americano e há apenas uma década no Europeu (Neubauer e Lank, 1998, p.3). Muitas questões se colocam, como por exemplo: Qual a importância da Empresa Familiar para a sociedade? Quais as razões para o desaparecimento de tantas delas? Empresas Familiares são mais ou menos eficientes que Empresas Não Familiares?

## **1.2. Formulação da Situação Problema**

Há décadas, em todo o mundo, a perda de importância das empresas familiares no cenário econômico tem sido uma constante (Martins et al., 1999, p. 42). No Brasil, no entanto, esse movimento é mais intenso a partir da abertura comercial de nossas fronteiras, no início da década de 1990 (Martins et al., 1999, p. 32).

Embora as afirmações acima sejam bastante controversas – 94% das trezentas maiores empresas brasileiras são controladas por famílias (Post 1994, p. 30) – existe um consenso que por si justificaria a preocupação com a sobrevivência de empresas familiares. A mortalidade dessas companhias tem sido muito alta durante todo este século (Ward, 1987, citado por Visscher, Aronoff e Ward, 1995, p. 3).

Os processos de sucessão nas empresas familiares e sua sobrevivência estão entre as principais preocupações de qualquer família envolvida com os negócios. De fato, Handler (1994) afirma que os “pesquisadores no campo da empresa familiar concordam que sucessão é o mais importante assunto que a maioria das empresas familiares deve encarar” (p. 133). As estatísticas sobre mortalidade em empresas familiares reforçam a suspeita de que ambos os processos – sucessão e sobrevivência – estão intimamente ligados e são interdependentes.

Nos Estados Unidos, apenas 60% das indústrias familiares existentes em 1924 ainda existiam em 1995 e apenas 13% pertenciam à mesma família (Ward, 1987, citado por Visscher et al., 1995, p. 4). Outra estatística mostra que apenas uma de cada três empresas familiares americanas chegam à segunda geração e apenas 10% a 15% chegam à terceira (Applegate, 1999).

A abertura comercial do Brasil a partir do início da década de 1990, transformou o ambiente econômico e expôs nossas empresas à competição internacional. Com o

desaparecimento das barreiras protecionistas ficaram expostas as fragilidades dessas empresas que passaram a enfrentar dificuldades adicionais.

O capital internacional passou a centrar atenção ao nosso mercado, dito emergente, com o intuito de aqui se instalar para se beneficiar das excelentes oportunidades existentes. Uma das estratégias era da associação, outra a aquisição de empresas locais.

Se no Brasil a aquisição de empresas familiares por grupos profissionais não foi um dos principais meios de reestruturação de capital dessas empresas até o início da década de 1990, certamente tem sido nesses últimos anos, com o aumento do interesse dos investidores internacionais.

Ao mesmo tempo em que o ambiente econômico brasileiro passava – e ainda passa – por mudanças significativas, toda uma geração de empreendedores administrava processos sucessórios, não raro sem o menor planejamento, lentos e desgastantes, consumindo recursos imprescindíveis à adequação às novas condições de mercado e ao crescimento e fortalecimento de seus negócios.

O que se pôde verificar foi uma explosão do número de negócios de fusões e aquisições no Brasil, (Matias et al., 1996, pag. 373), lideradas por empresas multinacionais. Diversas empresas familiares brasileiras, descapitalizadas e inadequadas às novas condições do mercado, foram alvos dessas multinacionais, não raro sem alternativas.

É de suma importância para as empresas familiares brasileiras que se preparem para os processos de sucessão que enfrentarão no futuro, de modo a possibilitar transições mais suaves, menos custosas e, sobretudo, que garantam eficiência e competitividade no longo prazo, trazendo retorno adequado aos investimentos realizados pela família no negócio.

A estrutura de capital assume papel relevante nos processos sucessórios, pois deve prover as condições financeiras e econômicas necessárias para a administração das transições às quais as Empresas familiares estarão sujeitas. A ocorrência de inúmeros casos de fusões e aquisições envolvendo empresas familiares no Brasil pode sugerir uma inadequação de suas estruturas de capital ou mesmo de suas capacidades de financiamento de longo prazo para os projetos de investimento.

### 1.3. Objetivos, Delimitação e Importância do Estudo

O presente trabalho pretende explicitar as ligações existentes entre Estrutura de Capital e Sucessão em Empresas Familiares, além de identificar a utilidade da primeira para o sucesso da segunda.

Seu principal objetivo será identificar proposições da Teoria da Estrutura de Capital que fundamentem as decisões de financiamento de longo prazo de empresas familiares durante os processos sucessórios. Além disso objetiva-se distinguir entre esses fundamentos, aqueles capazes de auxiliar a preservação do controle familiar e a sobrevivência da empresa no longo prazo.

A expressão Empresa Familiar tem, no universo cotidiano, uma conotação quase pejorativa. A imagem predominante de uma empresa familiar sugere ineficiência, nepotismo, conflitos. Em publicações menos atentas ao conhecimento contemporâneo em administração de empresas é possível encontrar a idéia de que a eficiência da gestão familiar é menor que a das gestões não familiares. Como lembra Durand (1985) em sua pesquisa sobre pequenos industriais têxteis de São Paulo:

Não é demais lembrar que esses processos [decisórios] usualmente não são investigados, tamanho é o preconceito e as certezas apriorísticas de que nos pequenos negócios a gestão familiar é sempre avessa à racionalidade econômica e à inovação técnica e comercial (p. 128).

O trabalho de Gallo e Vilaseca (1998), no entanto, aponta para diversas vantagens a serem extraídas da gestão familiar quando comparada à gestão não familiar<sup>1</sup>. Uma importante conclusão dos autores é que a gestão das famílias possui alto potencial de alinhamento de interesses entre proprietários e administradores, partindo-se do princípio de que ambos são membros de uma mesma família.

Esse alinhamento de interesses resulta em importante economia à empresa à medida em que diminui a necessidade de um sistema de monitoramento constante. A idéia do

---

<sup>1</sup>É frequente na literatura sobre Empresas Familiares encontrar o termo “profissional” empregado como sinônimo de “não familiar”. Essa tendência será seguida neste trabalho embora este autor não o faça no intuito de indicar crença na melhor qualidade do modelo de gestão profissional quando comparado ao familiar.

alinhamento de interesses é a base da Teoria de Agência, que discute os custos envolvidos com a separação entre propriedade e controle na firma e sua eficiência global.

Outra conclusão do trabalho citado é que a referida Teoria de Agência se constitui em importante moldura teórica para o estudo da dinâmica das gestões familiares, sobretudo das relações entre proprietários e gerentes – frequentemente membros da mesma família. Por essa razão este trabalho estará concentrado em buscar as contribuições dessa teoria, além das de outras integrantes da Moderna Teoria da Firma, para a compreensão das relações entre estrutura de capital e sucessão na EF.

A importância de um estudo dessa natureza pode parecer um tanto óbvia. A princípio, trata-se de compreender o papel da gestão de capital como um dos passos na busca de um modelo de administração que contribua para a perpetuação da EF.

Não se trata apenas de uma tentativa de garantir a perpetuação dos negócios nas mãos de famílias que podem viver eternamente em conflito, prejudicando o crescimento e prosperidade do negócio e diminuindo, por consequência, os benefícios sociais dele resultantes. Trata-se, alternativamente, de criar horizontes de longo prazo para o empreendimento através de estruturas de gestão mais estáveis e financeiramente eficientes.

O avanço tecnológico tem sido um grande responsável pela diminuição dos postos de trabalho, sobretudo na indústria e agricultura, tanto dos países desenvolvidos como daqueles emergentes que têm recebido grande carga de investimentos provenientes do Primeiro Mundo.

Num momento em que os altos índices de desemprego assolam as mais diversas economias do mundo, desenvolvidas ou não, torna-se imperioso que o empreendimento seja uma alternativa à falta de postos de trabalho, estimulando-se a criatividade e o arrojo pessoais no sentido de gerar as próprias fontes de ocupação e renda.

A empresa familiar é em muitos casos, senão em todos eles, uma consequência do empreendimento pessoal, que evoluído e mais complexo, exige a integração de novos colaboradores que vêm, pelo simples fato de desfrutarem da confiança daquele empreendedor, de dentro de sua própria família.

O conhecimento de modelos de gestão capazes de integrar satisfatoriamente família e empresa pode ser de vital importância para o sucesso de tais empreendimentos. A

compreensão do papel representado pela estrutura de capital nos processos sucessórios pode significar um avanço em direção à perpetuação desses negócios.

Além disso, as empresas familiares brasileiras não podem ser apenas alvos frágeis do capital internacional em busca de melhores oportunidades de investimento. Devem, isso sim, ser valorizadas pelo seu potencial de geração de riqueza em um mercado que conhecem como nenhum grupo internacional e pela sua capacidade de organização e crescimento.

Devem estar prontas para se beneficiar da chegada de novos recursos financeiros e tecnológicos trazidos pelos investidores estrangeiros, negociando em igualdade de condições para atingir seus objetivos de longo prazo.

O presente trabalho se propõe a uma análise dos conhecidos problemas dessas gestões sob a ótica de teorias relativamente novas e que vêm contribuindo sobremaneira para a compreensão dos mais diversos aspectos da gestão empresarial.

#### **1.4. Questões de Pesquisa**

A Teoria da Estrutura de Capital vem discutindo, há décadas, os mais diversos fatores determinantes da decisão de financiamento de longo prazo para a firma. Entre esses fatores quais têm papel mais importante no contexto da Sucessão Familiar?

A evolução da teoria leva a crer que o universo da gestão familiar e das transições a que tais empresas estão sujeitas sugere um modelo dinâmico de gestão financeira que acompanhe as necessidades de financiamento do negócio e da família controladora, à medida em que estes se desenvolvem ao longo do tempo e cumprem seus papéis sociais mais relevantes, que serão adiante discutidos.

O estudo do ciclo de vida das empresas familiares e das famílias empresárias mostra como se dá a interação entre os dois organismos, em que direção se movem suas necessidades – de capital – e como surgem os conflitos que são a razão primordial da preocupação deste trabalho.

Em função das peculiaridades da Empresa Familiar pode-se esperar que alguns dos fatores a influenciar a decisão de Estrutura de Capital exerçam papel mais relevante que outros.



Outra questão que se procurará responder é: De que forma se pode esperar que esses fatores influenciem as decisões dos administradores?

As respostas a essas perguntas podem ser indicativas do procedimento de novas pesquisas em torno do tema, visando novos avanços no conhecimento. A pesquisa em administração é dotada de um potencial, que significa também uma grande responsabilidade: alterar a realidade. À medida em que novos conhecimentos são gerados, é razoável supor que uma mudança de comportamento se observe em busca de uma melhoria. Portanto faz-se necessário que os resultados de uma pesquisa como esta contribuam minimamente para o conhecimento teórico e para a prática administrativa.

## **1.5. Definição de Termos**

Empresa Familiar: para efeito deste estudo, será utilizada a definição de Gallo, em seu trabalho de 1988, citado em Gallo e Vilaseca (1998), segundo a qual, empresa familiar tem as seguintes características: (1) uma família detém parcela majoritária do capital (2) membros da família estão envolvidos com a gestão do negócio e (3) há um claro desejo de transferência de propriedade para gerações futuras.

Estrutura de Capital: estrutura de capital são os fundos a longo prazo da empresa (Gitman, 1997, p. 431) ou a composição de recursos financiando as operações da empresa no longo prazo (Brealey et al., 1995, p. 9). Este trabalho estará discutindo, particularmente, as consequências da escolha entre capital próprio e capital de terceiros financiando a firma.

Sucessão: sucessão diz respeito à transição do controle dos processos decisórios internos à empresa. Em empresas familiares essa transição é corriqueiramente acompanhada por uma transferência de propriedade, o que torna o processo mais complexo e demorado. Segundo Gersick, Davis, Hampton e Lansberg (1997):

A sucessão sempre leva tempo. [...] há um período de preparação e antecipação, a verdadeira “passagem das chaves” e o período de ajuste e adaptação (p. 201).

## **1.6. Organização do Restante da Dissertação**

O Capítulo 2 apresentará uma revisão da bibliografia existente a respeito do assunto proposto dividida em duas partes, A e B. A parte A apresentará os conhecimentos mais relevantes acerca da Empresa Familiar, no que diz respeito à sua forma de organização, características, ciclos de vida e processos sucessórios, enquanto a parte B apresentará os conhecimentos relativos à estrutura de capital e seus fatores determinantes.

No Capítulo 3 serão apresentadas as conclusões da pesquisa bibliográfica realizada e recomendações para estudos posteriores. Segue a relação de Referências Bibliográficas no Anexo.

## **CAPÍTULO 2: REVISÃO DA BIBLIOGRAFIA**

## PARTE A. A SUCESSÃO NA EMPRESA FAMILIAR

### 2.1. A Empresa Familiar

#### 2.1.1 Conceito

Para o conveniente desenvolvimento deste trabalho, faz-se necessária uma definição adequada de empresa familiar (EF). As controvérsias em torno do conceito são diversas. Há necessidade de uma família controlar a gestão do negócio para que este seja uma empresa familiar? É necessário que a família possua capital majoritário para que sua dinâmica entre em choque com a da empresa?

Neubauer e Lank, (1998), promovem ampla discussão em torno do conceito de empresa familiar e corroboram a idéia de controvérsia. Concluem, no entanto, indicando sua conceituação:

For us, a family enterprise is a proprietorship, partnership, corporation or any form of business association where the voting control is in the hands of a given family (p.8).

Entretanto, o estudo do desenvolvimento da empresa familiar em suas diversas dimensões (propriedade, família e empresa) sugere que o envolvimento da família com o cotidiano da empresa, com as questões relativas à sua propriedade e à aplicação de seus recursos é a mola propulsora dos conflitos por poder, dinheiro e/ou afeto, atenção e reconhecimento.

É possível afirmar que na empresa familiar a interação desta com a família resulta em “influência recíproca na política geral da firma e nos interesses e objetivos da família” (Donelley citado por Bernhoeft, 1991, p. 36).

Desta forma, o controle da propriedade do negócio, assim como a presença marcante em seu cotidiano formam o ambiente adequado para que uma família desenvolva a dinâmica característica das empresas familiares, ao menos no que tange aos objetivos deste trabalho.

A definição de Gallo e Vilaseca (1998) apresentada anteriormente para empresa familiar está longe de ser consenso. Não parece ser necessário que uma família possua capital

majoritário para que, estando presente na administração do negócio, imprima as características mais marcantes da gestão familiar. Esta, aliás, é uma das proposições da discussão promovida por Neubauer e Lank (1998) sobre o conceito de EF. Apesar disso, não se pode negar que tal definição possibilite o agrupamento de empresas com as características desejadas para uma análise da validade dos conceitos teóricos adiante apresentados para o mundo real das empresas familiares. De certa forma, procura-se delimitar e limitar o conceito de EF para evitar maiores controvérsias quando da construção do universo de empresas que se procura estudar.

Portanto, para o fim a que se destina esta pesquisa, empresa familiar será toda aquela que possuir as seguintes características:

- (1) Uma família possui participação majoritária no capital da empresa, controlando o processo decisório;
- (2) Membros da família detentora de capital majoritário estão presentes na administração do negócio e;
- (3) Há um claro desejo de transferir propriedade às futuras gerações.

### **2.1.2 Características das empresas familiares brasileiras**

A empresa familiar brasileira nasceu com as capitânicas hereditárias. Vivendo num ambiente protecionista e cartorial criado pela coroa portuguesa, esse primeiro projeto de empreendimento privado no Brasil não conseguiu grande sucesso mas imprimiu seu estilo à empresa familiar brasileira que até hoje persiste.

Em conjunto, sentimentalismo, protecionismo e paternalismo caracterizam fortemente a gestão de inúmeras empresas familiares brasileiras, sejam elas grandes ou pequenas. Constituem parte significativa das fraquezas de nossos empreendimentos, que devem ser combatidas por reformas que busquem melhor competitividade e adequação ao contexto contemporâneo. Para o melhor entendimento dessa situação, basta comparar a estrutura de uma família tipicamente brasileira àquela da família americana. Os filhos das famílias brasileiras tendem a permanecer muito mais tempo de sua jovem vida adulta ao lado dos pais, diferentemente do filho americano ou mesmo europeu. Esse fato pode demonstrar não só a intenção dos pais em prolongar o período de proteção e “patrocínio” aos filhos

jovens como também uma disposição destes em aceitar tal condição. Por que razão seria diferente no relacionamento dentro da empresa familiar? Em realidade não é, embora, do ponto de vista do desenvolvimento das capacidades gerenciais, fosse desejável que a empresa familiar não estivesse permeada por esse tipo de relacionamento.

Voltando às capitâneas hereditárias, naquele primeiro momento, a transição de controle e propriedade se dava de forma hereditária e, obrigatoriamente, para o primogênito, o que eliminava a questão da escolha na sucessão do negócio e os problemas advindos da divisão das terras. Mais adiante, entretanto, a idéia de uma transição que atendesse às necessidades dos herdeiros de forma mais igualitária viria a prevalecer, trazendo a contrapartida da possibilidade de divisão dos negócios e bens da família.

O segundo estágio da empresa familiar brasileira teve início com a distribuição de terras nas capitâneas hereditárias para indivíduos interessados em empreender em projetos de plantio de cana e instalação de engenhos de açúcar. Esses empreendedores recebiam o direito de exploração da terra e partiam para o interior do país a fim de estabelecer seus domínios e iniciar a plantação de cana-de-açúcar e produção do açúcar em seus engenhos. Nascia a primeira classe de empreendedores legítimos, os senhores de engenho, que formavam seus patrimônios à custa de coragem e determinação contra as adversidades, como na típica descrição de um empreendedor.

A forma como esses senhores de engenho estabeleciam seus domínios fazia com que adquirissem poder absoluto (Martins et al., 1999), como verdadeiros mandatários em negócios tão complexos que mais se pareciam com cidades. O exercício do poder absoluto pode, até hoje, ser observado em várias empresas familiares brasileiras.

Por aquela ocasião, teriam início outros empreendimentos, como a construção de estradas e centros de distribuição, incentivados pela divisão das terras (Oliveira, 1999).

O mesmo modelo de colonização se observou 200 anos mais tarde com o surgimento do ciclo do café e das grandes lavouras no Estado de São Paulo, o que deu origem à classe dos barões do café, a elite econômica do país por muito tempo. Novamente, o empresário brasileiro reunia as características de credulidade, bravura e persistência do empreendedor, resultando em poder absoluto, não só econômico, mas também político.

A onda de imigração européia do final do século XIX e início do século XX foi responsável pelo próximo ciclo econômico importante do Brasil, que foi a indústria, e pelo início de uma nova fase da empresa familiar. O melhor impulso de nossa indústria se daria décadas mais tarde durante e após a Segunda Guerra Mundial, com o grande desenvolvimento da indústria bélica. A perseguição aos judeus, promovida sobretudo pelo nazismo, acabou por trazer imigrantes de melhor formação e experiência profissional, que seriam responsáveis por um ciclo de grandes avanços técnicos e tecnológicos em nossa indústria.

Uma primeira característica comum – e muito importante – do empreendimento privado brasileiro pode ser notada através de uma observação cuidadosa de nossa história. A colonização portuguesa deixou para trás um país atrasado no que diz respeito à educação e industrialização. Não só por esse motivo, mas também por sua juventude inexplorada, o Brasil se constituía, ao final do século passado, numa região onde praticamente tudo estava por ser feito.

Por trás de um ciclo econômico brasileiro houve sempre uma categoria de empreendedor que abandonou o conforto do conhecido, ainda que sua realidade de origem fosse pouco ou nada promissora, como no caso dos imigrantes italianos, para se aventurar por terras desconhecidas e selvagens e mercados incipientes, sem qualquer regulamentação. O gosto por aventura e poder – representado pelas conquistas das propriedades rurais dos ciclos do açúcar e café – caracterizou o empreendimento privado brasileiro.

A ascensão social conseguida através do trabalho árduo, da luta contra dificuldades enormes e frequentemente auxiliada apenas por familiares próximos – como esposa e filhos – gerou um apego excessivamente sentimental ao patrimônio, o que produziu grande aversão à divisão da propriedade do negócio, ainda que fundada no objetivo do crescimento através de um grande projeto.

A preferência pela indivisibilidade da propriedade sempre predominou no Brasil. Como coloca Amendolara (1995), desde o século XVIII, os grandes empreendimentos privados norte americanos foram financiados por capital das bolsas de valores, caracterizando-se, desta forma, a pulverização da propriedade em favor do crescimento e a democratização do acesso aos mercados de capitais.

As razões para essa diferença fundamental podem ser várias, e seu estudo não faz parte do escopo deste trabalho, mas, definitivamente, influenciam a escolha de estrutura de capital em nossas empresas familiares.

Esse apego ao patrimônio predomina ainda hoje em grande parte das empresas brasileiras, reforçando o modelo da gestão patriarcal, com poder absoluto, inquestionável, indivisível e insubstituível. A passagem para um modelo de gestão mais descentralizado, com delegação de poder e responsabilidade e, sobretudo, monitoramento eficiente, é a chave para um crescimento equilibrado e promissor e se constitui num dos maiores desafios à empresa familiar, marcadamente a brasileira, como será discutido mais adiante.

Outra característica importante de nossas empresas familiares está na formação dos empreendedores. Em pesquisa realizada sobre industriais têxteis de São Paulo, Durand (1985) encontrou evidências de que grande parte deles possuía qualidades técnicas para o empreendimento, ou seja, parte considerável dos empreendedores do setor têxtil paulista decidiram pelo empreendimento quando detinham conhecimento técnico do processo produtivo superior ao de um assalariado comum, ainda que não pudessem ser classificados como administradores.

Para a amostra analisada, notou-se ser comum os herdeiros dos fundadores estarem desde cedo envolvidos com o negócio e optarem por dar continuidade à gestão familiar como um caminho profissional natural. Não foi frequente a formação profissional desses herdeiros em outras empresas – fora do âmbito das posses da família – mas sim a formação acadêmica em busca de conhecimentos administrativos e técnicos para satisfazer às necessidades das empresas em expansão. Em função disso foi possível, segundo Durand (1985), identificar grande distinção no grau de escolaridade entre primeira e segunda gerações na gestão daqueles negócios.

O fato de não ser significativa a frequência da busca pela formação profissional em outras empresas que não aquela da família pode ser mais um indício do paternalismo prevalecente em relações familiares – das famílias empresárias. São claras as dificuldades a serem enfrentadas por um jovem administrador ao assumir um cargo de subordinação em empresas nas quais o sobrenome não impõe respeito ou abre portas. Nesses casos, o desempenho profissional é a chave para a ascensão e mesmo para o aperfeiçoamento.



Apenas aqueles profissionais capazes podem ser gratificados com a ascensão aos primeiros escalões da administração e com o reconhecimento.

Esse método de formação profissional pode ser dos mais eficazes para identificar um bom sucessor para o empresário, mas expõe o parente à avaliação pública, o que nem sempre é admitido dentro das famílias proprietárias de negócios.

Ainda em Durand (1985), o autor afirma notar um alto grau de resistência dos empresários da indústria têxtil ao associativismo em busca de soluções para o setor. As razões para esse fato estariam na cultura dos povos Sírio e Libanês, origem dos imigrantes que dominaram o setor no Brasil, e no fato de terem se instalado em um país novo e estranho, basicamente calcados no auxílio familiar:

O projeto de enriquecimento em um país adotivo, cuja economia se abria à acumulação primitiva, na medida em que foi empreendido por pessoas cujas origens excluíam a capacidade de pensar em categorias amplas como a de cidadania, de Estado e de sociedade civil, levou à conservação de uma disposição muito negativa em relação a um associativismo militante capaz de cogitar de programas e de soluções para o setor que se refiram a alternativas para o conjunto da economia e da ordem institucional (p.140).

