

EDITAL PROGEP Nº 36/2022/FAGEN

Espelho para correção da prova escrita.

Tema sorteado: Custo de Capital (WACC) e Estrutura de Capital;

1 Pertinência temática e abordagem teórico conceitual: densidade teórica; capacidade crítica (50 pontos)

Nesse tópico o candidato deve demonstrar conhecimento teórico no sentido de argumentar de forma referenciada através de estudos históricos e contemporâneos qual a relevância da política de endividamento. A argumentação deve abordar as proposições de Modigliani e Miller e outros estudos recentes. Deve enfatizar os riscos financeiros e os retornos esperados, bem como o custo médio ponderado de capital sem impostos e após impostos. Além disso, com os aspectos tributários, discutir a questão de quanto as empresas devem pedir emprestado, abordando os custos das tensões financeiras envolvendo inclusive falências. Deve discutir a hierarquia das fontes de financiamentos e as principais teorias “*trade off x pecking order*” e seus reflexos nas decisões de endividamento.

O candidato deve apresentar capacidade de abordar o tema com pertinência temática, abordagem teórico- conceitual e sistêmica. Deve articular com clareza e coerência as ideias no desenvolvimento do tema, com adequação do texto ao ensino superior e enfatizar as referências adequadas utilizadas.

2 Habilidade na expressão escrita e domínio aos padrões da língua culta (15 pontos)

Nesse tópico o candidato deve apresentar habilidade na expressão escrita e domínio aos padrões da língua culta; capacidade de articular ideias com precisão, vocabulário e correção gramatical, com a utilização correta das articulações gramaticais, fazendo com que o texto se apresente de forma clara, com ideias encadeadas, em que se identifique a associação consistente de elementos do texto. O candidato deve demonstrar domínio da língua portuguesa com relação à ortografia, acentuação, pontuação, concordâncias nominal e verbal, além do vocabulário técnico referente ao tema Custo de capital e estrutura de capital.

3 Organização do texto em termos de apresentação, conteúdo e conclusão (15 pontos).

O candidato deve apresentar, na estruturação do texto, contextualização introdutória enfocando a relevância do estudo de custo de capital e estrutura de capital, bom desenvolvimento do tema com fundamentação teórica, além de conclusão colocando a opinião do autor / candidato a respeito da relevância do estudo do tema.

4 Objetividade e consistência dos argumentos (10 pontos)

Nesse tópico espera-se que o candidato possa apresentar a evolução dos estudos de custo de capital e estrutura de capital de forma evolutiva e com argumentos fundamentados em estudos científicos.

5 Apresentação de questões problema da área, articuladas com o domínio do tema e fundamentação teórica pertinente (10 pontos).

Espera-se que o candidato possa problematizar a questão de custo de capital e estrutura de capital de forma fundamentada conceitualmente, apresentando a contemporaneidade do tema, numa sua visão crítica e indicando possíveis lacunas para novos estudos.

Referências básicas citadas no edital:

I- ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 7ª. ed. São Paulo: Atlas 2014.

II- BREALEY, R.A.; MYERS, S.C.; ALLEN, F. Princípios de Finanças Corporativas. 10ª. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2013.

III- ELTON, Edwin; GRUBER, Marn; BROWN, Stephen. Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos. Elsevier Brasil, 2012.

Uma possível abordagem na prova escrita constante das referências indicadas no edital do concurso.

De acordo com Brealey, R.A.; Myers, S.C. e Allen (2013), o recurso básico de qualquer empresa é a corrente de fluxos de caixa produzida pelos seus ativos. Quando a empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos esses fluxos de caixa pertencem aos acionistas. Quando se endivida ou quando emite ações, a empresa divide os fluxos de caixa em duas partes: uma, relativamente segura, que se destina aos detentores dos títulos de dívida, e uma outra, com maior risco, que se destina aos detentores de ações.

A composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa é conhecida por estrutura de capital. Obviamente, a estrutura de capital não é apenas "dívida *versus* capital próprio". Há vários tipos de dívida, pelo menos dois tipos de ações (ordinárias e preferenciais) e produtos híbridos como as obrigações conversíveis. A empresa pode emitir dúzias de títulos distintos, sob inúmeras combinações, mas tenta encontrar a combinação particular que maximize o seu valor total de mercado.

Tais tentativas são justificáveis? Tem-se que considerar a hipótese de *nenhuma* combinação ser mais atraente do que qualquer outra. Talvez as decisões realmente importantes sejam as que dizem respeito aos ativos da empresa, e as decisões sobre a estrutura do capital não passem de meros detalhes — questões para serem consideradas, mas não essenciais.

Modigliani e Miller (MM), que mostraram que a política de dividendos não interessa em mercados de capitais perfeitos, também demonstraram que as decisões de financiamento são irrelevantes em mercados perfeitos. A sua famosa "proposição I" estabelece que uma empresa não pode alterar o valor *total* dos títulos emitidos por meio da simples divisão dos seus fluxos de caixa por diferentes correntes: o valor da empresa é determinado pelos seus ativos reais e não pelos títulos que emite. Desse modo, a estrutura de capital é irrelevante, desde que a decisão de investimento da empresa seja considerada como dada.