Embora não contando apenas com imigrantes sírios e libaneses, mas originários de diversas regiões do mundo, o empresariado brasileiro possui, de fato, uma cultura pouco associativista, o que talvez possa ser explicado pelo fato de terem origens muito distintas – inclusive o próprio Brasil – o que implicaria em lapso do senso de coletividade. Essa espécie de “individualismo” pode ser uma importante característica das empresas familiares brasileiras. Tal característica poderia estar sendo reforçada pela recorrente inexistência de políticas governamentais de estímulo consistente às pequenas e médias empresas nacionais, deixadas à própria sorte na busca pela competitividade e perpetuação.

Outro fator a reforçar esse lapso do senso de coletividade pode ter sido a inexistência de um “inimigo comum”. Um mercado excessivamente fechado, como prevaleceu o brasileiro até o início da década de 1990, manteve a competição restrita às empresas nacionais, diminuindo a necessidade de ações conjuntas para o aprimoramento da competitividade interna. A competição se dava, basicamente, entre empresas locais. Com uma maior abertura do mercado brasileiro às companhias e aos capitais estrangeiros, o senso de coletividade pode se intensificar e estimular ações conjuntas do empresariado brasileiro.

## ***Grandes Empresas Familiares Brasileiras***

A análise mais cuidadosa das empresas familiares brasileiras mostra um grupo bastante heterogêneo (Martins et al., 1997, p.34). Para uma melhor caracterização desse grupo faz-se necessária sua divisão em dois subgrupos mais homogêneos. O primeiro formado por empresas de maior porte, nas quais algumas das características acima discutidas ficam menos evidentes, como a alta concentração da propriedade e controle administrativo.

Aquelas empresas familiares que experimentaram, com sucesso, crescimento significativo, tornaram-se mais complexas. Muitas vezes abriram o capital para financiar crescimento e disponibilizar recursos para as necessidades da família e profissionalizaram suas gestões.

É importante deixar claro que a profissionalização nem sempre significa melhoria da qualidade da gestão. O crescimento do negócio produz cargos burocráticos que precisam ser supridos com pessoas de fora da família – inclusive porque esta pode não provê-las em quantidade suficiente. Mas o fato de serem administradores de fora da família não os faz grandes profissionais. A empresa precisa saber recrutar as pessoas certas para cada posição, visando formar um corpo gestor competente.

A abertura do capital atenua outra característica forte das empresas familiares brasileiras que é a concentração da propriedade. Apesar de haver diluição das participações acionárias das famílias, prevalece ainda seu poder de decisão. São poucas as empresas familiares brasileiras que contam com controle administrativo totalmente profissionalizado.

Mesmo assim, há uma concentração muito menor do controle desses negócios, advindos da crescente complexidade de suas operações, e a necessidade de sistemas de monitoramento mais eficientes, o que torna tais empresas mais parecidas com as corporações “profissionais”, de propriedade extremamente diluída, que motivaram o início das discussões em torno da separação entre propriedade e controle corporativos.

Não parece equivocado afirmar que são essas empresas familiares que enfrentam os maiores desafios diante do processo de globalização dos mercados. São elas que precisam encontrar fontes de financiamento competitivas quando comparadas a seus concorrentes internacionais para sobreviver em mercados em processo de concentração. Em função de seus portes, é difícil encontrar tais empresas atuando em nichos específicos, o que as

tornaria menos vulneráveis à competição internacional. Ao contrário, atuam em mercados geralmente maduros, onde as oportunidades de novos negócios são menos frequentes, fazendo com que o enfoque em ganhos de escala e eficiência produtiva torne-se fundamental.

Para sobreviver no mercado contemporâneo, empresas familiares de grande porte deverão encontrar o caminho para o crescimento. Isso implica encontrar fontes de financiamento para investimento em tecnologia, fusões e aquisições, desenvolvimento de novos produtos, sempre visando competir com as grandes corporações globais, o que deverá torná-las mais parecidas nos próximos anos.

### ***Pequenas e médias empresas familiares brasileiras***

O segundo grupo de empresas familiares a ser analisado é aquele das pequenas e médias empresas. Neste grupo, à revelia do avanço dos mercados de capitais no mundo todo, a propriedade dos negócios ainda é concentrada, assim como o controle dos processos decisórios. O nível de descentralização das decisões ainda é incipiente e a presença de diversos membros da família no alto escalão da empresa é fundamental em função da indisponibilidade de recursos – financeiros ou não – para a efetivação de um sistema de monitoramento.

Pode-se destacar duas situações de mercado que favorecem a atuação dessas empresas e possibilitam sua sobrevivência. Num primeiro caso, mais específico e menos frequente, as empresas atuam em um nicho. Num segundo caso, estariam atuando em um setor em que empresas de menor porte, com sistemas de gestão menos complexos e mais enxutos, são eficientes. Postos de gasolina, padarias, comércio de confecções e outros artigos de luxo, são alguns exemplos de empreendimentos onde o porte pequeno ou médio pode alcançar grande eficiência quando associado a uma marca familiar confiável.

Uma das grandes virtudes dos negócios familiares está certamente na associação de um sobrenome aos padrões de qualidade reconhecidos pelo mercado, o que nem sempre é possível nas grandes corporações. Essa condição tem sido muito bem explorada pelas melhores companhias familiares, brasileiras ou não.

Empresas familiares de pequeno e médio porte parecem poder contar com certas vantagens estratégicas para continuar existindo. Com a séria crise que envolve a instituição do

emprego no Brasil, deflagrada, entre outros motivos, pelo alto custo dos encargos sociais e benefícios do vínculo empregatício, emerge a alternativa da terceirização ou subcontratação das pequenas empresas, capazes de produzir bens e serviços a custos competitivos quando administradas por estruturas enxutas e, muitas vezes, familiares.

## **2.2. Os ciclos de vida na empresa familiar**

Os ciclos de vida na empresa familiar não são distintos dos ciclos de vida de qualquer empresa a não ser pelo fato de aquelas trazerem, junto do desenvolvimento da empresa, os desenvolvimentos das relações familiares de seus proprietários.

O estudo detalhado desse desenvolvimento conjunto levou à formulação teórica do conceito de desenvolvimento tridimensional da empresa familiar. Desenvolvimento da empresa, da família e da propriedade. Embora esse conceito de tridimensionalidade esteja presente nos diversos trabalhos estudados sobre empresas familiares (Bernhoeft, 1991, Cohn, 1991, Lodi, 1989), sua formalização aparece em Gersick et. al (1997) de forma objetiva, clara e abrangente, fornecendo as ferramentas necessárias à compreensão dos mais diversos mecanismos de funcionamento de uma família em sua empresa.

Por ser um trabalho mais eclético, e por isso mesmo apresentar uma discussão mais abrangente e completa da dinâmica de uma típica empresa familiar, o trabalho de Gersick et al. (1997) foi tomado como base para as discussões que seguem sobre ciclo de vida e sucessão na empresa familiar.

No âmbito da discussão de ciclo de vida e sucessão familiar, ao contrário do que ocorre com a estrutura de capital, não parece existirem controvérsias significativas. As experiências relatadas pelos diversos estudiosos da empresa familiar parecem identificar causas e efeitos muito claros na dinâmica da empresa sem que parem dúvidas primordiais. A escolha do trabalho citado como ponto de partida para a discussão abaixo se deve, basicamente, ao seu melhor rigor acadêmico e compleição.

Os autores apresentam o conceito do modelo dos três círculos (família, propriedade e gestão / empresa) que se superpõem parcialmente indicando a complexidade do sistema (3 em 1). O modelo dos três círculos “é uma ferramenta muito útil para a compreensão da

fonte de conflitos interpessoais, dilemas de papéis, prioridades e limites em empresas familiares” (Gersick et al., 1997, p. 7).

A partir desse modelo foi possível explicar o desenvolvimento da empresa familiar envolvendo os desenvolvimentos de família e propriedade concomitantes.

Desta forma a empresa familiar típica se desenvolve em três fases subsequentes que formam seu ciclo de vida: Início, Expansão/Formalização e Maturidade. Enquanto isso a dimensão de família se desenvolve pelos estágios de Jovem Família Empresária, Entrada na Empresa, Trabalho Conjunto e Passagem do Bastão e a Propriedade se desenvolve entre os estágios de Proprietário Controlador, Sociedade entre Irmãos e Consórcio de Primos.

Todo o desenvolvimento se dá ao mesmo tempo, com as três dimensões da empresa familiar interagindo para a construção de seu ambiente. Segue abaixo uma descrição do ciclo de vida de uma típica EF incorporando aspectos do desenvolvimento da família e propriedade.

### **2.2.1 Início**

São diversas as motivações à formação de uma empresa. Entre outras: posição interna de controle, incapacidade de adaptar-se a papéis em sistemas, experiências anteriores na família e falta de oportunidades econômicas tradicionais são fatores que predisõem empreendedores ao empreendimento (Gersick et al., 1997).

Fatores de caráter geral, além daqueles acima citados, meramente pessoais, contribuem para o empreendimento. Condições macroeconômicas favoráveis, como nível de gastos de consumidores, nível de emprego e renda disponível são alguns deles.

Além disso, não apenas a iniciativa independente é responsável pelo surgimento de novas empresas, mas redes de empreendimento e sistemas de suporte, talvez ligados ao movimento de terceirização de atividades diversas do foco de grandes corporações, têm tido papel relevante.

A busca da independência pessoal, frustrações com os chefes, falta de progresso na carreira e desejo de maior poder para a tomada de decisões são apontados como incentivos à carreira do empreendedor. Condições como essas associadas à disponibilidade de uma

oportunidade de negócio a ser explorada são fatores endógenos estimulando a formação da nova empresa.

Muito das características de uma empresa em seu primeiro estágio de vida é determinado pela personalidade do fundador. Aspectos que se somaram para incentivar a formação de uma nova empresa podem caracterizar fortemente a atuação do empreendedor e, por conseguinte, seu empreendimento.

“Tolerância com individualistas, resistência a rígidas hierarquias de autoridade e relutância em formalizar a estrutura organizacional” são algumas das características comuns de novos empreendimentos (Gersick et al., 1997), que podem ser marcados por descrições de cargos menos rígidas e hierarquias informais mais fortes.

Para que o empreendimento se torne uma realidade, no entanto, é necessário que existam recursos financeiros disponíveis para financiá-lo.

Excesso de otimismo no planejamento inicial do empreendimento é muito frequente, sobretudo com relação à magnitude do mercado e fluxo de caixa, o que acarreta maiores necessidades de capital que aquelas inicialmente previstas.

Em função das características inerentes aos novos empreendimentos, é bastante difícil a obtenção de capital senão através de recursos do(s) próprio(s) empreendedor(es) e de sua(s) família(s), inclusive na forma de mão de obra barata ou gratuita.

Partindo-se do empreendimento até o surgimento de uma empresa familiar é necessário que haja uma mudança de atitude no empreendedor. Suas mais tradicionais características, como individualismo, determinação, gosto por mudanças rápidas e imersão obsessiva na empresa, parecem incompatíveis com aquelas necessárias à liderança de uma equipe.

O contraste para com a personalidade de um líder, focalizado no grupo, cooperativo e comprometido com a continuidade no longo prazo, pode, inicialmente, parecer impeditivo do progresso do projeto empreendido.

O que se observa, no entanto, nos empreendimentos que avançam em direção ao crescimento, é que o empreendedor passa por uma fase de adaptação na qual compreende as novas necessidades do negócio e se engaja na contratação, treinamento, desenvolvimento de uma estrutura organizacional efetiva e, a partir desse ponto, à

distribuição de participação acionária e antecipação da transição ao controle gerencial familiar.

Às vezes de maneira absolutamente consciente, outras vezes nem tanto, esse processo evolui, nesta ordem ou em outra um tanto diversa, transformando o projeto pessoal do empreendedor em uma empresa familiar com objetivos mais abrangentes, até que se concretize o processo sucessório que depositará o comando administrativo em outro membro da família.

Em geral, a primeira geração de uma empresa familiar é caracterizada por uma estrutura de propriedade concentrada no empreendedor. Este detém a maior parte do capital do negócio e controla o processo decisório, determinando não apenas os rumos quotidianos como as táticas e estratégias do negócio, visando a condução de longo prazo.

Há casos em que o cônjuge do empreendedor se faz presente desde o início do empreendimento, mas não necessariamente com alteração da estrutura de controle acima exemplificada. Grande parte das vezes, os membros da família empreendedora participam de forma meramente cooperativa, acatando passivamente as diretrizes do empreendedor.

A estrutura de controle gerencial pode variar à medida em que os sócios do empreendimento possuam conhecimentos administrativos ou técnicos sobre o negócio, ou quando contribuíram com aporte de capital significativo. Nesses casos, clareza no contrato de constituição da sociedade acerca dos papéis a serem exercidos por cada sócio na sociedade pode se tornar instrumento fundamental para o sucesso do empreendimento.

Conflitos familiares podem surgir pelo simples fato de um membro da família não compreender com exatidão seu papel.

Do ponto de vista da família, normalmente a fase inicial de desenvolvimento da empresa afasta o empreendedor da convivência familiar. A forma como o empreendedor se relaciona com o negócio e com a própria família pode favorecer ou prejudicar a imagem que os familiares constroem do negócio, facilitando ou não o surgimento de interesse desses familiares por eventuais carreiras dentro da empresa.

Muito constantemente a empresa é vista como uma concorrente pela família, roubando a convivência do(s) pai(s). Caso os filhos não sejam colocados em contato com o quotidiano

do negócio, de forma positiva e estimuladora, podem jamais desenvolver qualquer interesse pelo negócio.

Já do ponto de vista da empresa, a fase inicial é aquela em que ela deve se estabelecer, buscando consolidar sua presença no mercado. Enquanto o proprietário gerente busca aumentar sua capacidade de produção dos bens e/ou serviços prestados, enfrenta um fluxo de caixa pouco seguro, normalmente com grande variabilidade de receitas.

Na tentativa de ganhar espaço e segurança e provar a viabilidade do negócio, o empreendedor gasta seus primeiros anos envolvido em um enorme esforço de criação da necessária lealdade entre clientes, empregados, família, bancos e fornecedores. “Sua visão gera prioridades e atividades, e seu comportamento determina as decisões e os valores da empresa” (Gersick et al., 1997).

Nessa fase inicial, a empresa deve permanecer eficiente em relação aos custos e ser flexível para atender às demandas de seus clientes. O proprietário gerente deve contratar, qualificar, administrar fluxos de caixa, buscar financiamentos, vender, enfim, estar atento a cada detalhe do negócio.

Políticas e procedimentos não são normalmente formalizados. Tudo acontece em torno do empreendedor e da maneira como ele planeja. Isso pode resultar em potencial flexibilidade, desde que as pessoas estejam capacitadas para responder adequadamente aos estímulos quotidianos. Por outro lado, a falta de clareza em relação aos procedimentos, políticas e métodos pode colocar o grupo em profunda dependência do proprietário gerente, mantendo-o por mais tempo que o desejado como o centro de todo o processo decisório.

Ainda de acordo com Gersick et al. (1997), na fase inicial da empresa familiar são lançadas as bases para seus três aspectos centrais: cultura, estratégia e valores de gerenciamento do patrimônio.

### **2.2.2 Expansão/Formalização**

Empresas que superam as dificuldades da fase Inicial entram num período chamado de Expansão/Formalização, quando muitas vezes a propriedade do negócio começa a se distribuir entre a segunda geração, a dos filhos do(s) empreendedor(es).



Segundo Gersick et al. (1997), empresas nesse estágio enfrentam desafios como “terminar a consolidação do controle acionário na geração dos filhos, desenvolver um processo de entrada para a próxima geração e reestruturar a empresa e seus sistemas para iniciar e sustentar o crescimento”.

O aumento progressivo da escala do negócio desde sua fundação pode significar um envolvimento de um número crescente de familiares, seja na forma da sociedade ou da gestão e operação.

Este é um período de grande fragilidade da empresa, quando se busca mudanças profundas na estrutura organizacional e processo decisório, além da expansão da linha de produtos e/ou serviços, concomitante à criação de sistemas de informação mais formais e eficientes.

Os membros da família precisam se coordenar, trabalhar em equipe, de forma cooperativa, com foco no grupo e, sobretudo, envolver funcionários chave, não pertencentes à família, para garantir participação e coesão.

Há uma sensível diferença entre a empresa no estágio Inicial, onde todo seu funcionamento se dava em torno de uma pessoa, individualista e centralizadora, para a empresa em Expansão/Formalização, agora necessariamente coordenada, devidamente qualificada à comunicação e planejamento eficientes.

A maior formalidade nos métodos, processos e políticas se faz necessária, tanto no âmbito da empresa como no da família, no intuito de administrar a maior complexidade do negócio, seja em termos operacionais ou societários.

Novos membros da família, a terceira geração (dos netos do(s) empreendedor(es)), poderão entrar para o negócio em alguns anos. É importante que a família desenvolva processos formais de admissão, baseados em critérios objetivos, justos e abrangentes, de modo a minimizar conflitos.

A estrutura societária nessa fase está, mais frequentemente, diluída entre membros da mesma geração - sociedade entre irmãos. A primeira questão importante enfrentada pela empresa é como administrar as necessidades de capital da empresa, para financiamento da expansão e formalização, com aquelas dos membros da família.

Neste ponto do ciclo de vida é necessária uma administração específica da estrutura de capital, liquidez e dividendos. O crescimento dos ramos familiares, com os casamentos e o nascimento dos filhos, pressupõe aumento na expectativa de ganho dos membros da família. Além disso, estimular o envolvimento com o negócio sugere remuneração adequada.

Desta forma a empresa terá que definir muito claramente de que maneira os recursos resultantes da operação do negócio serão distribuídos entre os investimentos necessários na empresa e na família. É natural nessa fase que a família comece a entender o risco da concentração de seus investimentos em um único negócio. A diversificação do risco pode passar a ser uma necessidade, que complicará as decisões acerca da utilização dos lucros. Ainda uma terceira necessidade de recursos pode advir da aposentadoria da primeira geração, reivindicando sua independência econômica.

A utilização de empréstimos para compor a estrutura de capital do negócio pode ser uma saída para adequar as necessidades reconhecidas. Através de um nível de endividamento adequado, a empresa pode disponibilizar os recursos necessários à remodelação financeira.

Outra questão fundamental nessa fase é definir como será encarada a transmissão da propriedade do negócio para as próximas gerações. Qual será a verdadeira autonomia de cada sócio ou acionista para vender ou doar suas participações. Qual a estrutura societária a ser privilegiada.

As dinâmicas familiares podem complicar sobremaneira a estrutura societária do negócio, quando vista pelo prisma da administração. Nem sempre a estruturação da sociedade se dá de forma a promover equilíbrio e harmonia na gestão.

Além disso, se não houver mecanismos de admissão para os familiares e planos de carreira formalizados e respeitados, será difícil administrar conflitos decorrentes da entrada sucessiva da família na administração da empresa.

As escolhas individuais a respeito do planejamento financeiro familiar e a forma de administração das quotas de participação no capital por parte dos sócios (irmãos) podem completar um quadro complexo de gerenciamento da estrutura societária.

Serão necessários espírito cooperativo e coesão para a formação de políticas únicas no tratamento dos dividendos e lucros retidos e também para a estruturação societária, de modo a diminuir os conflitos entre membros de uma mesma geração e entre gerações.

Independente da época em que a Expansão/Formalização venha a ocorrer, poucos anos após a fundação da empresa ou durante a entrada da segunda geração, os proprietários gerentes enfrentarão problemas bastante semelhantes. Profissionalização da gestão, desenvolvimento de novos produtos, capitalização, administração financeira, e diversificação são algumas das dificuldades.

Com o aumento da complexidade e dimensões do negócio torna-se impossível gerenciar de forma centralizadora. Os sócios não estão em número suficiente para absorver todo o volume de tarefas exigidas para a administração dos processos.

Nesse momento passa a haver intensa pressão por delegação de poderes e autoridade. O modelo de gestão da família, às vezes desenvolvido durante anos, pode se tornar antagônico a essa necessidade por supor que apenas membros da família devam exercer tarefas chave. A primeira opção seria a entrada dos jovens filhos da(s) família(s). A urgência de resultados, porém, pode se tornar um grande empecilho, ou a nova geração pode sentir o peso da responsabilidade e o medo do fracasso.

É quando se torna necessário que os administradores da empresa familiar procurem se reciclar e flexibilizar para entender e proceder às reformas do modelo administrativo. É preciso conhecer os requisitos básicos ao cumprimento das funções para o preenchimento de posições fundamentais ao bom andamento da companhia, um grande desafio a ser enfrentado.

Novas políticas de recursos humanos, incluindo planos de carreira, novos sistemas de informação e gerenciamento – de processos e de custos – serão necessários.

Dependendo do porte que a empresa tenha atingido, as políticas de recursos humanos tornam-se fundamentais para permitir a entrada de bons profissionais de fora da família e mesmo de dentro dela. Não se pode considerar apenas o fator confiabilidade ao designar uma pessoa a uma função. Outros atributos são tão importantes quanto, e devem ser preestabelecidos para se chegar a um modelo de avaliação dos profissionais a serem contratados.

Do ponto de vista estratégico, os desafios enfrentados por uma empresa em estágio de Expansão/Formalização são tão definitivos como qualquer outro. Empresas que buscam sua afirmação no mercado têm que enfrentar concorrentes frequentemente maiores, melhor estruturados, com alguma experiência organizacional adicional, e com melhor capacidade financeira.

Questões como a decisão de financiamento a longo prazo, decisão de mercado e produto e mesmo planejamento, sobretudo o estratégico, serão cruciais. A empresa familiar tem que responder rápida e eficientemente a essas necessidades (Gersick et al., 1997, p. 180).

O desenvolvimento da empresa e da sociedade levará à necessidade de uma decisão importante. A família se une na estratégia de prover os recursos necessários à sustentação do crescimento e formalização do negócio ou altera o rumo, optando por distribuição mais consistente de lucros retidos e investindo nas alternativas individuais. Com isso a empresa tende a passar à fase de Maturidade.

### **2.2.3 Maturidade**

A empresa familiar madura se caracteriza, normalmente, por uma sociedade entre membros de diversas gerações da família, participações acionárias mais diluídas, maior número de membros da família atuando na empresa, estruturas de capital mais complexas, compostas por investidores externos, endividamento, capital não votante, etc..

A complexidade operacional desses negócios também costuma ser mais elevada, com linhas de produtos mais diversificadas, onde alguns itens encontram-se em fase de desenvolvimento, outros de crescimento de demanda, outros maduros. Dependendo da forma de organização da empresa, pode-se verificar diferentes estágios de desenvolvimento de divisões, com algumas crescendo e se firmando dentro da companhia, outras já maduras ou mesmo decadentes, enquanto outras podem estar sendo planejadas.

Uma potencialidade dessas empresas está no oferecimento de grandes oportunidades financeiras para os acionistas e de carreira para os executivos, o que tende a atrair os membros da família para o negócio e mantê-los em harmonia. Deve ficar claro, no entanto, que para que esse panorama se instaure é necessário que essa condição de maturidade tenha sido atingida após períodos de sucesso da empresa familiar na gestão dos

conflitos resultantes de seu desenvolvimento, tanto no âmbito do negócio quanto no da família.

Caso suficientes oportunidades não possam ser oferecidas a todos os (numerosos) membros da família, faz-se necessário que a empresa reavalie sua estratégia, partindo para um crescimento que possibilite o surgimento de tais oportunidades ou para uma reestruturação societária que promova uma diminuição na complexidade da estrutura de propriedade do negócio. Isso diminuiria, a longo prazo, a probabilidade de conflitos significativos.

Apesar de, usualmente, um maior número de membros da família estar envolvido com o negócio, também mais acionistas devem estar ausentes. Isso faz com que um sistema de informações, que leve ao conhecimento de todos os acionistas os principais acontecimentos envolvendo a empresa, seja necessário e fundamental para promover um sentimento de igualdade de tratamento. Algumas famílias promovem a formação de conselhos que se reúnem para deliberar sobre problemas relativos ao negócio e organizar encontros de sensibilização e tomada de decisão.

Para Gersick et al. (1997), manter a família convenientemente informada não é tarefa fácil. Deve-se compreender os diferentes níveis de envolvimento com a empresa, diferentes expectativas decorrentes de níveis culturais e sócio econômicos e todas as diversidades típicas de famílias proprietárias de negócios tão complexos.

Pode-se esperar nessa fase de maturidade, e conseqüente complexidade, maior politização dos conflitos de poder. Ramos afastados do controle administrativo podem adotar estratégias políticas para a tomada do poder. Conflitos de gerações passadas podem se potencializar na relação entre membros que pouco se conheceram ou convivem.

A questão da remuneração adequada do capital é fundamental para o equilíbrio da sociedade. É necessário que haja coesão entre os acionistas para que uma política de distribuição de lucros compatível com o número de acionistas e as necessidades de reinvestimento seja implantada. Um planejamento prévio de provisão de liquidez deve existir para administrar situações nas quais acionistas decidem se desfazer de suas ações.

Fica claro que tal provisão de liquidez é necessária para qualquer fase do desenvolvimento da empresa e/ou família, mas durante a terceira e sucessivas gerações familiares no

comando da empresa é de se esperar que as situações de reestruturação de capital sejam mais frequentes ou prováveis, em função da complexidade do negócio e do número de acionistas existentes.

A fase de maturidade não é frequente entre empresas familiares. Gersick et al. (1997) indica que elas sejam aproximadamente 5% de todas as empresas familiares americanas. Aquelas que atingem essa fase o fazem por competência. O sucesso anterior provavelmente as qualifica como líderes de mercado ou, ao menos, como altamente competitivas. Em determinadas circunstâncias tais empresas podem se acomodar nessa condição, o que as credencia a uma fase de decadência. O foco e a modernização são desafios importantes para essas organizações.

Com a diversificação das linhas de produtos e simultâneo aumento da complexidade do negócio pode se tornar difícil manter seu foco. Algumas vezes a empresa pode investir em atividades distintas do negócio principal. Até mesmo a provável crescente rigidez de negócios nessa fase pode contribuir para diminuir a velocidade e eficácia das respostas aos estímulos ambientais.

Conselhos de administração formados por representantes de fora da família tornam-se mais frequentes e necessários. Capacitação gerencial em todos os níveis é requisito fundamental. Critérios rigorosos de avaliação e contratação ou promoção dos executivos, membros ou não da família, associados à maior estabilidade da empresa proporcionam melhores oportunidades de carreira, abrindo caminho à ascensão dos mais capacitados, inclusive dos jovens membros da família.

Empresas que alcançam o estágio de maturidade provavelmente resolveram sua questão de financiamento a longo prazo. Usualmente, os recursos gerados internamente não são suficientes para os investimentos necessários à manutenção da posição da empresa e crescimento. Assim, a companhia deverá optar pela busca de capital externo, próprio ou de terceiros, ou por controlar o crescimento em níveis financiáveis pelos recursos internos.

O endividamento é uma opção natural, pois empresas estabelecidas e maduras já estabeleceram relações com instituições financeiras capazes de prover essa fonte de financiamento. Porém, com bastante frequência, esses recursos não são suficientes e a diluição da propriedade da família pode ser necessária.

### **2.3. Os processos sucessórios na empresa familiar**

A compreensão da importância do processo sucessório em uma empresa familiar é imprescindível para o correto entendimento das dimensões que podem tomar os conflitos por ele gerados. Quando uma família busca o(s) sucessor(es) para o(s) controlador(es) de seu negócio está colocando em jogo anos de propriedade e convivência familiares, que limitam sua capacidade de decidir racionalmente sobre gestão (Bernhoeft, 1991).

O desejo de entregar hereditariamente o resultado de uma vida dedicada ao negócio pode, e frequentemente consegue, adicionar subjetividade aos parâmetros de decisão, aumentando a complexidade do processo. Como Cohn (1991) observou:

Passar a tocha pode ser um ato verdadeiro de auto compreensão e auto realização. À medida que o empresário passa de herói a um simples mortal, há uma oportunidade de ganhar sabedoria. Uma transferência empresarial não precisa equivaler à perda de valor na família e na comunidade (p. 6).

A colocação acima expõe a natureza dos sentimentos vividos por um empresário nos momentos em que deve decidir por deixar o comando de sua empresa, e às vezes até a sociedade, para passá-lo(s) a um sucessor, descendente ou não. A reconhecida vantagem da simplicidade dos sistemas de monitoramento oferecida por uma gestão familiar pode provocar um lapso dos sistemas de controle da administração do negócio que dificulta a profissionalização. Por outro lado, o perfil psicológico dos potenciais sucessores, membros da família, pode não ser aquele desejado pelo(s) controlador(es), restringindo suas opções.

A discussão em torno dos processos sucessórios em empresas familiares tem se tornado mais e mais frequente. A razão para esse fato pode estar nas estimativas em torno do número de empresas familiares envolvidas em processos sucessórios por volta do ano 2000. Como coloca Applegate (1999), “espera-se que aproximadamente 50% das empresas familiares necessitarão de algum tipo de sucessão” nesse período (p. 89).

Ao se estudar os ciclos de vida em empresas familiares pode-se notar que os mais importantes desafios a serem enfrentados por tais organizações estão ligados às transições de propriedade e controle administrativo, além do financiamento no longo prazo. Em empresas não familiares esses podem ser momentos e decisões cruciais, mas como destacaram Brown e Coverley (1999):

There are many similarities in the succession problems of chief executive officers, whether their businesses are large or small, whether private or publicly held. However, the chief executive of a family business has additional problems which arise simply because it is a family business (p.93).

Ainda acompanhando o raciocínio do autor, encontrar um sucessor para o controlador da empresa não se restringe à análise das qualificações e/ou histórico do candidato mas também a atender ao requisito parentesco e às expectativas da família, não restritas a qualificações profissionais.

O processo sucessório é sempre lento. A empresa familiar que objetiva transcender a figura do fundador ou de seu(s) controlador(es) atual(ais) precisa estar preparada para a dinâmica sucessória de forma a prescindir de indivíduos, apoiando-se, no entanto, no empenho e objetivos da coletividade familiar. Para uma EF não sucumbir aos processos sucessórios deverá estar apoiada sobre métodos, sistemas e rotinas elaborados para lhe prover vida e movimento próprios, capacidade de resposta e criatividade.

Esse quadro faz do estudo da sucessão na empresa familiar um dos mais importantes passos para a compreensão de suas dinâmicas e necessidades. Por esta razão, o presente trabalho procurará descrever os processos sucessórios em empresas familiares, destacando os riscos e oportunidades envolvidos, sobretudo no que diz respeito a suas implicações para a estrutura de capital do negócio. Com isso, tentará explicitar os possíveis benefícios que um manejo apropriado da forma de financiamento no longo prazo pode representar para o sucesso dessas transições.

Sucessões são eventos que envolvem as três dimensões da empresa familiar – família, propriedade e gestão. Portanto, sucessões que envolvem empresas em diferentes estágios de desenvolvimento, sob diferentes estruturas administrativas e societárias são distintas, apresentando diferentes características.

São três os desenhos alternativos de sucessão familiar. O primeiro é aquele que passa o controle a uma estrutura de mesma dimensão, como a sucessão de um proprietário controlador para seu filho único. O segundo é aquele que passa o controle a uma estrutura societária mais complexa, como a sucessão de proprietário controlador para a sociedade de irmãos ou a desta ao consórcio de primos. O último desenho possível é aquele que transfere o controle de uma estrutura societária para outra mais simples, fazendo o caminho inverso ao acima descrito.



O planejamento de uma sucessão tem início com a decisão em torno da forma de administração a ser adotada. A partir desta, escolhe-se a estrutura societária adequada, que prevalecerá na próxima fase de desenvolvimento da empresa.

A participação da família na gestão da empresa é fundamental para a construção da expectativa em torno do futuro modelo gerencial. Quando apenas um membro da família deseja ou pode se envolver com o negócio, a transição de controle se dá no sentido de atender a um desenho de gerência controlada por uma única pessoa. De outra forma, quando vários são os familiares interessados em participar da gestão, o poder administrativo será desenhado para atender à necessidade de uma sociedade mais ampla.

Sempre que a passagem do poder se dá entre modelos idênticos de gestão, o impacto cultural de tal transição sobre a empresa será modesto. Porém, quando a mudança do controle se dá entre modelos distintos de propriedade, então uma revolução de costumes deverá acontecer para absorver a mudança no controle.

#### ***Sucessão para o modelo Proprietário Controlador***

Esse tipo de sucessão se dá mais frequentemente quando apenas um descendente dos controladores têm interesse na gestão ou propriedade do negócio. O processo sucessório em si carrega todas as dificuldades de qualquer outro, a não ser pelo fato de não haver problema quanto à escolha do sucessor.

A maior complexidade desses processos se apresenta quando o modelo de proprietário controlador é escolhido em detrimento da existência de mais de um descendente interessado no negócio. Nestes casos, para que se caracterize a condição é necessário que a maior parte do capital com direito a voto no negócio seja entregue ao sucessor escolhido. Problemas emergem relativos à equidade na distribuição da herança. Um dos filhos será favorecido se a empresa for o principal bem da família. Se os controladores procurarem resolver esse problema dividindo as ações ou quotas da sociedade entre os descendentes de forma igualitária, o controle do sucessor sobre o negócio ficará prejudicado.

Além disso, um problema intrínseco a esse modelo de sucessão está na adoção de critérios subjetivos de escolha do sucessor. Preferências pessoais dos controladores ou mesmo imposições naturais, como momento, saúde ou idade, advindas da história familiar e não da profissional, podem colocar o negócio nas mãos de um descendente pouco qualificado.

De outro ponto de vista, a escolha de um sucessor, entre vários interessados, pode desencadear uma competição nem sempre benéfica, se considerados os custos associados ao fracasso. Prejuízos poderão ser contabilizados no âmbito da operação do negócio ou mesmo da família.

Após a escolha do sucessor, é necessário que se proceda à sua preparação. Nesse ponto é necessário incentivar sua atuação na empresa com o intuito de expor suas habilidades, procurando gerar resultados capazes de firmar sua condição de novo líder empresarial. Muitas vezes, o sucessor escolhido já está na empresa há tempo suficiente para compreendê-la. Nesse caso, a preparação diz respeito à nova posição de liderança que deverá exercer.

Quanto melhores os resultados, melhor será a aceitação à nova situação. Segue-se um período no qual é imprescindível que o novo controlador adquira auto confiança para gerir o negócio e gerar os resultados que serão sempre cobrados pelos sócios ou acionistas minoritários.

Resta preparar o arranjo financeiro que deverá dar suporte à sucessão. Uma das necessidades será provisionar recursos para a compra de participações de sócios ou acionistas dissidentes do controlador caso estes venham a ameaçar o andamento do negócio. Este aspecto da sucessão está diretamente ligado ao objetivo deste trabalho e deverá ser discutido em maiores detalhes mais adiante.

### ***Sucessão para o modelo Sociedade entre Irmãos***

Este modelo de transição pressupõe a crença em um modelo de gestão compartilhada, onde os sócios trabalham de forma cooperativa, como já discutido anteriormente, para a fase de Expansão/Formalização da empresa nas mãos de uma sociedade entre irmãos.

“Do ponto de vista do gerenciamento, a liderança múltipla oferece oportunidades para sinergias a partir dos talentos e habilidades combinadas de uma equipe, juntamente com garantias de continuidade no caso de um dos parceiros morrer ou ficar incapacitado” (Gersick et al. 1997, p. 218).

A maior dificuldade no manejo desse modelo de sucessão está em identificar o real potencial de colaboração entre os irmãos. É necessário objetividade e clareza por parte dos pais para avaliar a qualidade do relacionamento entre os filhos e decidir pela forma de compor o grupo de administradores que controlará o negócio.

Os talentos, competências e qualificações específicas dos sucessores são fatores determinantes de sucesso. É necessário que haja sinergia nas qualidades de cada sucessor. Além disso, os projetos individuais têm que estar em sintonia com o projeto de grupo. Os participantes da empresa precisam estar preparados para atender às demandas dos sócios ou acionistas ausentes, e para aceitar um processo decisório consensual.

Nos primeiros momentos os sucessores podem confundir seus papéis de colaboradores com o de competidores, como na sucessão para um proprietário controlador. Isso pode acontecer quando os sucessores são colocados em condição de trabalho em grupo para avaliação de potencialidades. Comunicação de métodos e objetivos se torna essencial para que não haja competição por uma posição de destaque. É natural em sociedades entre irmãos que um entre vários se sobressaia por suas características de personalidade ou mesmo por suas habilidades profissionais. É importante, no entanto, que essa posição não seja excessivamente valorizada, uma vez que se busca uma sociedade cooperativa.

Quando em competição, cooperação, compromisso e divisão dos créditos, fatores fundamentais para o sucesso da sociedade entre irmãos, tornam-se componentes perigosos para estratégias individualistas.

Os controladores do negócio devem se preocupar em dimensionar um sistema de gestão compartilhada com monitoramento constante, evitando o isolamento entre os irmãos – sob o argumento de prover independência às partes – o que poderia provocar desatenção com o todo do negócio, gerando fraquezas internas. Deve-se buscar a colocação dos irmãos nas funções mais adequadas às suas habilidades e interesses pessoais, mas sem que se perca o foco no objetivo comum.

Os irmãos precisam ser capazes de flexibilizar seus pontos de vista, reconhecer suas limitações e admirar-se mutuamente. Trata-se de uma condição bastante específica e nem sempre fácil de se observar.

Novamente a questão do financiamento desse processo é fundamental e será discutida mais adiante.

### *Sucessão para o modelo Consórcio de Primos*

Esse modelo de sucessão ocorre em empresas que cresceram o suficiente para absorver o crescente número de sócios ou acionistas que usualmente compõem a terceira e próximas gerações da família empresária. Quando a empresa familiar não é capaz de absorver tantos acionistas há uma natural tendência de simplificação da estrutura societária, buscando adequar as disponibilidades do negócio à dimensão da sociedade.

A estruturação da forma de controle e sociedade nessas sucessões é bastante mais complexa que em outros modelos. Em primeiro lugar há um crescente número de sócios ou acionistas interessados em fazer carreira no negócio e também muitos precisando construir suas vidas profissionais longe deste. Isso torna a relação da família com a empresa bastante diferente. Apenas aqueles grupos muito unidos em torno de um sonho comum são capazes de manter o controle no âmbito familiar com resultados satisfatórios. Muitas vezes os acionistas pouco se conhecem ou convivem.

A forma de distribuição de participações da segunda para a terceira gerações muitas vezes repete o modelo utilizado na sucessão anterior, o que desconsidera peculiaridades desta, provocando distorções nos poderes de controle entre os ramos da família.

Para que a distribuição como foi feita pelo empreendedor funcionasse perfeitamente nesta próxima transição, seria necessário que cada um de seus filhos possuísse o mesmo número de filhos, de modo que distribuições igualitárias para a terceira geração produzisse sócios com as mesmas participações proporcionais.

Se um dos primos possui maior poder acionário que outros é de se esperar que esse primo controle o negócio. Se ele não for a melhor opção, a empresa pode enfrentar períodos difíceis. Novamente, a responsabilidade pelo desenho de uma sucessão que potencialize o sucesso da empresa precisa ser encarada pelos controladores.

Cresce o dilema entre distribuir participações igualitárias entre primos, desprezando-se a forma de propriedade entre os ramos familiares em benefício de uma estrutura societária já conhecida, ou manter a proporção atual das participações de cada ramo da família, ingressando-se num modelo de propriedade acrescido dos desafios naturais do desconhecido.

Ao mesmo tempo, é necessário que se proceda à avaliação dos potenciais sucessores, tarefa extremamente delicada, quando se imagina que irmãos tenham que avaliar seus filhos e sobrinhos também. Com grandes quantidades de descendentes pleiteando poucas vagas na alta administração, a responsabilidade da avaliação pode ser ainda maior. Pode-se afirmar que a configuração do quadro de sucessores será determinante na escolha da estrutura societária a ser adotada.

O único caminho possível é encarar a tarefa com responsabilidade, discutindo-se e estruturando-se a forma das participações acionárias, os critérios de avaliação e seleção além da preparação adequada para os candidatos à sucessão. A presença de profissionais reconhecidamente capacitados e independentes da família pode significar a diferença entre sucesso e fracasso.

Um dos maiores desafios a ser enfrentado por uma empresa familiar que atinge esse estágio é manter a união da família em torno da empresa. Seu crescimento provoca diluição nas participações e também nos interesses pelo negócio. Ao mesmo tempo, a possibilidade de venda de participações individuais na sociedade deve crescer, o que aumenta a necessidade de um plano de financiamento de uma possível concentração societária.

### **2.3.1 Processos sucessórios, relações familiares e Teoria da Firma**

Estudando-se os ciclos de vida das empresas familiares e seus processos sucessórios é possível reconhecer a diversidade de fontes de conflitos nascidos das dinâmicas familiar e empresarial quando vividas conjuntamente pelos diversos indivíduos. A razão básica para o surgimento desses conflitos reside no fato de as regras dos sistemas familiar e empresarial serem contraditórias. A sobreposição desses sistemas, através da convivência acima citada, gera tensões em ambos, que acabam resultando em disputas.

A finalidade da família é, em última instância, zelar por seus membros e sustentá-los, enquanto a empresa tem por objetivo fornecer bens e/ou serviços enquanto gera lucros (Cohn, 1991). Nem sempre os interesses familiares e empresariais encontram-se alinhados. De certa forma, como será mostrado mais adiante ao se focar a teoria da estrutura de capital, as relações entre empresa e família podem ser consideradas relações de agência, onde a família exerce o papel de principal e a empresa de agente, delegado de

poderes para administrar recursos do principal com o objetivo primeiro de maximização do capital familiar. No entanto, em diversas circunstâncias, o agente tem incentivos a não agir no melhor interesse do principal.

A prosperidade empresarial, refletida num crescimento sustentado, a baixos níveis de risco, tem significado importante para seus controladores, muitas vezes incompreensível pelo prisma das famílias empresárias. Administradores recebem salários, benefícios, nem sempre contratualmente explícitos, e prestígio – advindo da imagem gerada através dos negócios – frequentemente não reconhecidos ou compartilhados pela família, que pode se sentir relegada a segundo plano. A maximização de utilidade para o administrador vem do crescimento da empresa, através de melhores remunerações e benefícios e do próprio prestígio pessoal. Por essa razão os administradores terão sempre incentivos para investir no crescimento do negócio, em detrimento do pagamento de fluxos de caixa livre aos acionistas – família.

Por outro lado, grande parte das vezes a empresa provê todos ou grande parte dos recursos financeiros aos quais a família tem acesso. É do interesse da família que o negócio seja capaz de gerar riqueza suficiente para financiar seus sonhos e principais necessidades. A família tem incentivos para se comportar como a figura clássica do principal descrita na teoria de agência, esperando que seus investimentos lhes proporcione retornos significativos nos menores espaços de tempo possíveis.

Nesse contexto deve ser inserida a necessidade de realizar a transição do controle gerencial do negócio e muitas vezes, como colocado anteriormente, de sua propriedade. Aspectos como a escolha do(s) sucessor(es), escolha do modelo sucessório adequado, adoção de modelo societário, planejamento e implementação ficam permeados pelos interesses nascidos no âmbito da família, impregnados de expectativas e variadas emoções que dificultam a condução racional do processo.

Do ponto de vista da família, a transição deve atender às expectativas de todos os membros envolvidos. Evidentemente, isso impõe uma grande limitação ao processo decisório, uma vez que interesses tão distintos não podem ser atendidos simultaneamente. Escolhas precisam ser feitas. Determinadas premissas precisam ser priorizadas em detrimento de outras menos representativas, e neste caso está-se referindo a juízos de valores. Cada

família, ou membro de cada uma delas, definirá quais valores serão preservados num processo sucessório.

Do ponto de vista da empresa, a transição deve visar a perpetuação do negócio. Se a estruturação de um novo modelo de sociedade deve buscar sucesso no longo prazo terá de levar em conta sua forma de financiamento. A estrutura de capital escolhida pela empresa a cada instante deve atender às suas necessidades assim como às da família.

O conceito de Capital Paciente de De Visscher et al. (1995) tem um significado bastante amplo. Para os autores

...é capital próprio provido pelos fundadores de empresas familiares ou seus sucessores que desejam balancear o retorno imediato sobre seus investimentos no negócio com os méritos de uma estratégia de longo prazo bem conduzida e continuidade da tradição e herança familiares (p. 3).

Representa uma grande capacidade competitiva de conquistar participação no mercado operando com baixo custo de capital, quando comparado com empresas não familiares – e abertas.

Tal conceito representa, na visão da teoria da firma, o grande potencial de alinhamento de interesses existente no modelo de propriedade familiar de uma empresa. É este potencial que precisa ser preservado ao longo dos processos sucessórios e a teoria indica que a estrutura de capital pode exercer papel relevante. De um lado provendo os incentivos necessários ao alinhamento de interesses, de outro possibilitando uma política adequada de investimento e financiamento de novos projetos ou auxiliando no posicionamento estratégico para competição no mercado de atuação ou para influência no contexto do controle da propriedade do negócio.

Novos projetos podem significar o crescimento necessário para prover tanto a condição de maximização de utilidade do administrador quanto as necessidades de financiamento dos sonhos e necessidades da família – em última análise maximização de sua utilidade. Sinalizar à família a intenção de crescimento é fundamental. O correto posicionamento estratégico no mercado de atuação pode ser importante nesse contexto, assim como o posicionamento relativo às intenções da empresa quanto a sua estratégia de crescimento – independente ou em associação com investidores externos ou mesmo outras empresas na forma de *joint ventures*, fusões, aquisições ou mesmo venda.

Os clássicos conflitos de agência ou a assimetria de informações, ficam, sob essa ótica, agravados pelo componente emocional presente nas relações familiares, mas devem definitivamente fazer parte das ferramentas de análise organizacional, comportamental e de desempenho de empresas familiares.

### **2.3.2 Modelos de sucessão**

A sucessão na empresa familiar pode se concretizar por dois caminhos distintos. O(s) controlador(es) escolhe(m) um ou alguns membros da família para o(s) suceder(em) no controle administrativo e organiza a sociedade em torno dessa idéia ou admite uma gestão totalmente profissionalizada e mantém os sócios/acionistas representados em um conselho com influência sobre a gestão do negócio, porém sem controlar o processo decisório.

Ao descrever o trabalho de aconselhamento em planejamento de processos sucessórios, Francis (1993) indica como papel do consultor:

Learn if any family members are interested in owning or running the business and if they appear to have the potential to fulfill these roles. Potential can always be developed, but if all family members prefer to sell their shares, management successors must be found outside the family and potential buyers should be courted before a forced sale is imminent (p. 51).

#### ***Sucessão familiar***

Caso a opção do(s) controlador(es) seja por manter um ou mais membros da família gerindo as decisões quotidianas do negócio, então estará se dando uma sucessão familiar. Esse modelo apresenta vantagens e desvantagens, como mostra Oliveira (1999):

Principais vantagens:

- (1) Continuidade do comando familiar da empresa;
- (2) Agilidade do processo decisório e flexibilidade na implementação;
- (3) Alto potencial de alinhamento de interesses entre sócios e administradores;
- (4) Possibilidade de um treinamento mais extenso e intenso;
- (5) Profundo conhecimento do sucessor pelo sucedido;
- (6) Otimização do sistema de remuneração;
- (7) Maior poder de comando sobre sucessor pelo sucedido no início do processo;



(8) Espírito familiar como criador de marca;

Principais desvantagens:

- (1) Disputa de poder entre membros da família;
- (2) Dificuldade para demissão do executivo sucessor;
- (3) Dificuldade na condução das relações familiares e profissionais concomitantes;

### ***Sucessão profissional***

Caso a opção do(s) controlador(es) seja por entregar o controle do processo decisório a um ou mais executivos de fora da família, então estará ocorrendo uma profissionalização da administração. Esta também apresenta vantagens e desvantagens conforme a visão de Oliveira (1999).