A proposição I de MM condiz com uma completa separação entre as decisões de investimento e as de financiamento. Isso significa que qualquer empresa poderia utilizar

os métodos de decisão de investimento sem se preocupar com a origem s do dinheiro destinado aos investimentos. Numa abordagem que se admite que o financiamento era integralmente suportado por capitais próprios e sem de fato preocupar com esse aspecto, sendo e a proposição I válida, será esse, exatamente, o método correto. Se a empresa recorrer a uma combinação de dívida e capitais próprios, o custo total do seu capital será exatamente o mesmo que o custo dos capitais próprios, como se o financiamento fosse integralmente efetuado por meio deles.

Acredita-se que, na prática, a estrutura do capital realmente interessa, mas, apesar disso, a análise da argumentação de MM é fundamental. Se não compreender completamente as condições em que a teoria de MM é válida, dificulta compreender claramente por que uma dada estrutura de capital é melhor do que outra. O gestor financeiro precisa conhecer que tipos de imperfeições deverá procurar no mercado.

Por exemplo, a empresa pode inventar um título novo que a sua clientela esteja disposta a comprar por um preço com prêmio, aumentando, assim, o valor total de mercado da empresa.

Conclui-se na proposição de MM que raramente a política de endividamento é relevante nos mercados de capitais que funcionam bem e sem impostos. Poucos responsáveis financeiros aceitariam essa conclusão como um guia prático. Se a política de endividamento não fosse importante, então não deveriam se preocupar com ela — as decisões de financiamento seriam delegadas aos subalternos. Contudo, os gestores financeiros se preocupam, de fato, com a política de endividamento.

Se a política de endividamento fosse completamente irrelevante, os índices de endividamento efetivos deveriam variar aleatoriamente de empresa para empresa e de setor para setor. Quase todas as companhias aéreas, as empresas de serviços públicos, os bancos e as empresas de promoção imobiliária, no entanto, sempre recorrem ao endividamento. Esse também é o caso de muitas empresas de setores de capital intensivo como a siderurgia, a indústria do alumínio, as químicas, as petrolíferas e as minas. Por outro lado, é raro encontrar uma empresa farmacêutica ou uma agência de publicidade que não seja predominantemente financiada por capital próprio. Empresas de "crescimento" acentuado raramente utilizam muita dívida, apesar da sua rápida expansão e das frequentes necessidades de altos aportes de capital.

A explicação desses padrões de comportamentos reside, em parte, nos aspectos que são ignorados nos estudos iniciais da abordagem. Ignora-se, constantemente, os impostos. Admite-se a falência como barata, rápida e indolor. Isso não é assim, e há custos associados às tensões financeiras, mesmo que a falência legal acabe por ser evitada. Ignora-se os potenciais conflitos de interesses entre os detentores dos diversos títulos emitidos pela empresa. Não considera-se, por exemplo, o que acontece aos credores "mais antigos" da empresa quando é emitida um novo título de dívida ou quando uma alteração da sua estratégia de investimento a arrasta para uma atividade com maior risco. Ignora-se os problemas de informação que favorecem a dívida em relação ao capital próprio quando se torna necessário angariar fundos com novas emissões de títulos. Ignora-se o efeito positivo da alavancagem financeira sobre os gestores nas suas decisões de investimento e de distribuição de dividendos.

Todos esses aspectos: primeiro, os impostos; depois, os custos da falência e das tensões financeiras vai nos conduzir aos conflitos de interesse e aos problemas da informação e dos incentivos. Acaba-se por ter de admitir que a política de endividamento é, de fato, importante sem, contudo, desprezar os estudos de MM com impostos.

O candidato deve debruçar sobre a hierarquia das fontes de financiamentos abordando as teorias de Trade-Off (Teoria do equilíbrio) e Pecking Order (Teoria da Hierarquia das fontes).

As fontes de financiamento a projetos deve avaliar a oportunidade de investimentos contemplando a previsão dos fluxos de caixa incrementais, após impostos, originados pelo projeto, admitindo que o projeto é exclusivamente garantido por capital próprio; a estimativa do risco do projeto; a estimativa do custo de oportunidade do capital, isto é, da taxa de retorno esperada oferecida aos investidores por ativos de risco equivalente transacionados nos mercados de capitais e; o cálculo do VPL, utilizando a fórmula dos fluxos de caixa descontados. **(O candidato pode apresentar abordagem prática).**

Assaf Neto (2014) contextualiza o desenvolvimento de custo e estrutura de capital em conjunturas economicamente desenvolvidas, onde determinadas características externas às empresas costumam ocorrer com maior intensidade. Dentre elas: presença de taxas de juros homogêneas e livremente praticadas pelo mercado; presença de equilíbrio entre agente econômicos superavitários e deficitários e instituições de instrumentos financeiros, de modo que todos os participantes de mercado tenha seus desejos de captação e aplicação satisfeitos; ausências de controles artificiais no mercado que impeçam seu funcionamento natural; ausência de um nível de inflação que seja relevante para influir nas decisões financeiras do mercado.

O candidato deve, concluindo, contextualizar a relevância ou não das decisões das fontes de financiamento, inserindo alguma lacuna de possibilidade de estudos futuros em função da sua abordagem.

Referências

ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 7ª. ed. São Paulo: Atlas 2014.
BREALEY, R.A.; MYERS, S.C.; ALLEN, F. Princípios de Finanças Corporativas. 10ª. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2013.
[outras].