Principais vantagens:

- (1) Maior facilidade no recrutamento e seleção do executivo com perfil desejado;
- (2) Assimilação mais rápida e efetiva das experiências e conhecimentos do profissional;
- (3) Renovação de estilos e filosofias administrativas;
- (4) Maior flexibilidade para alterações no corpo de administradores;

Principais desvantagens:

- (1) Descaracterização da cultura administrativa familiar;
- (2) Maior possibilidade de perda do executivo

## **PARTE B. TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL**

### **2.4. Estrutura de Capital**

A compreensão do papel da estrutura de capital da firma na condução do negócio por uma família demanda conhecimento acerca das consequências de cada decisão a respeito da estrutura a ser utilizada sobre o cotidiano da empresa.

Segundo Brealey, Myers e Marcus (1995, pg. 380), a estrutura de capital não é imutável. Alterações na estratégia do negócio, em seu mix de produtos, nas condições mercadológicas e mesmo na estrutura da família podem exigir decisões que alteram a estrutura de capital da firma.

O presente capítulo pretende explicitar os mais importantes conhecimentos existentes a respeito dos fatores determinantes da estrutura de capital.

A partir desses conhecimentos, propor uma moldura teórica capaz de esclarecer os aspectos mais importantes na condução da estrutura financeira de uma EF.

#### **2.4.1 Conceitos**

Estrutura de Capital diz respeito aos passivos de longo prazo da firma. São os recursos investidos no negócio com o intuito de financiar suas operações no longo prazo.

A porção do capital chamada de Capital Próprio tem origem nos proprietários do negócio, como sócios ou acionistas. A porção chamada Endividamento ou Débito tem origem em terceiros, que investem seus recursos em negócios sobre os quais não exercem controle.

O capital de terceiros detém direito prioritário sobre os lucros ou ativos existentes para pagamentos, correndo assim, risco menor que o capital próprio (Gitman, 1997, p. 431), que só acessa os resultados da operação quando todo o endividamento estiver devidamente remunerado.

## 2.4.2 A Busca da Estrutura Ideal

A questão da escolha de uma estrutura de capital para o negócio pode parecer simples a primeira vista. Durante várias décadas, o dilema envolvendo a forma de financiamento a longo prazo residia na possibilidade ou não de aumento de valor para o acionista através da diminuição do custo de capital via endividamento.

Vários autores passaram muito tempo discutindo o custo de capital de um negócio como o mais importante fator determinante na escolha da estrutura ideal.

As proposições de Modigliani e Miller, que serão apresentadas mais adiante, mostram em que condições o endividamento não altera o valor do negócio e indicam porque é importante buscar, do ponto de vista financeiro, a estrutura de capital ideal (Brealey, Myers e Marcus, 1995, p. 389).

Nesta sessão serão discutidas teorias da estrutura de capital não voltadas às reconhecidas vantagens fiscais do endividamento. A razão para o desenvolvimento dessas teorias está no fato apontado por Jensen e Meckling (1976, p.333) de que antes da existência dos benefícios fiscais do endividamento e apesar dos conhecidos custos de falência dele resultantes, débito já era largamente utilizado como forma de financiamento de longo prazo. Isso prova, na visão dos autores, que a teoria financeira desenvolvida a partir das idéias de Modigliani e Miller para a estrutura de capital é “seriamente incompleta”.

A partir do trabalho de Berle e Means (1932), trabalhos como Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983a), Fama e Jensen (1983b), Fama (1988), indicam novos enfoques ao estudo da estrutura de capital.

De fato, Jensen e Meckling (1976) acreditam que a existência dos custos de agência sustentam fortemente o argumento de que a distribuição probabilística dos fluxos de caixa futuros da firma não independem de sua estrutura de capital e/ou de propriedade. Existe, neste caso, apelo comportamental no enfoque dos autores à análise dos problemas de agência, certamente advindos da economia neoclássica, precursora da teoria da firma.

Gallo e Vilaseca (1998, pag. 43) concluem seu trabalho afirmando que “a teoria de agência é particularmente relevante no que diz respeito ao relacionamento familiar entre principal e agente”. Para a empresa familiar, os conhecimentos existentes acerca da estrutura de

capital, advindos da teoria de agência, podem significar um horizonte de novas opções e ferramentas de adequação do negócio às necessidades da família e vice-versa.

O trabalho de Harris e Raviv (1991), faz um amplo apanhado dos conhecimentos gerados no âmbito da teoria da firma, apresentando conclusões relevantes para o entendimento dos mecanismos determinantes da escolha da estrutura de capital.

Segundo os autores, a adoção de diferentes níveis de endividamento objetiva:

- 1) diminuir conflitos de interesse entre os grupos com direitos sobre os recursos da empresa, incluindo administradores (abordagem dos problemas de agência);
- 2) prover informação privada aos mercados de capitais ou melhorar a política de investimentos (abordagem da assimetria de informações);
- 3) influenciar a natureza do produto ou a competição no mercado do produto ou insumos;
- 4) influenciar o contexto do mercado por controle corporativo;

Desta forma, concluem os autores, é possível afirmar que são diversos os fatores a influenciar a escolha da estrutura de capital, embora não se tenha conhecimento da influência específica de cada um deles nos diversos contextos em que se insere a firma.

### **2.4.3 Problemas de agência e estrutura de capital**

A relação de agência se define, segundo Jensen e Meckling (1976), “como um contrato no qual uma ou mais pessoas – principal(is) – engajam outra pessoa – agente – para executar um serviço em seu nome que envolve delegação de autoridade para a tomada de decisão ao agente” (p. 308).

Se agente e principal maximizam utilidade (como na teoria econômica neoclássica) é de se esperar que o agente não agirá sempre na direção dos melhores interesses do principal. Colocado de outra maneira, “o comportamento maximizador de utilidade do administrador requer o uso dos recursos da firma para lhe prover benefícios” (Demsetz, 1983, p. 375).

Problemas advindos do não alinhamento de interesses entre agente e principal são chamados problemas de agência. Estes emergem porque contratos não podem ser redigidos e garantidos sem custos (Fama e Jensen, 1983, p. 327) ou porque os agentes não

usufruem de 100% das riquezas geradas por suas decisões. Para minimizar os problemas de agência, o principal utiliza incentivos ao agente de modo a promover alinhamento de interesses entre as partes, além de monitorar seu comportamento.

Os próprios agentes, interessados em garantir transparência a suas gestões, se utilizam de mecanismos de auto monitoramento.

As medidas tomadas tanto pelos principais como pelos agentes visando garantir decisões (dos agentes) ótimas do ponto de vista do principal implicam em novos custos à firma.

Apesar das medidas acima citadas, haverá sempre alguma divergência entre as decisões dos agentes e aquelas que maximizam a riqueza dos principais, impondo, aos últimos, perdas residuais.

Os custos de agência são compostos, portanto, por (1) dispêndios com monitoramento pelo principal, por (2) dispêndios com auto monitoramento pelo agente e por (3) perdas residuais.

A teoria de agência defende que existem incentivos produzidos pela estrutura de capital no sentido de diminuir os problemas advindos da separação entre propriedade e controle, minimizando seus custos e maximizando o valor para o acionista.

Adicionalmente, a teoria de agência é capaz de explicar, pela vertente do alinhamento de interesses, as diferenças de performance entre empresas controladas familiarmente e aquelas ditas profissionalizadas (Gallo e Vilaseca, 1998, p. 36).

Há duas manifestações diferentes de problemas de agência, assim como duas interpretações acerca dos benefícios e desvantagens do endividamento, quando encarado como redutor de atrito.

São dois os tipos de problemas de agência considerando-se o estudo da estrutura de capital. O primeiro, entre acionistas e administradores, surge porque os administradores possuem menos de 100% dos direitos residuais e, portanto, arcam com 100% dos custos de sua atividade econômica sem, no entanto, usufruir de 100% de seus benefícios.

Para um melhor entendimento desta situação, imaginemos o consumo, pelo administrador, de benefícios da empresa, não inclusos em sua remuneração, como um escritório confortável, com ar condicionado, mobiliado com peças caras, etc..

Este é claramente um custo de agência para os demais acionistas. Ao evitarem esse tipo de conforto (e seus custos, evidentemente), os administradores arcam com o total dos custos de sua atitude, uma vez que só eles deixam de usufruir do conforto, mas dividem os resíduos dessa medida com os acionistas.

Quando o agente é também principal, ou seja, detém parte dos direitos residuais da firma, a reestruturação de capital pela substituição de parte do capital próprio (*outside equity*) por endividamento aumenta sua participação proporcional nos direitos residuais, aumentando sua participação nos benefícios gerados por suas decisões.

Por outro lado, se o agente não possui direitos residuais, a emissão de débito aumenta o risco de inadimplência do negócio, através da diminuição do fluxo de caixa livre e, como consequência, diminui o incentivo ao consumo de benefícios pelos administradores. Note-se que os benefícios aqui considerados são aqueles não previstos em seus contratos de trabalho.

Porém, ao diminuir o fluxo de caixa livre do negócio, a emissão de débito impossibilita a geração de benefícios excedentes a serem consumidos pelos acionistas administradores.

A diminuição dos conflitos entre acionistas e administradores, seja pela exclusão da figura do acionista externo (*outside equity*) ou pelo alinhamento de interesses entre agente e principal, proporcionada pela emissão de débito é, na ótica dos problemas de agência, o benefício que se busca com a escolha da estrutura de capital. O custo dessa decisão é a diminuição dos benefícios excedentes a serem consumidos por administradores e sócios ou acionistas.

A maneira pela qual os benefícios e custos do endividamento se manifestam difere para os estudiosos da estrutura de capital.

Uma abordagem procura demonstrar que administradores preferem sempre manter o negócio em andamento, mesmo que a liquidação seja melhor para os investidores. Endividamento, neste caso, elimina o problema pois dá aos credores o direito de liquidar o negócio em caso de falha nos pagamentos exigidos. O custo relativo a este modelo está na

produção de informação necessária para avaliar as perspectivas da empresa e produzir a decisão de liquidação.

Esta decisão, por sua vez, estará diretamente relacionada com o valor de liquidação do negócio. Empresas com maior quantidade de ativos tangíveis sugerem liquidação. Aquelas valorizadas principalmente por ativos intangíveis deverão sugerir reorganização, a princípio, pela tomada do controle pelos credores.

A estrutura de capital ótima, segundo este modelo, contrapõe a possibilidade de decidir pela liquidação com maior certeza aos custos de produção de informação com este objetivo.

A segunda linha de pesquisa explica que os administradores preferem manter a política de investimentos, mesmo que pagar fluxos de caixa livres aos investidores seja, para estes, mais interessante. A razão para esse comportamento está no fato de os administradores perceberem o crescimento da companhia através do investimento em novos projetos como uma forma de crescimento em suas próprias carreiras profissionais. Administradores de empresas maiores têm mais prestígio, melhores remuneração e benefícios (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Como discutido anteriormente, a emissão de débito, neste caso, diminui o incentivo dos administradores aos investimentos pois dificulta a ocorrência desses fluxos de caixa livres. Segundo os autores que defendem esta linha, o pagamento dos serviços da dívida pode exceder o montante dos fluxos de caixa livres, consumindo recursos que seriam utilizados para investimentos, sendo este o maior custo da emissão de débitos.

A estrutura de capital ótima, para esta linha de pesquisa, contrapõe os benefícios do endividamento como prevenção contra investimentos de valor presente negativo aos custos daquele endividamento como impedimento de investimentos em projetos de valor presente positivo.

Firmas com várias possibilidades de investimento em bons projetos tendem a manter um baixo nível de endividamento, segundo este modelo, se comparadas àquelas em mercados maduros, com crescimento lento e em condições confortáveis de caixa.

Outro tipo de conflito a gerar custos de agência é aquele entre o capital próprio e o capital de terceiros. A emissão de débito pela firma gera incentivos ao proprietário para investir de maneira sub-ótima. Fazendo-se um raciocínio análogo ao anterior, ao financiar

determinado projeto pela emissão de débito, o empreendedor se beneficia dos lucros gerados no projeto, pagando pelo financiamento apenas os juros acordados, mas não arca com as consequências de um eventual fracasso. Uma vez que os custos não são arcados pelo empreendedor, este tende a investir em projetos de alto risco.

Se, por outro lado, o agente financiador puder antecipar o comportamento do empreendedor, este acabará por arcar com os custos do investimento de alto risco através da obtenção de um valor menor pela emissão que aquele obtido em condições normais. Neste caso observa-se um custo de agência da emissão de débito.

Essa natureza de conflito evidencia a possibilidade de uma política de maximização de valor para o acionista ou sócio não maximizar o valor para o credor. Em outras palavras, o controlador pode abrir mão de uma política de maximização do valor da firma através da adoção de projetos de alto risco e, por essa razão, valor presente líquido negativo, maximizando, porém, o valor para o acionista - uma vez que este será o maior beneficiado em caso de sucesso – em detrimento de seu credor.

Smith e Warner (1979) avaliam os efeitos da inclusão de salvaguardas nos contratos de emissão de débito contra a adoção de políticas de maximização do valor dos acionistas em detrimento dos credores. Tais salvaguardas atuam no sentido de direcionar o comportamento dos administradores e, com isso, maximizar o valor da firma. Contratos dessa natureza têm um custo. Esse típico custo de agência seria, segundo os autores, compensado pela garantia de recuperação do crédito em seu vencimento pelos credores.

Os custos associados aos conflitos entre acionistas e credores crescem à medida que cresce a alavancagem financeira na estrutura de capital. A simples limitação do nível de endividamento é um mecanismo eficiente de controle desse conflito. Dessa forma, os custos com elaboração e execução de salvaguardas influenciam o nível de endividamento escolhido. Adicionalmente, se há custos envolvidos com a emissão de débito e esses custos podem ser evitados por sua simples exclusão da estrutura de capital da firma, então deve haver benefícios do endividamento.

“Portanto, nossa evidência indica não apenas uma forma ótima de contrato de débito, mas também uma quantidade ótima de débito” (Smith e Warner, 1979, p. 154), determinada pela contraposição entre custos e benefícios do endividamento.



#### 2.4.4 Assimetria de informações e estrutura de capital

Os autores que apontam a assimetria de informações como determinante da estrutura de capital assumem que administradores ou *insiders* possuem informações privilegiadas acerca das perspectivas do negócio ou de oportunidades de investimento quando comparadas às possuídas por investidores externos.

Isso ocorre porque o valor atribuído à firma e às suas oportunidades de investimento está ligado às informações que a administração possui. Revelá-las de forma indistinta significa diminuir o valor do negócio. Além disso, revelar ao mercado que a empresa possui bons prospectos sem informar detalhes importantes não acrescentaria nada às expectativas de investidores, uma vez que todas as empresas têm incentivos para fazer o mesmo, ainda que não possuam boas informações a comunicar.

Uma das linhas de pesquisa existentes supõe que a escolha da estrutura de capital sinaliza aos investidores externos informações possuídas por *insiders*. Estes só admitem possuir grandes parcelas do capital do negócio, do ponto de vista da diversificação já discutida anteriormente, se os fluxos de caixa esperados forem altos relativamente ao valor de mercado atribuído ao negócio. Dessa forma, investidores agindo racionalmente avaliarão positivamente grandes participações acionárias por parte de administradores (Masulis e Korwar, 1986). Colocando de outra maneira, empresas recompram parte de suas ações em mercado quando possuem informações positivas sobre lucros futuros, pagando um prêmio sobre o valor de mercado do papel (Vermaelen, 1981).

Note-se que a situação acima descrita é consistente com a análise de Jensen e Meckling (1976) para os problemas de agência. Quanto maior o investimento de capital externo no negócio, ou seja, de acionistas não administradores, maiores os conflitos de interesses entre estes e os acionistas administradores, com maiores prejuízos para o valor do negócio.

A primeira abordagem considera o montante de investimentos da firma constante e sua estrutura de capital como sinalizadora de informações. Os administradores detêm informações de difícil acesso pelos investidores e procuram difundi-las. Investidores tomam níveis de endividamento mais altos como um sinal positivo de qualidade do negócio. Ao emitirem débito, os administradores sinalizam sua confiança nos resultados dos investimentos e qualidade do negócio, buscando concentrar ganhos nas mãos dos

acionistas atuais, e são beneficiados com uma melhor avaliação econômica da empresa (Cornett & Travlos, 1989; Ross, 1977).

Esta abordagem parte do princípio de que firmas de menor qualidade têm maior custo de insolvência, o que desestimula o risco de imitar a emissão de débito de firmas de qualidade superior. O modelo desenvolvido por Ross (1977) defende que o valor da firma, seu nível de endividamento e probabilidade de insolvência estão positivamente relacionados.

Mikkelson e Partch (1986) estudam a reação de preços das ações de diversas empresas ao anúncio de emissão de novas parcelas de capital – débito, débito conversível e capital próprio. Entre suas conclusões indicam que a emissão de *securities* provoca reação negativa dos preços das ações, sobretudo para emissões de novas ações ou títulos da dívida conversíveis em ações. Asquith e Mullins (1986) concluem que desembolsos de caixa destinados à recompra de ações ou aumento de dividendos sinaliza positivamente, enquanto internação de recursos via emissão de novas ações sinaliza negativamente.

Uma constatação interessante do trabalho é que os investidores entendem que os administradores tendem a recomprar ações quando estas estão subavaliadas no mercado e portanto, quando emitem novas ações para financiar novos projetos de investimento, o fazem por acreditar que o mercado está valorizando excessivamente as ações preexistentes. A reação natural é um movimento de correção de preços pelo mercado até o nível da expectativa de *insiders*. Uma possível prova desse fato é que o cancelamento de emissão de novas ações é entendido pelo mercado como boa notícia, e provoca valorização dos papéis – outra das conclusões de Mikkelson e Partch (1986).

Myers e Majluf (1984) propõem uma ordem de prioridade nas fontes de financiamento de projetos de investimento, com o objetivo de maximizar o valor da empresa, que é confirmada por Asquith e Mullins (1986):

1ª - Recursos internos gerados pela retenção de lucros;

2ª - Endividamento livre de risco;

3ª - Endividamento;

4ª - Emissão de capital próprio.

É importante salientar que a emissão de débito livre de risco sinaliza maior segurança dos administradores quanto aos resultados do investimento e, por isso, provoca reação dos investidores tão favorável quanto o financiamento através do fluxo de caixa do próprio negócio.

Outra linha de pesquisa acerca da assimetria de informações indica que a estrutura de capital é escolhida para diminuir ineficiências na decisão de investimento (Brennan & Kraus, 1987; Myers & Majluf, 1984; Stulz, 1990). Considera os riscos de decisões sub-ótimas na avaliação de oportunidades de negócio.

Myers e Majluf (1984), mostram que, se *outsiders* não são bem informados como os *insiders*, há uma forte tendência à desvalorização de novas ações. Neste caso, se um projeto deve ser financiado por parcelas adicionais de capital próprio, a emissão poderá ser tão seriamente subavaliada que os novos investidores poderão realizar ganhos maiores que o valor presente líquido do projeto, o que significa uma perda para os acionistas preexistentes. Nesta condição o projeto é rejeitado, caracterizando uma situação de *underinvestment*, ou seja, os administradores desistem de um investimento de valor presente líquido positivo, para proteger os acionistas mais antigos, significando desperdício de oportunidades para os investidores.

Apesar de essa decisão ser perfeitamente consistente com a maximização do valor para os acionistas preexistentes, não o é para a firma. Tal ineficiência pode ser evitada se a firma puder emitir débito livre de risco para financiar o projeto, ou mesmo fazê-lo com recursos internos. A emissão de capital próprio, nestas circunstâncias, causa impacto negativo imediato sobre o valor das ações da empresa no mercado.

A situação de assimetria de informações torna-se ainda mais séria em empresas com maior proporção de ativos intangíveis, proporcionando maiores índices de *underinvestment*.

Existe, por outro lado, a possibilidade da adoção de projetos de valor presente líquido negativo. Isso ocorre, segundo Narayanan (1988) e Heinkel e Zechner (1990), se a assimetria de informações se dá apenas em relação ao novo projeto de investimento. Também nestes casos, a emissão de débito pela firma diminui a ocorrência de *overinvestment*, como se convencionou chamar a adoção de projetos que subtraem valor ao acionista.

Stulz (1990) admite que a assimetria de informações gera dois custos: *overinvestment* pois os administradores investem demais em algumas circunstâncias e *underinvestment* por sua falta de credibilidade ao alegarem não possuir recursos disponíveis para os investimentos necessários. Emissão de débito que exige desembolsos quando o projeto gera fluxos de caixa controla custos de *overinvestment* mas exacerba os de *underinvestment*. Emissão de capital próprio que aumenta a disponibilidade de recursos disponíveis aos administradores controla custos de “*underinvestment*” mas aumenta os custos de *overinvestment*. Como capital próprio e capital de terceiros controlam um custo mas aumentam outro, o modelo de Stulz propõe uma política de diversificação de investimentos e otimização da maturidade dos débitos com o intuito de diminuir a volatilidade dos fluxos de caixa do negócio facilitando o controle pelos acionistas, o que diminui a liberdade de manobra dos administradores e controla os custos advindos da assimetria de informações.

#### **2.4.5 Natureza do produto, estratégia de mercado e estrutura de capital**

Os modelos vindos da teoria da organização industrial (OI) contam, também, com duas abordagens básicas. Uma estabelece a relação entre a estrutura de capital da firma e as características de seus produtos. Outra explora a relação entre a estrutura de capital da firma e sua estratégia de competição no mercado do produto ou insumo.

##### ***Natureza do produto***

Após o surgimento dos benefícios fiscais do endividamento no trabalho teórico de MM, diversos autores passaram a procurar por custos associados à emissão de débito que justificassem a presença de capital próprio nas estruturas de capital. Uma das primeiras explicações foi o reconhecimento dos custos de falência – diretos e indiretos – mas ficou demonstrado que não eram suficientemente significantes (Brealey et al., 1995, p. 395) para explicar estruturas de capital.

Titman (1984) contesta essa condição afirmando que os estudos realizados sobre custos de falência desprezaram custos significativos suportados por diversos agentes com interesse no negócio, como trabalhadores ou fornecedores com investimentos específicos em tecnologia e mesmo clientes quando estes arcam com despesas adicionais em função da falência. Segundo os autores:

“O modelo desenvolvido neste *paper* demonstra que esses custos de liquidação, juntamente com os incentivos conflitantes de credores e acionistas, têm implicações importantes, que são relevantes para a teoria da estrutura ótima de capital. O custo de liquidação específico examinado neste modelo é o aumento dos custos de manutenção que são arcados por clientes da firma” (p. 138).

O modelo sugerido propõe que um consumidor, ao perceber um aumento da probabilidade de liquidação do fabricante de um bem durável, só aceita adquirir um exemplar daquele fabricante mediante um desconto em relação ao preço de um seu substituto, refletindo a expectativa de maiores despesas com manutenção. Desta forma, a empresa seria obrigada a arcar com esses custos de liquidação antecipadamente. Essa proposição é corroborada pelas conclusões de Titman e Wessels (1988). Titman (1984) propõe, ainda, que nessa circunstância, a empresa maximizadora de valor tem um incentivo a adotar uma política de liquidação na qual esta ocorrerá quando o valor dos ativos em liquidação exceder o valor destes se não liquidados por uma quantia superior aos custos impostos aos consumidores e demais *stakeholders*.

Neste ponto levanta-se uma questão fundamental. Uma política de liquidação com essa característica não é consistente no tempo. Uma vez que as transações entre a firma e seus clientes e demais *stakeholders* se deu, a firma terá incentivos para liquidar sempre que o valor de seus ativos em liquidação exceder seu valor se não liquidado, qualquer que seja essa quantia. Portanto, para que uma política de liquidação dessa natureza se perpetue a firma deve adotar, ex-ante, salvaguardas – aos interesses de *stakeholders* – que limitem seu comportamento.

Porém a quantidade de contratos necessários para satisfazer a condição acima pode tornar o custo dessa medida proibitivo. Titman (1984) propõe, nestes casos, um método de pré posicionamento que resolve a inconsistência citada através da escolha da estrutura de capital, dispensando a adoção de contratos específicos. Credores têm prioridade sobre os resultados de uma liquidação, portanto estarão mais facilmente inclinados à ela que acionistas. Desta forma, o aumento do endividamento da empresa transfere poder de decisão para credores provocando aumento da probabilidade de falência e com isso, acrescenta custos à firma, como indicado anteriormente. Tais custos são relevantes e influenciam a decisão da estrutura de capital.

Conseqüentemente, firmas que impõem altos custos a seus clientes em caso de liquidação e que por esse motivo decidem-se por um pré posicionamento segundo o qual aquela só se dará em algumas poucas circunstâncias, escolhem baixos níveis de endividamento que as levam a ser liquidadas apenas naquelas poucas situações – ou seja, em casos de falência.

### *Estratégia de mercado*

A teoria da organização industrial, à semelhança da teoria de finanças, assume que o papel do administrador financeiro é maximizar o valor do capital do acionista, contra uma visão mais clássica de maximização de lucros ou do valor da firma. Estudiosos da OI partem do princípio já discutido neste trabalho, originário das idéias de Jensen e Meckling, de que aumentos na alavancagem financeira das empresas induzem empreendedores a adotar estratégias mais arriscadas, aceitando investimentos de nível de risco superior.

Tomando-se um mercado oligopolizado, espera-se que os agentes em atividade busquem um nível de produção de equilíbrio no qual todos os participantes respeitam determinadas condições com o intuito de proteger suas margens e perpetuar-se. A adoção do endividamento, no entanto, provê um incentivo aos administradores a perseguir estratégias mais arriscadas. Nesse sentido uma firma alavancada busca aumentar a produção, provavelmente imaginando poder quebrar o oligopólio, tentando estabelecer-se como monopolista. Os benefícios em caso de sucesso seriam apropriados pelos acionistas, à custa e risco dos credores.

#### **2.4.6 Controle corporativo e estrutura de capital**

Em resposta ao grande crescimento da atividade de Fusões e Aquisições, verificado a partir do final da década de 1970, observou-se um aumento do interesse de pesquisadores da área de finanças corporativas pelas relações existentes entre estrutura de capital e controle corporativo (Harris & Raviv, 1991).

Basicamente, a primeira idéia contida nesses modelos é a diferenciação entre o poder de voto do capital próprio e aquele do capital de terceiros. Através da concentração do controle dos votos nas mãos dos acionistas administradores – pela substituição de capital próprio externo por endividamento – controladores de empresas alvo de processos de aquisição mantêm posição majoritária contra os ofertantes.

Harris e Raviv (1988) argumentam que a estratégia de defesa contra aquisições parte de uma escolha entre os ganhos potenciais advindos da realocação dos ativos que se dá a partir do processo de *take over* e as perdas de benefícios pessoais garantidos pelo controle administrativo.

Quando os controladores de uma empresa alvo adotam medidas de defesa contra tentativas de aquisição do controle por um ofertante, estão procurando garantir os benefícios do controle, mas ao mesmo tempo, abrindo mão da natural valorização de seu capital, resultante da aquisição. Essa medida, no entanto, produz uma redução nos benefícios esperados do controle. Em primeiro lugar, o aumento do endividamento aumenta a probabilidade de falência, o que leva à definitiva perda de controle. Além do mais, é usual que contratos de endividamento estabeleçam salvaguardas aos credores que diminuem a liberdade de consumo de benefícios pelos administradores. Por fim, o pagamento de juros resultantes do débito contraído também diminui a autonomia dos administradores e com isso, os benefícios dos quais podem usufruir.

O nível de concentração da propriedade do negócio resultante do endividamento determina a forma da disputa pelo controle, seu resultado e os efeitos sobre o valor do capital em disputa. Em outras palavras, se o nível de alavancagem for suficiente para concentrar 50% do capital da empresa alvo nas mãos de seus controladores estes poderão impedir o processo de aquisição. Por outro lado, alavancagens muito baixas permitem o sucesso de ofertas tender. Níveis intermediários de alavancagem produzem um quadro indefinido a ser resolvido, provavelmente, por uma guerra de procurações.

Esse modelo defende que o surgimento de uma administração rival imbuída do objetivo de tomar o controle provoca uma valorização da empresa alvo pois os investidores percebem a possibilidade de uma melhor administração assumir. Mesmo que a alavancagem seja adotada para substituir acionistas passivos, diminuindo a possibilidade de sucesso da oferta de compra, há um crescimento da probabilidade de melhoria da administração. A valorização na companhia, entretanto, será afetada caso o nível de endividamento adotado seja tal que não impossibilite a aquisição. Caso contrário, aumentos no valor da companhia não perdurarão. Ocorrerão, frequentemente, com a aparição de um rival em contexto de aquisição (Harris e Raviv, 1988).

De fato, Dann e DeAngelo (1988) observaram diminuição no valor de ações de empresas alvo que buscaram proteção contra o processo de aquisição através da alavancagem. A explicação apresentada estava ligada a um custo de agência. Administradores, ao perceberem o risco de perderem o controle do negócio, e com ele seus benefícios, tomam medidas que visam maximização de sua utilidade, em detrimento dos acionistas.

Uma importante observação deve ser feita. Diferentemente dos fatores determinantes da estrutura de capital anteriormente discutidos, a disputa pelo controle corporativo parece estar relacionada com escolhas de estrutura de capital para o curto prazo, apenas objetivando a produção de barreiras aos processos de aquisição (Haris e Raviv, 1991).

#### **2.4.7 Economia dos custos de transação e estrutura de capital**

Da discussão apresentada até o presente momento sobre as razões que motivam, segundo a teoria econômica, a escolha da estrutura de capital, não se pode supor, em qualquer instante, que a emissão de endividamento seja mais adequada a determinados investimentos que a outros.

Segundo Williamson (1996), para a teoria da estrutura de capital,

... endividamento é utilizado apenas para propósitos especiais. Sinaliza melhores oportunidades (de investimento), evita diluição (no controle corporativo), compele administradores a agir de acordo com os interesses dos acionistas (p. 183).

Porém, segundo o autor, nada, na teoria econômica como vem sendo discutida nos últimos anos, demonstrou preocupação em explicar os princípios que norteiam a adequação da estrutura de capital à natureza do projeto em questão.

O foco principal da análise de Williamson e da ECT está justamente nas características de especificidade dos ativos financiados e na visão de capital próprio e capital de terceiros como determinantes de diferentes estruturas de governança na firma, antes de serem meramente alternativas de financiamento.

A primeira observação importante de Williamson (1996, p. 184) em torno da escolha de capital de terceiros para o financiamento de um projeto é que a administração fica sujeita a determinadas regras de conduta. Pagamento de juros determinados a intervalos regulares, restituição do principal aos investidores em data pré determinada, exames periódicos de



liquidez e de outros indicadores de desempenho financeiro podem ser alguns exemplos de regras regendo o cotidiano de uma empresa alavancada.

Um fator já discutido anteriormente é que o credor da firma terá preferência no acesso aos ativos financiados em caso de insolvência. Porém, o grau de especificidade desses ativos determina sua reaplicabilidade em outras atividades, o que significa diferentes níveis de recuperação dos créditos cedidos pelos credores.

A percepção desta situação por um investidor sugerirá diferentes atitudes com relação ao investimento em ativos altamente específicos ou de baixa especificidade. Isso significa que ao observarmos aumento na especificidade dos ativos financiados, também observaremos um recrudescimento nas condições de concessão de crédito.

Para não arcar com maiores custos na emissão de débito, a firma pode adotar uma tática de investir em ativos não específicos. Isto, porém, pode acarretar aumento nos custos de produção ou mesmo queda de qualidade do produto. Outra saída seria o financiamento por um instrumento mais permissivo em relação ao não cumprimento de regras tão rígidas quanto as exigidas para emissão do débito.

O capital próprio possui algumas características, como um contrato pelo tempo de existência do negócio e direitos sobre o resíduo, que o tornam mais adequado aos investimentos em ativos muito específicos. Apesar de, a exemplo do capital de terceiros, tender a exigir melhores condições de remuneração à medida em que se acentua a especificidade dos ativos, o custo do capital próprio sobe mais lentamente.

Desta forma, ao contrário das abordagens anteriores da teoria da firma, a ECT considera o capital próprio como uma alternativa de financiamento a projetos de características especiais, e, portanto, um último recurso.

Em linhas gerais, segundo Williamson (1996),

“Debt is a governance structure that works out of rules and is well-suited to projects where the assets are highly redeployable. Equity is a governance structure that allows discretion and is used for projects where assets are less redeployable” (pp. 185-186).

As estruturas de governança resultantes da escolha da estrutura de capital se diferenciam por seus custos e por suas habilidades em transacionar. Transações se diferenciam em seus atributos.

#### 2.4.8 Estrutura de Capital nas Empresas Familiares

O estudo da estrutura de capital de empresas familiares ainda é um campo bastante árido. Conhecimentos específicos sobre o comportamento das empresas familiares relativamente a sua estrutura de capital são bastante modestos. Além disso, alguma controvérsia pode ser encontrada. Chaganti e Damanpour (1991) apontam como conclusão que empresas americanas controladas e administradas por famílias se utilizam largamente do endividamento de longo prazo para financiar suas atividades.

Em contrapartida, estudo realizado com empresas familiares espanholas de faturamento anual entre US\$ 25 milhões e US\$ 350 milhões mostra que as empresas da amostra possuem níveis de endividamento mais baixos que empresas não familiares. Gallo e Vilaseca (1996, p. 392), apontam como motivo os custos pessoais e sociais de insolvência. Segundo os pesquisadores, a identificação entre família e negócio leva os proprietários a perceberem a falência do negócio como falência pessoal. Não se trata apenas de proteção da reputação da família mas também de seus bens, uma vez que estes são frequentemente utilizados como garantia aos empréstimos levantados pelas empresas das famílias.

Essa constatação está de acordo com as conclusões de Matthews, Vasudevan, Barton e Apana (1994), que alegam reconhecer cinco importantes fatores que influenciam a escolha da estrutura de capital em empresas fechadas (*privately held firms*):

- (1) Necessidade de controle: autonomia, como necessidade pessoal para a obtenção de independência, liberdade e livre arbítrio, conseguida através do trabalho autônomo ou empreendimento;
- (2) Propensão ao risco: assumida como uma característica de personalidade de composição bastante complexa, tende a se tornar menos acentuada com o crescimento do negócio e com o passar do tempo, à medida em que o proprietário administrador tem mais a perder e menos tempo para corrigir decisões equivocadas;
- (3) Experiência: vivência influenciando as decisões presentes, de modo que sucessos anteriores com o uso do endividamento estimulam seu uso continuado, enquanto fracassos o desestimulam;

- (4) Normas sociais: as influências do grupo de referência do proprietário administrador – amigos ou parentes – tornam-se decisivas na escolha da estrutura de capital, ajudando a construir seu universo de expectativas;
- (5) Fortuna pessoal: à medida em que a fortuna pessoal parece grande e segura é esperado que o proprietário administrador tome decisões mais agressivas quanto à composição de sua estrutura de capital, o que não acontecerá quando as posses individuais estiverem em grande parte envolvidas com o negócio e o endividamento representar risco de diminuição significativa da riqueza;

Ainda seguindo o raciocínio dos autores, a teoria da estrutura de capital não conseguiu, até o presente, estabelecer raciais suficientes para explicar a escolha da forma de financiamento de longo prazo nas mais distintas condições ambientais, havendo fatores não financeiros e comportamentais ligados à decisão ainda não totalmente compreendidos e relacionados.

Fatores como percepção de risco do negócio (Kale, Noe e Ramirez , 1991), propriedade institucional (Chaganti e Damanpour, 1991), tamanho da empresa , percepção e preferência de risco por administradores (Norton, 1991) têm sido investigados como potenciais determinantes de estrutura de capital. Estratégia corporativa também tem sido tratada como um dos fatores determinantes. No âmbito da empresa familiar, os fatores acima apresentados podem cumprir papel relevante na decisão de estrutura de capital.

Uma característica importante das empresas familiares é que o processo decisório se encontra concentrado nas mãos de poucos administradores. Isto faz com que administradores com inúmeras responsabilidades não possam racionalizar perfeitamente sobre todas as suas decisões – hipótese que pode ser corroborada pelo conceito da racionalidade limitada da nova teoria da firma. “Com tantas decisões a serem tomadas, informações incompletas, restrição de tempo, vieses pessoais, preferências e percepções seletivas, é improvável que proprietários sejam capazes de tomar decisões ótimas” (Matthews et al., 1994, p. 351).

Outra constatação importante é que em empresas controladas por sociedades predominam diversidades de opiniões, vieses, percepções, experiências, aprendizados e etc.. Decisões de estrutura de capital nessas empresas são baseadas em um conjunto mais amplo de informações que em firmas controladas por um único proprietário.

Num sentido ainda mais amplo, processos decisórios em empresas abertas, cuja propriedade se distribui por um número muito grande de acionistas e onde se espera existir sistemas de monitoramento mais formalizados, têm seus resultados controlados por diversos interesses circundando a firma. Desta forma, espera-se que os grupos envolvidos com a tomada de decisão o façam de maneira mais sistemática e racional. Nunca porém, isentos de elementos intuitivos como os acima citados.

É certo que tais elementos intuitivos constituem mais significativamente o universo das decisões de empresas fechadas (*privately held firms*), embora também composto pelo elemento racionalidade (limitada).

A frase abaixo, retirada do trabalho de Matthews et al. (1994) resume bem o ambiente decisório que envolve algumas empresas familiares:

“In the privately held business context, however, where the owner and manager are often one and the same, it is difficult to separate decisions geared toward meeting one’s personal goals from those geared toward meeting the firm’s goals” (p. 363).

É necessário salientar, no entanto, que o comportamento avesso ao risco dos proprietários controladores de empresas fechadas, manifestado em baixos índices de endividamento, apenas reafirma conclusões já conhecidas nas teorias de finanças.

A teoria de portfolios sugere claramente a diversificação de riscos como estratégia de investimento. Investidores que adotam a estratégia de diversificação e escolhem investir em ações ou quotas de sociedades, procuram pequenas posições em diversos negócios distintos.

Agindo desta forma tendem a perceber riscos bastante modestos em cada posição adquirida, e preferem, relativamente à política de financiamento de longo prazo dos negócios, apoiar endividamento em nível adequado para a maximização de suas riquezas.

Por outro lado, controladores que possuem parcela significativa de suas riquezas pessoais investidas num único negócio, aquele que de fato controlam, tendem a perceber o risco de seu investimento bem mais acentuado que investidores diversificados. Por isso têm incentivos a escolher políticas de endividamento de forma mais conservadora, buscando minimizar os riscos de falência de suas empresas.

Tal constatação é consistente com Matthews et al. (1994) e também com Friend e Lang (1988), embora esses trabalhos sejam suportados por teorias bastante distintas.

#### **2.4.9 Ciclo de Vida da Empresa e Estrutura de Capital**

Como discutido ao longo deste capítulo, a decisão de financiamento na firma é influenciada por uma série de fatores, como estrutura de propriedade e gestão, natureza das informações acerca dos prospectos da firma, contexto do controle corporativo, natureza de produto ou insumos, etc.. Outro fator importante para o entendimento das decisões de estrutura de capital diz respeito ao estágio de desenvolvimento da empresa em questão.

O momento vivido pelo empreendimento influencia significativamente suas possibilidades de obtenção de recursos para o longo prazo. O estudo dessas circunstâncias tem muito a contribuir para os objetivos deste trabalho.

Por essa razão passa-se a abordar o ciclo de vida das empresas como fator influenciador da decisão de financiamento no longo prazo.

O ciclo de vida da empresa familiar é, basicamente, o mesmo da não familiar. Acresça-se, entretanto, a complexidade derivada da superposição do ciclo de vida da família. Uma vez que as necessidades de capital da família já foram abordadas anteriormente neste trabalho, resta compreender a influência exercida pelo estágio de desenvolvimento da empresa.

Kayo (1997) faz uma análise das possibilidades de obtenção de financiamento na firma para todas as fases de seu desenvolvimento, propondo as formas mais prováveis de estruturação financeira. Fazendo uma analogia do ciclo de vida da empresa com o do produto, o autor assume o desenvolvimento de uma empresa típica em quatro fases: introdução, crescimento, maturidade e declínio.

#### ***Introdução***

Ao decidir-se por determinado empreendimento o empreendedor se depara com um grande desafio: como financiar o empreendimento? Neste momento, segundo Kayo (1997), “o seu conceito de crédito é baixo, em função da indisponibilidade de dados históricos que comprovem sua idoneidade, fazendo com que a captação de empréstimos torne-se muito difícil” (p. 6). Desta forma, espera-se que neste primeiro estágio de desenvolvimento, a

empresa só possa contar com capital próprio como fonte de financiamento para seus investimentos.

### ***Crescimento***

Com a passagem da empresa de um estágio de nascimento para o de crescimento dá-se o início da formalização dos processos, quando a empresa é capaz de comprovar sua capacidade de pagamento – através de seu comportamento histórico. Esta fase marca o início do crescimento no nível de endividamento do negócio.

Apesar de natural, o crescente endividamento nesta fase de desenvolvimento da empresa tem impacto negativo sobre seu valor, como demonstram os resultados da pesquisa realizada por McConnel e Servaes (1995).

Por essa razão, muitas empresas norte americanas optam por sua primeira emissão de ações, buscando financiamento para o crescimento. Ainda nesta fase observa-se, frequentemente, a predominância de capital próprio na estrutura financeira de longo prazo.

### ***Maturidade***

Ao atingir a maturidade, o índice de crescimento de uma empresa é baixo em relação a seus ativos totais, exigindo volume relativamente menor de reinvestimentos e facilitando a ocorrência de fluxos de caixa livre. Esses recursos devem, então ser utilizados para o financiamento de novos projetos. O surgimento dos custos de agência relativos aos fluxos de caixa livres, no entanto, incentiva a utilização de maiores porções de endividamento. Além disso, a maior segurança apresentada por um negócio crescido e maduro diminui o custo do capital de terceiros, tornando-o mais atrativo aos empresários.

### ***Declínio***

Essa fase da vida da empresa é marcada por um constante declínio das necessidades de financiamento de novos projetos e sugere uma diminuição no nível de endividamento como forma de minimizar os riscos de insolvência.

Em outra pesquisa, Kayo (1997), estudando endividamento e seus determinantes, aponta que, no Brasil, empresas com maior nível de endividamento apresentam menor taxa de crescimento, o que, segundo Martelanc (1998) contradiz a hierarquização de fontes de

Myers (*pecking order*) e corrobora a hipótese de hierarquia alternativa para mercados com sérias restrições de capital.

#### **2.4.10 Estrutura de Capital sob Condições Restritivas de Financiamento**

A teoria de estrutura de capital, da forma como foi apresentada até este ponto, parte do princípio da existência de um mercado perfeito ou, ao menos, eficiente. São tratadas como desequilíbrios momentâneos aquelas situações onde o mercado não funciona de forma eficiente, alterando resultados e dificultando explicações teóricas cabíveis. A tais situações oferece-se o tempo como agente corretor e condicionador da realidade como descrita na teoria de finanças.

Não há, no entanto, sentido na pesquisa em administração de empresas senão o de buscar o conhecimento que possa colaborar com o cotidiano do mundo real. Ignorar o fato de que as condições institucionais e de financiamento norte americanas não se repetem no Brasil e elaborar uma pesquisa baseada apenas nos conhecimentos gerados para a realidade daquele mundo desenvolvido, não só compromete o resultado e sua aplicabilidade, como impõe sério risco de decepção ao pesquisador.

A rigor, a questão da imperfeição – ou ineficiência – dos mercados já vem sendo discutida há alguns anos e gerando uma série de críticas ao modelo neoclássico que se baseia em eficiência do mercado e do homem econômico, ignorando fatores comportamentais ligados à tomada de decisão – já discutidos anteriormente neste trabalho. A Nova Economia das Instituições apontou, há décadas, para a inadequação do modelo neoclássico e vem dominando a pesquisa em finanças corporativas com seus conceitos de racionalidade limitada, assimetria de informações, oportunismo e risco moral. No entanto, limita-se a adicionar tais atritos ao modelo neoclássico, sem questionar o significado da assunção de eficiência para os resultados do modelo.

Martelanc (1998) realizou um estudo com o objetivo de propor uma política de hierarquização de fontes de financiamento para as condições de um mercado ineficiente. Procurou sistematizar os fatores geradores das ineficiências para, a partir destes, explicitar as vias de financiamento mais adequadas à empresa brasileira, sob uma hierarquia preferencial. Apontou para aspectos comportamentais influenciando o processo de decisão financeira, não observados na teoria neoclássica. São eles:

Ineficiência do Mercado de Capitais: caracterizada por uma recorrente divergência de comportamento dos agentes econômicos, como em super e subavaliações, excesso de reação a altas e baixas e *herding*.

Incerteza: o conceito de incerteza é excluído das análises neoclássicas e substituído pelo de risco, que permite uma inferência de probabilidades a cenários alternativos resultantes do processo decisório, como se estes pudessem ser totalmente conhecidos *ex-ante*.

Racionalidade Multifacetada: o agente econômico passa a ser avaliador, com múltiplos objetivos, de preferências transitórias, inventivo, capaz de criar, aprender, gerar oportunidades e expandi-las, maximizador, mas dotado da capacidade de negociar e transigir e, principalmente, dotado de desejos ilimitados.

Espírito Empreendedor: caracterizado por uma motivação diversa da puramente econômica, o empreendedor objetiva a criação de um império para nele imperar. Suas decisões são tomadas buscando a perpetuação daquele, e, não raro, uma sucessão hierárquica, o que nem sempre supõe economia. O desejo de manter o controle pode ser avaliado como uma decisão econômica, pois possibilita a apropriação de valor mensurável. Porém, é certo que nem só do valor pecuniário se constrói o prazer pelo poder – seja ele na empresa ou em qualquer outra situação da vida real. O prazer da conquista exclusiva e indivisível faz parte do perfil psicológico do empreendedor típico. Ele procurará dividir minimamente o poder para se satisfazer. Novamente, essa nem sempre é uma decisão econômica.

Herding: comportamento coletivo, sistemático e equivocado que pode assumir três tipos distintos – visão não racional, visão intermediária e visão racional – e tem como exemplo típico a corrida bancária, quando alguns poupadores imitam o comportamento dos demais.

### ***Restrições ao capital de terceiros***

Martelanc (1998) utiliza o binômio Escassez e Custo como um dos pilares das restrições ao capital de terceiros. A escassez é consequência de um baixo nível de poupança interna dos países emergentes e da alta demanda governamental por recursos para financiar seus sucessivos déficits orçamentários. A consequência direta desses dois fatos é uma taxa



básica de juros da economia já bastante elevada – financiando o governo, supostamente o risco soberano da economia. Operações com instituições privadas só acontecerão a taxas de juros ainda mais elevadas e o volume será bastante restrito.

Por outro lado, a fraqueza institucional de países como o Brasil, que exacerba o poder de não pagamento dos devedores, provoca uma limitação de crédito e sucessivo aumento dos custos dos empréstimos. Além disso desencoraja o agente financeiro a oferecer linhas de crédito de longo prazo pelo receio de uma deterioração da condição de pagamento do devedor ao longo do período de maturação do empréstimo.

A restrição ao capital de terceiros ocorre como consequência de dois comportamentos distintos que compõem uma imperfeição do mercado. Esta, por sua vez, não pode ser corrigida por uma simples lei de mercado, como preconizado na teoria neoclássica.

O primeiro comportamento é chamado seleção adversa. Agentes financeiros esperam que os tomadores de recursos apresentem diferentes capacidades de pagamento. Desta forma, procuram identificar aqueles que ofereçam maior probabilidade de solvência e, para isso, precisam usar ferramentas de discriminação. Uma das ferramentas que pode ser utilizada é a taxa de juros. Agentes dispostos a pagar taxas de juros mais altas provavelmente o fazem por acreditar que tenham baixa probabilidade de cumprir o compromisso e representam, portanto, risco maior. Os agentes financeiros antecipam esse comportamento e preferem não emprestar a esses tomadores, ainda que possam cobrar taxas mais altas por esses empréstimos.

Outro comportamento ineficiente é semelhante a um custo de agência da emissão de débito. Ao tomar recursos de terceiros a taxas de juros excessivamente elevadas, a empresa pode se ver em situação de alto risco de inadimplência e adotar estratégias de investimento mais arriscadas. Esse comportamento subtrai valor ao credor, mas pode ser percebido antecipadamente e, portanto, evitado através da restrição de crédito.

O resultado desse comportamento, considerado anômalo pela teoria econômica neoclássica, é que agentes financeiros preferem restringir empréstimos a aumentar a taxa de juros quando a demanda por recursos cresce além da oferta. Frequentemente se observa agentes financeiros com recursos disponíveis e não aplicados e tomadores necessitando financiamento sem conseguí-lo.

### ***Restrições ao capital próprio***

Martelanc (1998) parte da assunção da empresa como obra de um empreendedor, passando pela caracterização de seu perfil psicológico e pela fraqueza institucional de economias emergentes – que possibilita a transferência de valor de acionistas minoritários para controladores – com o objetivo de caracterizar o elevado valor de controle administrativo percebido pelos administradores de seus próprios negócios.

A consequência imediata desse quadro é que investidores reconhecem os incentivos dos acionistas administradores e apenas aceitam investir em participações minoritárias a preços que não estimulam a emissão de ações. Isso restringe sobremaneira a utilização de emissão de capital próprio como forma de financiamento de novos projetos.

### ***Modelo de hierarquização de fontes de financiamento sob restrições de capital***

O estudo promovido por Martelanc (1998) evolui até a proposição de uma hierarquia de fontes de financiamento a longo prazo para empresas brasileiras. Num primeiro nível de hierarquia estariam empréstimos vinculados a projetos específicos – com taxas de juros subsidiadas por mecanismos governamentais – e recursos disponíveis da empresa ou de seus sócios, nesta ordem. Logo após o esgotamento das possibilidades de levantamento de recursos através dessas fontes, as empresas deveriam recorrer a empréstimos vinculados de taxas de juros moderadas – mais altas, porém, que a remuneração dos recursos internos da empresa ou sócios.

O segundo nível da hierarquia de fontes de financiamento se divide em duas vertentes paralelas. De um lado, a do capital de terceiros, oferece a oportunidade de obtenção de empréstimos de mercado, geralmente de curto prazo e alto custo, o que dificulta sua aceitação por prejudicar ou impossibilitar a lucratividade do investimento. De outro, a vertente do capital próprio, que oferece a opção de emissão de ações preferenciais até o limite de dois terços do capital total da empresa ou mesmo de ações ordinárias, estas trazendo o risco de diluição do controle e até de sua perda.

## **2.5. Custo de Capital**

### **2.5.1 Conceito**

Segundo Gitman (1997), custo de capital é “a taxa de retorno que a empresa precisa obter sobre seus projetos de investimentos para manter o valor de mercado de suas ações e atrair os recursos necessários para a empresa” (p. 382).

Atua como o mais importante elemento de decisão de investimento, relacionando o resultado do projeto ao valor para o acionista. Apenas os investimentos capazes de propiciar aumento da riqueza do acionista podem ser aceitos pelo administrador financeiro e o custo de capital é o parâmetro para tal decisão.

Capital pode ser considerado um insumo para a empresa como qualquer outro – matérias primas, por exemplo – e para que a empresa possa atrair tais insumos deverá pagar por ele o preço adequado. O custo de capital reflete o retorno exigido pelo mercado para o fornecimento de capital à empresa.

Mantido o risco constante, projetos implementados com taxa de retorno maior que o custo de capital da empresa aumentam seu valor. Ao contrário, a assunção de projetos com taxa de retorno inferior ao custo de capital subtrai seu valor.

### **2.5.2 Custo das Diversas Fontes de Capital**

A estrutura de capital de um negócio pode ser constituída por duas fontes distintas: recursos próprios e recursos de terceiros.

Os recursos de terceiros são compostos pelos empréstimos a longo prazo tomados pela firma, enquanto os recursos próprios podem estar distribuídos entre ações preferenciais ou ordinárias e lucros retidos.

Para Gitman (1997), “o custo específico de cada fonte de financiamento é o custo de obtenção dos recursos hoje, após o imposto de renda, e não o custo histórico, baseado na estrutura de financiamento atual da empresa” (p. 385).

### *Custo da dívida a longo prazo*

O custo da dívida a longo prazo deve ser considerado como o custo de obtenção de um empréstimo hoje, após o imposto de renda.

O cálculo do custo antes do imposto de renda deverá ser feito através de análise do fluxo de caixa do endividamento. Desta forma, se uma empresa emite títulos da dívida, deve-se analisar qual será seu recebimento líquido por esses títulos, seus custos com emissão dos mesmos e seus desembolsos durante o período de maturação do empréstimo.

Sendo assim, a emissão de títulos da dívida no valor de \$100.000, por um prazo de 2 anos, com custo de colocação pela corretora de 3% e juros de 15% ao ano, com pagamentos de juros anuais e amortização do principal no vencimento, deverá acarretar juros reais de:

Recebimento líquido = valor total da emissão – comissão da corretora

$$R_{\text{líq}} = \$100.000 - (3\% * \$100.000)$$

$$R_{\text{líq}} = \$100.000 - \$3.000$$

$$R_{\text{líq}} = \$97.000$$

Para um recebimento líquido de \$97.000, corresponderão dois desembolsos anuais de juros no valor de \$15.000 – a cada ano calcula-se  $\$100.000 * 15\%$  – além do desembolso do principal ao final do segundo ano, ou seja \$100.000.

O cálculo da taxa efetiva de juros desse empréstimo pode ser feito por tentativa e erro utilizando-se a fórmula do Valor Presente Líquido de um fluxo de caixa (Davis e Pointon, 1994, p. 16):

$$VP = VF/(1+i)^n$$

$$97.000 = 15.000/(1+i)^1 + 115.000/(1+i)^2$$

Como se deve esperar que a taxa de juros para a equação acima seja superior a 15%, poder-se-ia tentar 16%. O resultado encontrado não respeitaria a igualdade estabelecida e tentaríamos a taxa de 17%. Por sucessivas aproximações chegaríamos a 16,88%. Evidentemente esse valor poderia ser muito mais facilmente encontrado pela utilização de calculadora financeira ou de uma planilha eletrônica.

Em algumas circunstâncias, porém, pode haver mais um elemento compondo a taxa de juros efetiva do endividamento. Quando a taxa de juros oferecida pela empresa é considerada pelos detentores do capital como abaixo de suas expectativas, resta à empresa aceitar um desconto sobre o valor de face dos títulos, de modo que o recebimento líquido seja ainda menor.

Voltando ao exemplo anterior, caso a taxa de 15% ao ano oferecida pela empresa fosse considerada insuficiente para remunerar o risco do negócio a ser assumido pelos investidores, estes poderiam oferecer um valor menor pelos títulos, digamos \$95.000.

Subtraindo-se os \$3.000 da comissão da corretora, o recebimento líquido seria de \$92.000, o que acarretaria um custo efetivo do endividamento, antes do imposto de renda, de 20,25% a.a..

Porém, não se deve ignorar o benefício oferecido pelo governo às empresas endividadas, isentando-as do pagamento de imposto de renda sobre os valores despendidos com juros sobre o capital de terceiros.

Para se chegar ao real custo do endividamento deve-se multiplicar seu custo antes do imposto pela alíquota de imposto à qual a empresa está sujeita.

Tomando-se o exemplo acima e considerando-se uma alíquota de imposto de renda de 25% sobre o lucro antes do imposto de renda, o custo do endividamento seria:

$$k_i = k_d \cdot (1 - T)$$

onde:

$k_i$  – custo do endividamento após imposto de renda

$k_d$  – custo do endividamento antes do imposto de renda

T – alíquota do imposto de renda à qual a empresa está sujeita

Portanto,

$$k_i = 20,25\% \cdot (1 - 25\%) = 15,19\%$$

### ***Custo da Ação Preferencial***

Assim como na emissão de títulos da dívida, a emissão de ações preferenciais sugere um recebimento líquido pela empresa ( $N_p$ ).

A subscrição de ações implica obrigatoriamente em pagamento de comissão à corretora responsável. Portanto é importante que se conheça os custos de subscrição para efeito do cálculo do custo efetivo das ações preferenciais.

Este será encontrado dividindo-se o valor do dividendo prometido por ação ( $D_p$ ), no ato da oferta desta, pelo valor do recebimento líquido:

$$k_p = D_p/N_p$$

onde  $k_p$  representa o custo da ação preferencial.

É importante salientar que a metodologia de cálculo do custo da Ação Preferencial acima demonstrada considera o pagamento de dividendos fixos ao acionista preferencial, como ocorre nos EUA.

No Brasil, no entanto, a lei 6.404/76 estabelece, entre outras coisas, que as vantagens da Ação Preferencial são (1) o direito a dividendos no mínimo dez por cento maiores do que os atribuídos às ações ordinárias e (2) prioridade na distribuição de dividendos e/ou reembolso do capital com ou sem prêmio. Ainda de acordo com a referida lei, é possível o estabelecimento de dividendos fixos ou mínimos (Franco & Carrazza, 1999).

Caso os dividendos não sejam fixos, deve-se então seguir a metodologia do cálculo do dividendo da ação ordinária e adicionar as peculiaridades estabelecidas pela lei 6.404/76.

### ***Custo da Ação Ordinária***

“Custo da Ação Ordinária é a taxa pela qual os investidores descontam os dividendos esperados da empresa para determinar o valor de suas ações (Gitman, 1997, p. 390)”.

Ainda segundo o mesmo autor, existem duas técnicas para medir o custo da ação ordinária: modelo de avaliação de crescimento constante e modelo de formação de preços de ativos de capital.

O modelo de avaliação de crescimento constante, ou modelo de Gordon, valoriza uma ação a partir do valor presente de seus dividendos futuros num horizonte de tempo infinito. Parte da suposição de que a empresa paga dividendos a uma taxa constante, ou seja, dividendos e lucro crescem à mesma taxa.

A flexibilização da premissa de crescimento constante dos dividendos, porém, não invalida a proposta, como demonstra Gitman (1997, p. 262).

A equação que representa o modelo de Gordon é como segue:

$$P_o = D_1 / (k_s - g)$$

Onde,

$P_o$  = preço corrente da ação ordinária

$D_1$  = dividendo por ação esperado no final do ano 1

$k_s$  = taxa de retorno exigida sobre a ação ordinária

$g$  = taxa anual de crescimento constante dos dividendos

Resolvendo a equação para  $k_s$  temos:

$$k_s = (D_1 / P_o) + g$$

Já o Modelo de Formação de Preços de Ativos de Capital (CAPM), relaciona retorno exigido e riscos relevantes da empresa, representados pelo coeficiente de risco não diversificável, beta (b). A equação de representação do CAPM básico é:

$$K_s = R_F + [b * (k_m - R_F)]$$

Onde

$k_m$  = retorno de mercado ou retorno sobre a carteira de ativos de mercado

$R_F$  = taxa de retorno do ativo livre de risco

### ***Custo de Lucros Retidos***

O custo de lucros retidos é idêntico ao custo de ações ordinárias totalmente subscritas, e pode ser calculado como demonstrado acima. Portanto:

$$k_r = k_s$$

onde,

$k_r$  = custo de lucros retidos

Caso os lucros não fossem retidos, seriam distribuídos aos acionistas ou sócios como dividendos. Tais retenções só serão apoiadas pelos investidores caso tragam a perspectiva de retorno adequado, afinal, trata-se de uma capitalização da empresa, que terá seu patrimônio líquido aumentado.

### ***Custo de novas emissões de Ações Ordinárias***

A forma de cálculo do custo de novas emissões de ações ordinárias ( $k_n$ ) é a mesma apresentada para o custo de ações existentes ( $k_s$ ). Normalmente, porém, deve-se considerar um deságio no Recebimento Líquido ( $N_n$ ), pois as novas ações não poderão ser negociadas ao mesmo preço das ações existentes. Como em qualquer subscrição de ações deve-se considerar os custos derivados do processo de colocação e venda.

A expressão para o cálculo do custo de novas emissões de Ações Ordinárias fica como segue:

$$k_n = (D_1/N_n) + g$$

### ***Custo Médio Ponderado de Capital***

Uma vez apresentados os métodos de cálculo do custo de cada fonte específica de capital, resta determinar a forma de cálculo do custo geral de financiamento a longo prazo da firma. Isso é corriqueiramente feito através do Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC).



Para se chegar ao CMePC ( $k_a$ ) é necessário conhecer a participação proporcional de cada fonte de capital na estrutura de capital total da empresa. Feito isso basta somar o quociente do custo das fontes específicas de capital pela suas participações proporcionais. Assim,

$$k_a = (w_i * k_i) + (w_p * k_p) + (w_s * k_{r \text{ ou } n})$$

onde,

$w_i$  = proporção de empréstimo a longo prazo na estrutura de capital

$w_p$  = proporção de ações preferenciais na estrutura de capital

$w_s$  = proporção de ações ordinárias na estrutura de capital

$$w_i + w_p + w_s = 1,0$$

A proporção de cada fonte específica de capital a ser considerada depende, ainda, da assunção de valores contábeis ou de mercado. Isto significa que, no momento do cálculo do custo médio ponderado de capital é necessário assumir o valor de cada fonte específica de capital como aquele presente nos livros contábeis ou como aquele considerado pelo mercado.

No caso de ações, por exemplo, é importante reconhecer a diferença existente entre o valor de livro e o valor de mercado das emissões. Estes nem sempre são coincidentes.

A utilização do valor de mercado parece mais adequada, uma vez que este reflete o real valor a ser recebido pelo capital investido no negócio.

### **2.5.3 Custo de capital como *driver* da decisão de estrutura adequada**

Como já foi colocado anteriormente neste trabalho, busca-se encontrar racionais à escolha da melhor estrutura de capital no sentido de prover à firma solidez financeira e econômica durante o processo sucessório. Além disso, estrutura de capital que favoreça o convívio familiar no negócio, de modo a reforçar o equilíbrio de longo prazo na condução da empresa.

A discussão da teoria de finanças corporativas em torno do custo de capital procura esclarecer em que condições a emissão de débito por parte da firma pode ser uma

alternativa econômica e quando esta não surte qualquer efeito sobre o custo de capital total do negócio ou, em outras palavras, quando a troca de capital próprio por capital de terceiros não altera o valor da firma.

### ***Alavancagem Financeira na Ausência de Impostos***

Como discutido anteriormente, credores da firma detêm direitos prioritários sobre os ativos da mesma, de modo a ter seus investimentos devidamente remunerados antes de qualquer sócio ou acionista. Por essa razão, o risco percebido pelos credores é menor que aquele percebido por sócios ou acionistas, o que faz do endividamento uma fonte mais barata de financiamento – em mercados eficientes.

A consequência imediata de um menor custo de capital é uma valorização do negócio, o que se traduz em aumento de valor para o acionista. Poder-se-ia concluir deste raciocínio, que a adoção de novas parcelas de endividamento para financiar necessidades adicionais de recursos da firma, ao diminuir o custo total de capital, promoveria aumento de valor para o acionista.

Essa lógica, porém, não é verdadeira, ou ao menos, existem claros limites práticos a essa possibilidade.

Para Brealey, Myers e Marcus (1995, p. 288), se uma empresa aumenta seu nível de endividamento é de se esperar que (1) os credores passem a exigir, nos novos empréstimos, taxas de juros mais elevadas para compensar o aumento no risco de inadimplência nesses empréstimos e que (2) ao aumento na alavancagem financeira do negócio suceda um aumento da percepção de risco para sócios e/ou acionistas, o que aumenta suas expectativas de remuneração pelo capital investido.

Pode-se dizer que, além de um custo explícito exigido pelo investidor para dispor de seu capital, existe ainda um custo implícito ao endividamento. O custo implícito é o aumento acima descrito do custo do capital próprio devido ao aumento da percepção de risco.

De fato, a Proposição 1 de MM, sobre a irrelevância do endividamento para o valor da firma, estabelece que este não é alterado por sua estrutura de capital, pois não importa como esta seja composta, a receita operacional ou o valor dos ativos não muda.

Brealey et al. (1995, p. 384) afirmam que se um acionista pode levantar empréstimos para financiar sua participação no capital de uma empresa então esta não oferece qualquer vantagem em fazê-lo em nome dele. Em outras palavras, por que o endividamento na firma aumentaria o valor para o acionista se este poderia se endividar e gerar os fluxos de caixa que a empresa geraria?

Outra forma de demonstrar a irrelevância do endividamento para o custo do capital foi utilizada por Davis e Pointon (1994, p. 173), partindo das idéias de MM.

Os autores tomaram duas empresas hipoteticamente em tudo idênticas, exceto por suas estruturas financeiras. A primeira empresa era totalmente financiada através de capital próprio, enquanto a segunda possuía uma parcela de endividamento. Esta segunda empresa estaria sobrevalorizada por arcar com menores custos de financiamento (lembremo-nos de que o capital de terceiros é mais barato que o capital próprio).

Através do mecanismo de arbitragem, um acionista da empresa alavancada poderia vender sua participação nesta empresa, levantar empréstimo pessoal para aumentar sua disponibilidade de recursos e utilizá-los para comprar quotas do capital da empresa não alavancada para, então, aumentar seus rendimentos – através de investimento em uma empresa arcando com maior custo de capital.

Porém, se essa fosse uma possibilidade real, o que se poderia esperar é que outros investidores lançassem mão do mesmo artifício, o que provocaria uma queda no valor da empresa alavancada, pois esta estaria sendo maciçamente vendida, e um aumento no valor da empresa não alavancada, maciçamente comprada.

Este movimento ocorreria até que a vantagem financeira da operação fosse totalmente neutralizada pela variação dos preços dos ativos acima descrita. Nesse momento ambas as empresas teriam o mesmo valor de mercado, embora com estruturas de capital distintas.

A tabela abaixo está sendo reproduzida de Davis e Pointon (1994, pag. 175) e representa a situação hipotética de equilíbrio descrita:

<b>Custo de Capital</b>	<b>Empresa A (Jones)</b>	<b>Empresa B (Smith)</b>
Fluxo de Caixa Operacional Líquido	\$200.000	\$200.000
Pagamento de Juros	\$0	\$20.000
Capacidade de Pagamento de Dividendos	\$200.000	\$180.000
Valor do Capital Próprio	\$1.020.000	\$820.000

Custo do Capital Próprio	19,6%	22%
Valor do Endividamento	\$0	\$200.000
Valor Total da Firma	\$1.020.000	\$1.020.000
Custo Total de Capital	19,6%	19,6%

O que se desprende dos números presentes na tabela é que a situação de equilíbrio sugere aumento na remuneração do capital acionário, uma vez que o custo do capital de terceiros está estipulado no contrato de emissão de débito.

Essa conclusão é compatível com a proposição acima de que à emissão de débito segue um aumento na percepção de risco pelo sócio ou acionista, o que significa aumento do custo do capital próprio. Esse aumento está diretamente relacionado à diminuição do custo da parcela de endividamento representada na taxa de juros cobrada pelo terceiro.

Davis e Pointon (1994), afirmam:

Portanto, uso de capital de terceiros a um custo mais baixo na estrutura de capital de um firma é balanceado por um aumento na taxa de capitalização do capital próprio, necessário para compensar os acionistas pelos riscos financeiros com os quais devem arcar agora (p. 176).

### ***O Impacto dos Impostos***

As proposições de MM sugerem que a composição do mix de endividamento e capital próprio não é relevante para o valor da empresa ou para seu custo ponderado de capital. As condições para que isso ocorra são claramente colocadas por Davis e Pointon (1994, p. 173):

- (1) O mercado de capitais é perfeito, com informação perfeita disponível a todos os agentes e não há custos de transação;
- (2) Empresas podem ser classificadas em classes homogêneas de risco, de tal forma que o lucro operacional líquido médio esperado e sua variabilidade são idênticos para todas as firmas dentro de uma mesma classe;
- (3) Não há impostos;

Embora as duas primeiras premissas estabelecidas por MM visassem simplificar o desenvolvimento de seus argumentos, não se deve esperar que as principais conclusões propostas venham a se alterar significativamente com o relaxamento de tais condições.

A assunção de total ausência de impostos, no entanto, altera definitivamente o resultado a ser esperado da emissão de débito pela firma sobre seu valor de mercado e seu custo médio de capital.

A razão para tanto reside no fato de o governo subsidiar as despesas com juros sobre o capital de terceiros realizadas pela firma através do abatimento desses valores da base de cálculo do imposto a pagar – no Brasil o Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda (Lajir). Isso não ocorre no caso de utilização de capital acionário.

Para exemplificar a afirmação acima, tome-se o exemplo de uma empresa qualquer, com lucro operacional igual a \$100.000, na faixa de alíquota de imposto de renda de 25% e em duas situações distintas: na situação (1) sua estrutura de capital é constituída por \$300.000 de capital próprio e na situação (2) por \$150.000 de capital próprio e \$150.000 em endividamento. O quadro abaixo demonstra os resultados esperados de cada escolha.

	<b>Situação (1)</b>	<b>Situação (2)</b>
Lajir	\$100.000	\$100.000
Juros sobre endividamento (10%)	\$0	\$15.000
Lair	\$100.000	\$85.000
IR (25%)	\$25.000	\$21.250
Lucro Líquido	\$75.000	\$63.750
Retorno sobre capital próprio e de terceiros	\$75.000	\$78.750

A situação (2) demonstrada na tabela indica que, desde que haja benefícios fiscais ao pagamento de juros a terceiros, existe um ganho a ser realizado pela firma ao emitir endividamento.

Tal ganho será constante, não importando o nível de Lajir alcançado pelo negócio, desde que o montante do endividamento e sua taxa de capitalização sejam mantidas constantes. Neste caso, o ganho fiscal na situação (2) será \$3.750.

O valor total da vantagem fiscal alcançada pela empresa é absorvido pelos acionistas ou sócios pois os credores receberão apenas os juros calculados à taxa contratada.

Assumindo-se que a empresa opte por manter indefinidamente seu nível de alavancagem, o benefício fiscal dela resultante agregará valor ao negócio, num montante igual ao valor

presente de uma anualidade, neste caso o benefício fiscal. Este pode ser calculado pela fórmula abaixo:

$$VP_{\text{benefício fiscal}} = T_c * (r_{\text{debt}} * D) / r_{\text{debt}}$$

$$VP_{\text{benefício fiscal}} = T_c * D$$

Onde,

$VP_{\text{benefício fiscal}}$  = valor presente do benefício fiscal;

$T_c$  = alíquota de imposto de renda à qual a empresa está sujeita;

$r_{\text{debt}}$  = taxa de juros do endividamento;

$D$  = valor total do endividamento

No caso da situação (2) da tabela acima, teremos:

$$VP_{\text{benefício fiscal}} = 0,25 * \$150.000$$

$$VP_{\text{benefício fiscal}} = \$37.500$$

Isto significa que a adoção do endividamento na situação (2) apresentada valorizaria a empresa em \$37.500. Isto ocorre porque o governo subsidia parte do custo do capital de terceiros.

Caso a firma em questão estivesse avaliada pelo mercado em \$300.000 antes do endividamento (valor total dos passivos de longo prazo do negócio), seria de se esperar que, após a emissão de débito, seu valor de mercado subisse para \$337.500.

Isso significa que o custo de capital da empresa alavancada se altera, pois apesar de verificarmos um aumento no lucro líquido do negócio, seu resultado operacional permanece constante. Para se chegar ao seu custo total de capital deve-se levar em conta o custo do endividamento após o imposto de renda. Para tanto utiliza-se a fórmula a seguir:

$$K_a = (1 - T_c) * r_{\text{debt}} * D / (D + E) + r_{\text{equity}} * E / (D + E)$$

onde,

$K_a$  = custo médio ponderado de capital

D = valor do endividamento

E = valor do capital próprio

$r_{equity}$  = custo do capital próprio

A fórmula proposta insere o impacto do imposto de renda sobre a forma de cálculo do custo de capital da empresa. Note-se que em caso de inexistência de imposto, o custo médio ponderado de capital da firma não se altera, pois  $(1-T_c)$  estaria igualado a 1 e voltaríamos à condição de alavancagem sem impostos.

Considerando-se a nova condição da empresa no exemplo anterior, após o endividamento, temos como valor total do capital \$337.500 (\$150.000 endividamento + \$150.000 capital próprio + \$37.500 benefício fiscal), juros sobre o empréstimo 10%, alíquota do imposto de renda 25%. Comparando o custo médio ponderado de capital antes e depois do endividamento:

Situação (1)

$$K_a = r_{equity} = \$75.000/\$300.000 = 0,25 \text{ ou } 25\%$$

Situação (2)

$$K_a = (1-T_c)*r_{debt}*D/(D+E) + r_{equity}*E/(D+E)$$

$$K_a = (1-0,25)*0,10*\$150.000/(\$337.500) + 0,34*(\$187.500/\$337.500)$$

$$K_a = 0,033 + 0,189 = 0,222 \text{ ou } 22,2\%$$

### ***Riscos do Endividamento e Alavancagem Financeira***

O desenvolvimento da teoria da estrutura de capital mostra, até este ponto, a existência de benefícios associados ao endividamento, quando se considera o custo final de capital do negócio.

A princípio seria possível supor que, se o endividamento produz ganho financeiro à empresa, então esta deveria buscar os mais altos níveis de débito possíveis em sua estrutura financeira, de modo a maximizar o valor para o acionista.

A restrição imediata a essa suposição, no entanto, está no fato de a empresa incorrer em riscos adicionais à medida em que aumenta sua alavancagem financeira. Isso aumentaria sobremaneira o custo médio ponderado de capital, como já foi visto anteriormente, inviabilizando os benefícios esperados.

Além disso, níveis elevados de endividamento poderiam consumir todo o lucro operacional do negócio, não restando qualquer lucro a ser taxado ou distribuído.

Espera-se, portanto, que exista uma alavancagem a ser alcançada na estrutura de capital objetivando seu menor custo médio ponderado possível.

Não existe, porém, qualquer consenso no que diz respeito ao nível ideal de endividamento. De fato, Brealey et al. (1995, p. 388) argumentam que o nível de endividamento varia significativamente entre setores da economia, sugerindo padrões na adoção de níveis alternativos de alavancagem financeira.

Tais padrões podem ser entendidos segundo diversas correntes da teoria da firma. Esta discussão, no entanto, não parece estar ligada a fatores estritamente financeiros, o que sugere atenção específica em outras sessões deste trabalho.

No momento, apenas será dedicada atenção aos riscos e custos associados ao endividamento, de modo a flexibilizar determinadas premissas adotadas pelos teóricos da estrutura de capital, na tentativa de adequar a discussão aos parâmetros reais da economia.

Até o momento não foi considerado o risco de a firma não cumprir com os compromissos financeiros assumidos ao optar pelo endividamento como alternativa de financiamento de longo prazo.

Uma vez que o endividamento se caracteriza como um custo fixo, sua adoção significa assunção de risco de não pagamento. Se tal risco existe, será sempre quantificado pelo mercado.

Quanto mais alto o nível de alavancagem, maior o risco de *default*. A inadimplência, provocada por crise de liquidez que afeta a capacidade de honrar pagamentos, pode ou não levar à falência, dependendo da severidade dos prejuízos sofridos.



A falência, definida como insuficiência de ativos para cobertura de passivos, é um instrumento jurídico que garante a tomada do controle da empresa em dificuldades financeiras por seus credores, de modo a garantir seu direito preferencial à liquidação de ativos para resgate de seus investimentos.

Investidores analisam o risco do investimento em títulos da dívida da firma para comporem suas expectativas de remuneração. Riscos mais elevados condicionam maiores taxas de juros. Como discutido anteriormente, esse é o mecanismo de aumento do custo do endividamento que pode eliminar seus benefícios fiscais já discutidos.

Sendo assim, o valor final de uma empresa pode ser expresso da seguinte maneira:

$$\text{Valor de mercado} = \text{valor se não alavancada} + \text{VP}_{\text{benefícios fiscais do endividamento}} \\ - \text{VP}_{\text{custos de inadimplência}}$$

Deve-se esperar, portanto, que a adoção de alavancagem financeira propicie aumento no valor do negócio pela existência dos benefícios fiscais, ao mesmo tempo em que sugere aumento do risco e aparecimento dos custos de inadimplência e falência.

Como baixos níveis de endividamento são percebidos como um risco apenas modesto, seus ganhos fiscais serão grandes. À medida em que a alavancagem se acentua, crescem os riscos de inadimplência, que deverão, em determinado momento, balancear ou até mesmo suplantar os benefícios fiscais.

O nível exato de endividamento para cada empresa é aquele em que o valor presente do benefício fiscal da adoção de novas parcelas de débito é igual ao valor presente dos custos marginais de inadimplência e falência provocados pelo aumento do risco financeiro.

## **2.6. Restruturação de Capital**

### **2.6.1 Introdução**

De todas as implicações dos processos sucessórios relativas ao futuro da empresa familiar, uma das mais importantes é, definitivamente, a forma da estruturação do capital da empresa a ser adotada. A administração dos conflitos resultantes dos diversos interesses sustentados por membros da família exige não só a construção dos pressupostos da gestão

financeira de longo prazo, mas também a identificação da profundidade e contundência da reestruturação de capital necessária para atender aos diversos interesses.

Segue abaixo uma breve descrição das mais importantes alternativas de reestruturação de capital disponíveis a uma empresa familiar em processo de sucessão. O presente capítulo não tem o objetivo de esgotar o tema, uma vez que não faz parte do escopo deste trabalho propor alternativas de reestruturação de capital para empresas familiares. Ao contrário, pretende apenas instigar a curiosidade do leitor para um possível estudo, mais detalhado, contando, inclusive, com as conclusões deste trabalho no que diz respeito aos fatores determinantes da estrutura de capital em empresas familiares durante processos sucessórios.

### **2.6.2 Formas de reestruturação de capital**

A reestruturação de capital pode se dar por diversas razões. A teoria econômica indica incentivos ligados à eficiência, à sinalização de informações, aos problemas de agência, ao poder de mercado e aos impostos. De todos os racionais existentes para o engajamento em atividade de reestruturação de capital, é difícil crer que algum deles não possa ter utilidade para uma situação específica de sucessão em empresa familiar.

Passam a ser listados as mais importantes modalidades de reestruturação. Estas podem ser de vários tipos: expansão, *selloffs*, controle corporativo, e mudanças na estrutura de propriedade.

#### ***Expansão***

Reestruturações visando expansão podem ser dos tipos fusões e aquisições, ofertas *tender* e *joint ventures*. A expansão vem sendo discutida como uma forma de adequação da empresa ao mercado competitivo visando sua sobrevivência no longo prazo. Através do crescimento, as empresas podem oferecer melhores condições de trabalho e carreira, o que atrai melhores executivos e os estimula, de modo a proporcionar a melhor qualidade possível de gestão empresarial.

Fusão significa qualquer transação que culmine com a formação de uma única entidade econômica a partir de mais de uma delas (Copeland & Weston, 1988). Fusões podem ser horizontais se envolvem empresas operando no mesmo tipo de negócio, como por exemplo

venda de produtos agrícolas. Fusões verticais são aquelas que envolvem duas companhias atuando em estágios diferentes da cadeia produtiva num mesmo negócio. Um exemplo de fusão vertical seria a compra de uma refinaria de petróleo por uma empresa exploradora e produtora. Por último, Fusões em conglomerado envolvem empresas envolvidas em atividades não relacionadas, como venda de combustíveis e metalurgia.

Ofertas *tender* são uma iniciativa, de uma empresa interessada em adquirir o controle de outra, representada numa oferta, em dinheiro ou papéis da adquirente, direta aos acionistas da empresa alvo, com ou sem a aprovação da alta administração desta. Já *Joint Ventures* são a junção de uma parte das atividades de cada uma das empresas em negociação. Acontecem por tempo determinado e podem criar uma entidade econômica separada pelo tempo de contrato.

### ***Selloffs***

Os tipos mais frequentes de *selloffs* são *spinoffs* e desinvestimentos. Um *spinoff* é concluído através da separação de uma parte da empresa mãe e da criação de uma nova entidade econômica cuja propriedade é montada pela entrega de ações da nova empresa aos acionistas da empresa mãe nas mesmas proporções que estes possuem nesta. Não envolve entrada de recursos no caixa da empresa mãe mas cria uma identidade jurídica separada capaz de desenvolver suas próprias políticas e métodos. Uma variação do *spinoff* é o *splitoff*, que se constitui na entrega de ações da nova empresa em troca das ações da empresa mãe. Outra variação é o *splitup* no qual toda a empresa mãe é quebrada em diversas empresas filhas e deixa de existir como entidade jurídica e econômica.

Contrastando com os *spinoffs*, estão os desinvestimentos, que constituem a separação de uma parte de uma empresa mãe com o objetivo de venda, em dinheiro, dessa operação. Normalmente servem a uma estratégia de concentração da empresa vendedora numa atividade principal através de investimentos financiados pelos recursos originários da venda.

### ***Controle Corporativo***

As recompras são o primeiro tipo de reestruturação de capital visando proteção do controle corporativo. Trata-se de uma compra de ações em poder de acionistas com participações significativas por um preço superior ao de negociação no mercado. Normalmente incluem

acordos entre os acionistas – *standstill agreements* – de não investimento futuro no negócio, ou no caso de não haver a recompra, acordos reguladores da compra de maiores parcelas de capital do negócio por acionistas minoritários que lhes possibilite a tomada do controle.

Outra forma de reestruturação visando proteção de controle corporativo são os *antitakeover amendments*, aditivos contratuais aos estatutos da sociedade visando dificultar ou encarecer processos de aquisição por terceiros.

Por último, as guerras de procurações – *proxy fights* – são tentativas de grupos dissidentes da administração em tomar posição na diretoria da empresa através da aquisição de procuração de diversos acionistas minoritários para votar em seus nomes no conselho de administração. Essa posição possibilita influenciar a escolha da diretoria da empresa.

### ***Mudanças na estrutura de propriedade***

Uma forma de mudança na estrutura de propriedade do negócio consiste na troca de ações ordinárias por ações preferenciais, o que altera a concentração do capital votante da empresa. Outra forma é a simples recompra de ações.

O fechamento do capital da empresa – operações *going private* – quando todo o capital próprio externo é recomprado por um grupo de controladores e retirado do mercado é uma ação alternativa visando controle corporativo e impede tentativas de aquisições hostis. Normalmente envolve membros da diretoria da empresa e pequenos grupos externos como compradores. Em algumas ocasiões estes grupos externos buscam financiamento de terceiros e em casos nos quais grande parte dos recursos para a compra de ações provém desses empréstimos, têm-se as compras alavancadas – LBO.

## **CAPÍTULO 3: CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES**

### **3.1. Conclusões**

Neste capítulo passa-se à enumeração das conclusões possíveis a partir das evidências teóricas apresentadas no capítulo anterior. Espera-se gerar proposições passíveis de teste empírico, a serem utilizadas como temas de futuras pesquisas acerca dos determinantes da estrutura de capital de empresas familiares durante processos sucessórios.

#### **3.1.1. Problemas de Agência e Sucessão na Empresa Familiar**

A discussão dos conhecimentos nascidos no âmbito da Teoria de Agência sobre os fatores determinantes da Estrutura de Capital da Firma foi capaz de produzir suposições importantes que podem dar margem a aprofundamentos teóricos e investigações empíricas.

Supõe-se que as relações existentes entre membros da família, atuantes ou não na gestão do negócio familiar, podem ser compreendidas pelo prisma teórico citado.

Mais especificamente, quando um membro da família espera que a empresa lhe proveha os recursos necessários à consecução de seus objetivos, sejam estes da família ou individuais, não está fazendo nada além do que faria qualquer investidor: objetivar retorno financeiro sobre o capital investido no negócio.

Ao mesmo tempo, quando um administrador da empresa – e membro da família – defende a reaplicação de fluxos de caixa livres no negócio, está agindo de acordo com o típico comportamento do agente, que pensa na perpetuação e crescimento da empresa e em todos os benefícios pessoais decorrentes de suas decisões.

A Teoria de Agência preconiza a utilização do endividamento para minimizar atritos dessa natureza. Através da assunção de dívidas pode-se recomprar capital próprio externo, diminuindo-se, conseqüentemente, a existência de incentivos não alinhados. Investimentos em projetos de valor presente negativo tornam-se menos prováveis em função da menor disponibilidade de fluxos de caixa livre e da natureza da relação contratual com o agente financiador.

Os interesses conflitantes de agente e principal estão, na Empresa Familiar, representados frequentemente na mesma pessoa. Membros de uma família empresária vivem dois papéis

sociais distintos – e conflitantes – quando atuam na gestão do negócio. Por um lado são responsáveis pela família e, portanto, provedores dos recursos financeiros necessários, comportando-se como o principal, que exige retorno sobre os investimentos realizados. Por outro são peça fundamental no processo decisório empresarial e se beneficiam mais diretamente do crescimento do negócio, como o agente.

Parece bastante evidente, entretanto, que a adoção de parcelas de endividamento com o objetivo de distribuir à família empresária parte do capital empregado anteriormente no negócio pode ajudar a solucionar conflitos por recursos.

Um primeiro fator importante na análise de viabilidade de uma solução dessa natureza passa pela proporção existente entre as necessidades de capital da família e o tamanho da empresa. Quando esses números são compatíveis, a solução parece imediata. Quando não o são, fica evidente a necessidade de adequação dos dois parâmetros.

Processos sucessórios implicam, com frequência, reestruturações na sociedade, com a entrada de novos principais e a saída dos antigos. Prover os recursos necessários à independência financeira dos controladores é um passo necessário para diminuir os conflitos íntimos por eles vividos quando da saída do negócio. É certo que o receio da perda de importância de seu papel social na família e na empresa estimula empresários a postergar suas aposentadorias e não pode ser resolvido pelo seu saldo em conta corrente. Todavia, é fundamental que a questão da independência financeira seja resolvida para os sócios que se afastam. Isso pode abrir caminho para reflexões mais serenas acerca do passado, presente e futuro da empresa e dos novos agentes – da família ou não – que encontrarão melhores condições para realizar sua parte da tarefa.

Conforme discutido no decorrer deste texto, promover um processo sucessório familiar requer preocupação com as necessidades de financiamento da firma e da família. Portanto, espera-se que sucessões de sucesso tragam em seu bojo uma estruturação de capital que preserve tais necessidades.

O interessante conceito de capital paciente de De Visscher (1995) implica em forte alinhamento de interesses entre agente e principal. Estes estariam dispostos a abrir mão de resultados imediatos no negócio em resposta à crença dos administradores em sucesso no longo prazo, que recompensaria o investimento dos recursos e do tempo. Se essa constatação for pertinente, então o custo de capital de empresas familiares – representado

pelo padrão de lucratividade desses negócios – deveria ser menor, quando comparado a empresas não familiares do setor, indicando a opção por resultados de longo prazo, como solidez no negócio, geração de uma imagem de credibilidade, criação de padrões superiores de qualidade, comprometimento com um projeto comum, etc.. A contrapartida dessa estratégia poderia estar na permanência dessas empresas por mais tempo no mercado de determinados produtos, com melhores condições de competitividade. O compromisso da família com essa estratégia ao longo das gerações se refletiria em sucessões que preservassem o negócio e o próprio controle familiar ao longo do tempo.

### **3.1.2. Assimetria de Informações e Sucessão na Empresa Familiar**

Outro ponto discutido ao longo deste texto foi a importância da assimetria informacional para a avaliação externa das perspectivas do negócio. Parece indiscutível que administradores de empresas possuam informações que não chegam a *outsiders*, dadas as dificuldades de manejo dessa situação. No caso de gestões familiares, o comprometimento de sócios não administradores com os objetivos de longo prazo da empresa depende, em grande parte, da quantidade e qualidade das informações que recebem. Manter sinais de confiança no futuro do negócio pode ser um importante fator atenuante de conflitos.

Investidores externos confiantes nos prospectos da empresa tenderão a apoiar os controladores em suas decisões, facilitando a convivência das partes. Quando determinadas decisões produzem reação positiva nos sócios ou acionistas, seu compromisso com a estratégia da empresa pode ser mantido.

Novamente, a Teoria da Firma indica para a assunção de endividamento como ferramenta para a comunicação da confiança da diretoria nas perspectivas do negócio. Segundo as predições teóricas, níveis adequados de endividamento para financiar projetos da empresa devem sinalizar positivamente e, portanto, melhorar a avaliação das perspectivas da empresa familiar por sócios ou acionistas externos.

A alavancagem financeira como forma de financiamento de longo prazo pode, também, indicar intenção de manutenção da política de dividendos da empresa, o que poderia sinalizar a preocupação com as demandas de acionistas externos, sempre no intuito de preservar a unidade da sociedade.



### **3.1.3. Natureza do Produto, Estratégia de Mercado e Sucessão na Empresa Familiar**

A Teoria da Organização Industrial não parece apresentar contribuições ao entendimento dos processos sucessórios em empresas familiares – ao menos no que diz respeito à administração de seus conflitos – o que, a princípio, não justificaria qualquer desenvolvimento futuro nessa linha de pesquisa.

Por outro lado, o conceito de Capital Paciente se baseia num comprometimento da família empresária com os objetivos da Empresa Familiar para o longo prazo. Uma das consequências dessa atitude pode ser a criação de padrões superiores de qualidade e mesmo maior comprometimento com a produção de determinados produtos, mesmo quando estes apresentem lucratividades declinantes.

Nestes casos, a questão discutida anteriormente envolvendo decisão de liquidação e custos para os clientes pode ganhar importância no contexto da Empresa Familiar. O maior comprometimento da Empresa Familiar com produtos tradicionais, importantes em seu contexto histórico, pode gerar maior segurança para o cliente, transformando-se em vantagem competitiva para a Empresa Familiar.

### **3.1.4. Controle Corporativo e Sucessão na Empresa Familiar**

A reestruturação de capital como estratégia de influência no contexto do controle corporativo nasceu pela necessidade de concentração da propriedade de corporações cujo controle é fortemente pulverizado. O endividamento visando recompra de participações acionárias que possam garantir poder para recusa de ofertas *tender* faz sentido em uma companhia na qual o controle administrativo se dá com participação acionária muito pequena.

Essa não é, de fato, uma situação corriqueira na Empresa Familiar brasileira. Via de regra, as Famílias Empresárias detém poder de decisão suficiente para aceitar ou rejeitar propostas de venda do negócio. Faz sentido supor, que se o mercado por Controle Corporativo no Brasil exerce qualquer influência sobre a escolha de Estrutura de Capital de Empresas Familiares, sobretudo durante Processos Sucessórios, deveria fazê-lo no sentido de melhorar a possibilidade de ocorrência de propostas de compra.

No entanto, alterações na Estrutura de Capital da empresa visando influenciar o contexto do controle corporativo são medidas de curto prazo. A consistência dessas medidas com a estratégia de longo prazo para a empresa precisa ser avaliada cuidadosamente, procurando-se evitar desequilíbrios importantes para as finanças da firma.

### **3.1.5. Economia dos Custos de Transação e Sucessão na Empresa Familiar**

O conceito de especificidade dos ativos que determina, segundo a ECT, a forma do financiamento de longo prazo precisa ser mais profundamente estudado.

Se a forma de financiamento preferida na empresa familiar for o endividamento na tentativa de evitar diluição no controle, então seria de se esperar, sob a ótica da ECT, que estas empresas se utilizassem de ativos menos específicos para produzir os mesmos produtos que companhias financiadas com capital próprio.

A decisão de utilização de ativos menos específicos controla o custo de capital mas pode comprometer o custo de produção – em função de menor produtividade dos ativos em questão – e até a qualidade, o que não corrobora as diversas abordagens anteriores.

Ao contrário, na hipótese de empresas familiares operarem de forma mais fiel a mercados e produtos, seria de se esperar que a especialização de suas operações levasse a uma crescente especificidade de ativos de produção, nas busca por melhores padrões de qualidade a mais baixos custos.

Nestes casos, seria possível supor que empresas familiares nessas situações atuariam com baixos índices de endividamento, basicamente financiadas com capital próprio.

Mas as sérias restrições ao capital próprio existentes no mercado brasileiro poderiam causar dificuldades adicionais a essas empresas. Desta forma, estudos mais aprofundados da decisão de estrutura de capital sob esta ótica podem produzir resultados importantes.

### **3.1.6. Restrições ao Financiamento e Sucessão na Empresa Familiar**

Discutiu-se brevemente neste trabalho os impactos esperados sobre a decisão de financiamento na firma quando o ambiente econômico que a envolve não funciona eficientemente. Apesar de as empresas brasileiras de fato viverem em um ambiente econômico marcado pela ineficiência alocacional, não se pode concluir pela absoluta

inadequação dos pressupostos teóricos desenvolvidos através da observação da realidade econômica norte americana. Alguns desses pressupostos precisam ser adequados à realidade dos mercados emergentes – ineficientes – para serem melhor aproveitados.

Parece indiscutível que a escolha da estrutura de capital na firma seja influenciada ou influencie os conflitos entre administradores e sócios ou acionistas. Comprar a participação de um sócio não administrador que está em discordância com a administração pode resolver em definitivo o conflito. Um empréstimo bancário pode viabilizar a aquisição. Dessa forma pode-se demonstrar a validade universal de um pressuposto da Teoria de Agência.

Indiferente à universalidade da teoria, entretanto, Martelanc demonstra, entre outras realidades, que o custo de capital em um ambiente econômico ineficiente se comporta de maneira distinta. Conforme discutido anteriormente, parte-se de uma taxa de juros básica excessivamente elevada, o que inverte a hierarquia preferencial das fontes de financiamento disponíveis.

É chocante notar que a solução encontrada pelos administradores financeiros brasileiros para o financiamento de seus projetos de investimento é, grande parte das vezes, bastante perversa para com a própria empresa.

Matias (1992) indica ao estudar o perfil de empresas concordatárias brasileiras, que o crescimento de seus ativos permanentes era, predominantemente, financiado com recursos próprios ou passivos circulantes nos anos que antecederam o pedido de concordata. Parece legítimo inferir que a utilização de recursos internos da empresa, a segunda “melhor” fonte de recursos na hierarquia proposta por Martelanc (1998), pode provocar uma situação de insolvência quando associada a turbulências econômicas, ou de qualquer outra natureza, que induzam queda no volume das vendas.

Certamente, a sugestão de financiamento por recursos próprios de Martelanc levava em consideração a existência de lucros retidos ou mesmo capitalização por parte dos sócios ou acionistas. Não se pode ignorar, no entanto, que para a maioria das pequenas empresas brasileiras e mesmo para boa parte das médias, a diferenciação entre lucros retidos e capital de giro e entre este e passivo circulante pode ser suficientemente sutil para induzir a decisões perigosas.

Além disso, ainda que os administradores estivessem cientes dessas diferenças e do risco de financiar ativo permanente com capital de giro e passivo circulante, a oportunidade de investimento poderia ser tão interessante para a empresa que justificasse a assunção do risco. Neste ponto o conceito da probabilidade de sobrevivência no longo prazo (PSLP) citado por Martelanc (1998) poderia explicar tais decisões.

Sendo assim, uma conclusão possível desta investigação teórica, é que o modelo de financiamento das empresas brasileiras, e por que não das empresas familiares brasileiras, carrega uma aparente contradição interna. A forma de financiamento dos projetos de investimento que pretendem, entre outras coisas, perpetuar a empresa, pode ser fator determinante de seu fracasso no curto prazo.

Colocado de outra maneira, os recursos que, a princípio, aparentam o menor risco para a companhia são justamente aqueles que faltarão, provocando desequilíbrios financeiros e até econômicos capazes de subtrair valor considerável ao negócio.

Ainda resta investigar as razões que levam à ineficiência crônica do mercado de capitais brasileiro. O modelo de capitalismo no Brasil não parece ser tão democrático como em outros países mais desenvolvidos e atribuir ineficiências ao subdesenvolvimento não explica muito.

O já discutido apego do empresário brasileiro ao patrimônio pode ter influência decisiva no modelo de financiamento escolhido por nossas empresas. De que utilidade seria um eficiente mercado de capitais no Brasil se os empresários não admitem diluir a propriedade e o controle do negócio, ainda que objetivando crescimento?

Que fator é causa e que fator é consequência? Os empresários brasileiros não utilizam o mercado de capitais porque ele é ineficiente ou ele não se desenvolve porque os empresários brasileiros não se interessam?

A questão da disponibilidade e forma dos recursos para o financiamento das empresas brasileiras – sejam elas familiares ou não – precisa ser debatida mais profundamente.

É indiscutível que os déficits fiscais dos governos brasileiros prejudicaram o desenvolvimento do mercado de capitais. Mas por que esses déficits não foram combatidos pelas classes empresárias com a veemência necessária? Certamente não por falta de prestígio político ou poder econômico. Pode ser bastante sintomático que a

abertura das fronteiras comerciais do Brasil venha confluir – ainda que tardia e momentaneamente – para um equilíbrio de contas públicas, com queda nas taxas de juros internas e melhoria das condições de competitividade.

Possivelmente, as proteções alfandegárias à economia brasileira mantinham um ambiente adequado à forma de financiamento historicamente predominante. Com a diminuição dessas barreiras, a necessidade de fontes de capital de custo competitivo pode estar levando a elite empresária a produzir uma nova realidade conjuntural.

Provavelmente, o modelo de financiamento a longo prazo de nossas empresas jamais será idêntico ao americano por questões culturais. Mas se a economia global prevalecer, certamente o Brasil terá de gerar financiamento competitivo para suas empresas visando a sobrevivência.

## **3.2. Recomendações**

Nesta seção passa-se à recomendação de estudos mais aprofundados que busquem confirmar ou desmentir as conclusões teóricas desenvolvidas ao longo deste trabalho.

### **3.2.1. No âmbito dos Problemas de Agência**

No que diz respeito à relevância da abordagem dos problemas de agência como fatores determinantes de estrutura de capital em empresas familiares, deve-se destacar:

1. Se estes problemas constituem fator limitante na consecução dos objetivos da empresa familiar – e toda a literatura sobre empresas familiares assim indica – então deve-se investigar mais atentamente em que condições se pode encontrar maior alinhamento de interesse nessas companhias, sobretudo no que diz respeito ao papel do financiamento de longo prazo. Além disso, é necessário investigar a natureza e dimensão do impacto sobre os resultados do negócio produzido por interesses conflitantes entre administração e propriedade das empresas familiares.
2. Outro aspecto importante a ser melhor compreendido diz respeito à forma de condução da sucessão de propriedade do negócio familiar durante a sucessão do controle administrativo. É possível observar modelos distintos de sucessão gerando resultados bastante diversos. Sob essa ótica seria importante entender:

- a. O sucesso da empresa familiar independe do modelo de sucessão adotado? Que fatores determinam tais modelos e qual a relação entre o modelo de sucessão e a estrutura de capital utilizada?
- b. A transferência por herança de parcelas do capital de uma empresa gera o mesmo grau de comprometimento nos herdeiros que a venda dessas participações? A conquista de posições de liderança através da propriedade do negócio surte os mesmos efeitos de conquistas por mérito profissional?
- c. No caso de compra de participação, a origem dos recursos – próprios (mesmo que herdados dos sucedidos) ou de terceiros – pode influenciar o grau de comprometimento dos sucessores com os objetivos do negócio?

Para testar as proposições da Teoria de Agência, poder-se ia proceder a uma pesquisa comparativa de processos sucessórios nos quais: (1) os sucessores tenham adquirido, dos sucedidos, suas participações na sociedade através do endividamento do negócio; (2) os sucessores tenham adquirido, dos sucedidos, suas participações na sociedade através de recursos próprios e (3) os sucessores tenham recebido, como herança dos sucedidos, suas participações.

Entre os objetivos da pesquisa estaria a obtenção de resposta às seguintes questões:

1. Os conflitos existentes em torno da gestão do negócio e de seus recursos diminuiram após a transferência da propriedade e gestão da empresa? Em que caso eles são mais frequentes e/ou intensos?
2. Qual o grau de influência do(s) antigo(s) controlador(es) sobre a empresa após o processo sucessório em cada caso? E dos outros membros da família, como cônjuges, filhos, pais, anteriormente muito próximos aos membros sucedidos e sucessores?
3. O endividamento provocou maior alinhamento de interesses entre os interessados no negócio?
4. Como clientes, fornecedores e credores encararam o processo e qual seu grau de confiança no negócio depois da sucessão? O grau de profissionalismo percebido pelos diversos grupos de interesse em torno da firma melhorou? Quais são as expectativas para o negócio após o processo de sucessão.

5. Pode-se dizer que o modelo de financiamento da sucessão é capaz de influenciar seu grau de sucesso?
6. O que motivou a escolha do modelo de sucessão? O modelo escolhido foi capaz de atender às necessidades que geraram sua escolha?
7. A estrutura de capital adotada deveria cumprir algum papel específico no processo. O objetivo foi atendido?

### **3.2.2. No âmbito do Capital Paciente**

Entre os conceitos discutidos ao longo deste trabalho, o capital paciente está, certamente, entre aqueles de mais fácil compreensão. Estudando-se as trajetórias dos típicos empreendedores pode-se encontrar os vestígios do capital paciente em suas atitudes quotidianas.

De certa forma, a disposição para o investimento a longo prazo está mais profundamente enraizada no empreendedor que em qualquer outra pessoa ligada ao negócio, sobretudo quando se trata de sócio ou acionista não administrador.

Neste sentido, seria possível admitir que a postura paciente do empreendedor estaria no centro dos conflitos por recursos gerados no negócio? De outra forma, as diferentes expectativas existentes na família em relação à política de dividendos podem ser uma alavanca para os conflitos por recursos?

A resposta a esta questão pode explicitar uma grande contradição interna da empresa familiar. Se por um lado o capital paciente pode se constituir num importante diferencial competitivo para essas empresas, por outro pode ser um fator gerador de tensões e disputas.

Uma investigação mais profunda acerca dos princípios do capital paciente, das reais necessidades de investimento nas empresas familiares e das expectativas presentes em torno do controle dos recursos da empresa pode melhorar o entendimento da dinâmica familiar no que diz respeito à política de investimentos e dividendos adotada nos negócios.

Sendo assim, pesquisas futuras deveriam tentar esclarecer, entre outras dúvidas:

1. De que forma se manifesta o capital paciente na estrutura de capital das empresas familiares? Como é possível identificá-lo?
2. Empresas familiares investem proporção maior de seus lucros no negócio quando comparadas a empresas não familiares no mesmo segmento? A política de investimentos é fator determinante do sucesso dessas empresas?
3. O custo de capital de empresas familiares é mais baixo que o custo de capital de empresas não familiares operando no mesmo segmento?
4. A política de dividendos adotada por gestões familiares é diferente da política de dividendos adotada naquelas não familiares? Ela é fator determinante do sucesso dessas empresas?
5. Como se comportam os sucessores após assumirem o controle administrativo dos negócios com relação à política de investimentos e dividendos? Qual o impacto de eventuais mudanças dessas políticas sobre a lucratividade do negócio no longo prazo?
6. Os resultados auferidos por empresas familiares são superiores aos auferidos por empresas não familiares quando comparados a longo prazo? Empresas familiares que conseguem manter o controle no âmbito da família ao longo das gerações alcançam melhores resultados que empresas não familiares?
7. Empresas familiares se beneficiam de melhores reputações e marcas em função de sua política de capital?
8. Em que medida o prestígio social alcançado pelas famílias empresárias é sentido como parte dos benefícios de sua atividade profissional? Em que medida o prestígio social, assumido como recompensa pela aplicação paciente do capital, é tido como substituto do lucro?

Respostas a essas questões podem esclarecer sobremaneira as preferências familiares na escolha de estrutura de capital.



### 3.2.3. No âmbito da Assimetria de Informações

A primeira questão que se coloca acerca da validade dos pressupostos de assimetria de informações na empresa familiar diz respeito à possibilidade de utilização da estrutura de capital como elemento sinalizador das expectativas da administração.

A busca de respostas para as inúmeras dúvidas existentes pode se iniciar pela investigação da real capacidade de compreensão do contexto informacional por membros da família.

A teoria de assimetria de informações se desenvolveu tentando explicar o comportamento de investidores profissionais num mercado eficiente. Tomando-se o conjunto das condições do mercado de capitais brasileiro e os diversos agentes detentores de interesses numa organização familiar, em que medida políticas de investimentos e dividendos podem ser compreendidas como sinais das expectativas dos administradores?

Uma melhor compreensão desse contexto implica em respostas a diversas questões:

1. Num mercado de capitais onde os recursos para endividamento são escassos e excessivamente onerosos, a emissão de débito pode sinalizar expectativas positivas por parte da administração?
2. Conhecendo-se uma nova hierarquia preferencial de fontes de financiamento nos mercados emergentes – como discutido por Martelanc (1998) – quais das alternativas disponíveis sinalizariam como positivas ou negativas as expectativas da administração?
3. Como os diversos *stakeholders* avaliam a postura dos administradores relativamente à gestão de capital das empresas familiares? Questões culturais relativas à escolha de forma de financiamento influenciam as expectativas de acionistas externos?
4. As famílias empresárias são capazes de compreender esses contextos e manifestar suas expectativas de forma racional?
5. Dadas as restrições de capital dos mercados emergentes, não seriam as políticas de investimentos e dividendos mais importantes para a formação das expectativas de sócios ou acionistas externos que a forma de financiamento nas empresas familiares?

Outro aspecto importante a ser investigado é o da abordagem da utilização do nível de endividamento como ferramenta de controle de *overinvestment*. Como já foi discutido anteriormente, administradores maximizam sua utilidade investindo na manutenção e crescimento do negócio, mesmo quando essa decisão não é ótima do ponto de vista do sócio ou acionista externo.

Do ponto de vista da assimetria de informações na empresa familiar, o capital paciente pode se manifestar através de uma política de dividendos que privilegie investimentos no negócio em detrimento da distribuição de lucros aos acionistas. Essa política exacerba o risco de *overinvestment*.

A adoção de endividamento pode funcionar como sinalizador da distribuição de dividendos ao mesmo tempo em que controla os custos de investimentos em projetos de valor presente líquido negativo. Por outro lado pode impedir o investimento em projetos de valor presente líquido positivo.

Novas pesquisas nessa direção devem buscar elementos que expliquem o papel da estrutura de capital da empresa familiar no controle dos custos de *over* e *underinvestment* e na manutenção da coesão da família em torno dos objetivos da empresa.

Para tanto deve-se investigar:

1. Com que frequência empresas familiares investem em projetos de valor presente líquido negativo em detrimento da distribuição de dividendos? Essa frequência é maior ou menor que a observada em empresas não familiares?
2. Que proporção dos lucros é distribuída aos sócios ou acionistas de empresas familiares e não familiares?
3. Empresas familiares que adotam políticas de dividendos voltadas à liquidez para os acionistas experimentam maior coesão na família? Tais políticas implicam em deterioração do negócio? Existe alguma relação entre conflitos familiares e política de dividendos na empresa familiar?

### 3.2.4. No âmbito da Natureza do Produto

Partindo-se dos altos custos impostos aos consumidores de determinados produtos cuja produção foi descontinuada, tornou-se possível demonstrar a importância de políticas de liquidação que protejam os interesses de consumidores. O fundamento de tal conclusão está no risco de a empresa fornecedora do produto arcar, antecipadamente, com aqueles custos.

Por outro lado, empresas familiares demonstram forte apego às tradições e costumam adotar estratégias de fidelidade a seus consumidores que se tornaram marcas registradas de suas existências.

A associação de um conceito a outro leva imediatamente a algumas questões importantes:

1. Seriam as empresas familiares mais aptas a atuar em mercados cujas características se assemelhem às acima descritas?
2. Estaria essa maior aptidão relacionada a um custo de capital mais baixo proveniente de uma política de financiamento mais conservadora (associação do capital paciente com índices de endividamento mais baixos)?
3. A necessidade de estruturas de capital mais adequadas à operação sob tais condições poderia explicar decisões de financiamento feitas por empresas familiares?
4. Até que ponto a manutenção de estratégias de fidelidade a produtos e mercados representa uma vantagem competitiva para a empresa familiar?

A busca de respostas a essas questões, entre outras que se pode colocar, seria capaz de ampliar sobremaneira a compreensão do contexto da decisão de estrutura de capital na empresa familiar.

A investigação das vantagens produzidas pela reputação das Empresas Familiares no contexto da competição no mercado, função da suposta confiabilidade junto aos clientes, poderia demonstrar habilidades competitivas específicas, capazes de influenciar decisões de estrutura de capital. Tais decisões atenderiam expectativas do mercado consumidor, através da manutenção da produção de determinados itens de consumo tradicionais, e preservariam os hábitos do consumidor podendo significar benefícios à Empresa Familiar.

### 3.2.5. No âmbito do controle corporativo

Conforme mencionado anteriormente neste trabalho, o número de casos de Fusões e Aquisições envolvendo companhias brasileiras de controle familiar cresceu significativamente durante a década de 1990.

Muitas podem ser as razões para esse fato e algumas delas foram, inclusive, apresentadas durante este estudo. Porém, uma delas diz respeito mais especificamente ao tema desta dissertação.

Fusões e Aquisições são formas de reestruturação de capital, e por isso uma melhor observação da realidade brasileira desta década tem pertinência no âmbito deste trabalho. Seria certamente esclarecedor entender se as companhias controladas por famílias que passaram para as mãos de novos controladores durante a última década, enfrentavam dificuldades de financiamento no longo prazo. Parece lícito questionar:

1. Empresas familiares que passaram por processos de fusões ou aquisições no Brasil adotavam nível de endividamento diferente da média de seus mercados de atuação?
2. Padrões de endividamento mais elevados têm sido utilizados como mecanismo de defesa contra processos de aquisição ou têm sido uma das razões a motivar a venda do controle acionário?
3. Que porcentagem das empresas familiares envolvidas em processos de Fusões e Aquisições encontrava-se em fase de sucessão? Dentre tais empresas, quantas possuíam planejamento para a sucessão e quantas tinham sucessores claramente definidos?
4. Qual foi a importância dos processos sucessórios para o crescimento do número de negócios de Fusões e Aquisições no Brasil durante esta última década?
5. Qual ou quais eram as mais importantes carências dessas empresas? Capital? Tecnologia? Processos de Gestão? Que problemas a reestruturação de capital procurou solucionar?
6. Como evoluíram essas companhias a partir da reestruturação de capital?

7. Como se desenrolaram os processos internos às empresas familiares que resultaram na decisão de venda ou associação?

A compreensão das razões desse movimento de Fusões e Aquisições e de suas principais características, além do estudo mais detalhados de casos específicos, podem acrescentar muito ao entendimento do papel da estrutura de capital no cotidiano da empresa familiar e também em seus processos de sucessão

### **3.2.6. No âmbito da Economia dos Custos de Transação**

A importância da especificidade de ativos na decisão de financiamento poderia ser melhor investigada através da comparação entre os ativos utilizados por empresas mais fortemente alavancadas e aqueles de empresas financiadas predominantemente com capital próprio.

Além disso, comparar os ativos de produção de empresas mais especializadas em determinados mercados e/ou produtos com aqueles de empresas menos especializadas pode gerar conclusões importantes.

Para a compreensão da verdadeira importância da especificidade dos ativos para a decisão de estrutura de capital na empresa familiar, algumas questões devem ser respondidas:

1. Existe diferença na especificidade dos ativos utilizados por empresas familiares e não familiares? Em caso positivo, quais seriam as justificativas?
2. Em que medida a especificidade dos ativos influencia a decisão de concessão de crédito às empresas familiares?
3. Existem diferenças nos padrões de qualidade de produtos de empresas familiares e não familiares? Em caso positivo, elas poderiam ser explicadas pela especificidade dos ativos utilizados para a produção?

Essas questões podem ajudar a formar um conjunto de novos conhecimentos capazes de melhor orientar a escolha de estratégias de produção para empresas familiares brasileiras.

### **3.2.7. No âmbito das Restrições ao Financiamento**

Para o melhor entendimento do modelo de financiamento das empresas familiares brasileiras seria interessante investigar:

1. Como cada pressuposto específico da Teoria da Firma se adequa às condições de mercado de capitais ineficiente;
2. O grau de consciência dos administradores brasileiros acerca da natureza das fontes de financiamento escolhidas e dos riscos intrínsecos;
3. As preferências dos empresários em relação aos diversos modelos de financiamento de longo prazo em caso de ausência de restrições ao financiamento. Que natureza de financiamento seria preferida pelas empresas familiares brasileiras? Essa predileção pode sofrer influência de fatores culturais?
4. Como já colocado por Matias (1992): Qual é a capacidade gerencial dessas empresas [concordatárias, estudadas na tese de Doutorado](p. 87)?
5. O conceito da Probabilidade de Sobrevivência no Longo Prazo pode estar sendo utilizado pelas empresas familiares brasileiras, ainda que intuitivamente? De que maneira ele poderia influenciar os resultados das Sucessões Familiares no Brasil?

Investigações como essas poderiam explicar muitos dos hábitos de financiamento das empresas brasileiras assim como identificar preferências em condições menos ineficientes dentro do próprio Brasil. Paralelos poderiam ser traçados através da comparação das estruturas de capital típicas das economias americana e européias, buscando identificar influências culturais na escolha de estrutura de capital.

## **ANEXO: REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Amendolara, L. (1995). *Como evitar a guerra das sucessões*. São Paulo: Editora STS Publicações e Serviços Ltda.
- Applegate, J. (1999). Keep your firm in the family. *Journal of Small Business Management*, January, 88-93.
- Asquith, P. & Mullins Jr., D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.
- Bernhoeft, R. (1991). *Empresa familiar: sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida* (2<sup>a</sup> ed.). São Paulo: Nobel.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (1995). *Fundamentals of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Brennan, M. & Kraus, A. (1987). Efficient financing under asymmetric information. *The Journal of Finance*, vol. XLII, n° 5, 1225-1243.
- Brown, R. B. & Coverley, R. (1999). Succession planning in family business: a study from East Anglia, U. K.. *Journal of Small Business Management*, Vol. 37, Issue 1, January 1999, 93-97.
- Chaganti, R. & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Cohn, M. (1991). *Passando a tocha, como conduzir e resolver os problemas de sucessão familiar*. (M. do Nascimento Paro, Trad.) São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda.
- Copeland, T. E., Weston, J. F. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy* (3<sup>rd</sup> edition). California: Addison-Wesley Publishing Company.
- Cornett, M. M. & Travlos, N. G. (1989). Information effects associated with debt-for-equity and equity-for-debt exchange offers. *The Journal of Finance*, vol. XLIV, n° 2, 452-468.
- Davis, E. W. & Pointon, J. (1994). *Finance and the firm* (2<sup>nd</sup> edition) Oxford: Oxford University Press.



- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, June 1983, 375-393.
- Durand, J. C. (1985). Acesso à propriedade, gestão familiar e transmissão do patrimônio entre pequenos industriais têxteis de São Paulo. In H. Rattner (Org.). *Pequena Empresa: o comportamento empresarial na acumulação e na luta pela sobrevivência*. (pp 127-147). São Paulo: Brasiliense.
- Fama, E. F. (1988). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, June 1983, 327-349.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, June 1983, 301-325.
- Francis, B. C. (1993). Family business succession planning, a 10-step process can make it easier. *Journal of Accountancy*, August 1993, 49-51.
- Franco, V. H. M. & Carrazza, R. A. (Orgs.) (1999). *Código Comercial, código tributário nacional, constituição federal*. São Paulo: Editora Revisa dos Tribunais.
- Friend, I. & Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, vol. XLIII, 2, June 1988, 271-281.
- Gallo, M. A. & Vilaseca, A. (1998). A Financial Perspective on Structure, Conduct and Performance in the Family Firm: An Empirical Study. *Family Business Review*, vol. XI, nº 1, 35-47.
- Gallo, M. A. & Vilaseca, A. (1996). Finance in Family Business. *Family Business Review*, vol. IX, nº 4, 387-401.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M. & Lansberg, I. (1997). *De geração para geração* (N. Montingelli Jr., Trad.) São Paulo: Negócio Editora Ltda.

- Gitman, L. J. (1997). *Princípios de administração financeira* (7ª ed.). (J. J. Salim e J. C. Douat, Trad.) São Paulo: Editora Harbra Ltda.
- Handler, W. C. (1994). Succession in family business: a review of the research. *Family Business Review*, vol. VII, n° 2, 133-157.
- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n° 1, 297-355.
- Heinkel, R. & Zechner, J. (1990). The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, col. 25, n°1, 1-24.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *AEA Papers and Proceedings*, vol. 76, n°2, 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kale, J. R., Noe, T. H., & Ramirez, G. G. (1991). The effect of business risk on corporate capital structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 46(5), 1693-1715.
- Kayo, E. K. & Fama, R. (1997). Estrutura de Capital e o Ciclo de Vida: o endividamento de uma empresa em diferentes fases de crescimento. Artigo não publicado.
- Kayo, E. K. & Fama, R. (1997). *Estrutura de capital e oportunidades de crescimento: Uma análise de determinantes de endividamento em diferentes contextos empresariais*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.
- Lodi, J. B. (1989). *O fortalecimento da empresa familiar*. São Paulo: Pioneira.

- Martelanc, R. (1998). *Proposição e avaliação de política de hierarquização de fontes de financiamento sob restrições de capital*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.
- Martins, I. G. S., Menezes, P. L. & Bernhoeft, R. (Orgs). (1999). *Empresas Familiares Brasileiras*. São Paulo: Negócio Editora Ltda.
- Masulis, R. W. & Korwar, A. N. (1986). Seasoned equity offerings, an empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, 15, 91-118.
- Matias, A. B. (1992). *O instituto jurídico da concordata no Brasil como instrumento de recuperação econômica e financeira das empresas*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.
- Matias, A. B., Barreto, A. C. & Gorgati, V. (1996). Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidades de ocorrência de uma onda. *Anais do I Semead, Seminários em Administração* (pp 357-374) São Paulo: USP/FEA.
- Matthews, C. H., Vasudevan, D. P., Barton, S. L. & Apana, R. (1994). Capital structure decision making in privately held firms: beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, vol. 7, n° 4, 349-367.
- Mikkelson, W. H. & Partch, M. M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Narayanan, M. P. (1988). Debt versus equity under asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 23, n° 1, 39-51.
- Neubauer, F. & Lank, A. G. (1998) *The family business, its governance for sustainability*. New York: Routledge.
- Norton, E. (1991). Capital structure and small public firm. *Journal of Business Venture*, 6(4), 287-303.

- Oliveira, D. P. R. (1999). *Empresa familiar, como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo sucessório*. São Paulo: Editora Atlas S/A.
- Post, A. M. (1994) *Anatomy of a merger – the causes and effects of mergers and acquisitions*. London: Prentice Hall.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Smith, C. W. & Warner, J. B. (1979). On financial contracting, an analysis of bond covenants. *The Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financial policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 13, 137-151.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling: an empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183.
- Visscher, F. M. de, Aronoff, C. E. & Ward, J. L. (1995). *Financing transitions: managing capital and liquidity in the family business*. Georgia: Business Owner Resources.
- Williamson, O. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. In O. Williamson (Org). *The Mechanisms of Governance*, 171-194. Oxford: Oxford University Press.

Nome do arquivo: Dissertação\_documento final  
Pasta: C:\COLEGIADOS\FEA\Vlamir  
Modelo: C:\Documents and Settings\cliente\Dados de aplicativos\Microsoft\Modelos\Normal.dot  
Título: CAPÍTULO 1: O PROBLEMA  
Assunto:  
Autor: Vlamir Gorgati  
Palavras-chave:  
Comentários:  
Data de criação: 12/2/2001 14:19  
Número de alterações:3  
Última gravação: 12/2/2001 14:21  
Gravado por: CCE - USP  
Tempo total de edição: 3 Minutos  
Última impressão: 12/2/2001 14:33  
Como a última impressão  
Número de páginas: 116  
Número de palavras: 32.226 (aprox.)  
Número de caracteres: 183.693 (aprox.)