

2 Risk Management e Governança Corporativa

Poucos temas são tão discutidos, nos últimos tempos, como Risk Management e Governança Corporativa. Perceber as melhorias advindas através de boas práticas, a importância da Governança Corporativa e a necessidade de existirem controles internos confiáveis em conjunto com exigências legais recentes fazem com que o *RiskManagement* seja uma ferramenta eficiente e que garanta as adequações exigidas pelo mercado.

2.1.Mecanismos de Governança Corporativa

Segundo Perobelli (2004), os principais elementos da chamada Visão Contratual da Empresa, desenvolvida por Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983) são os conflitos de agência e acontecem quando um gestor vai a mercado obter recursos destinados à manutenção da atividade produtiva da empresa, que se pode obter tanto por novos acionistas quanto por credores, variando de acordo com o instrumento de captação. Contratando esses recursos, surge uma relação importante para ambas as partes, que não pode ser eliminada: gestores precisam de fundos de investidores e investidores precisam da experiência dos gestores em gerar retorno sobre o capital investido. Como os investidores, donos desses recursos, e os gestores, controladores dos mesmos, estão separados, os investidores devem encontrar formas de ter uma garantia de retorno dos recursos por eles investidos. Assim sendo, é observado que conflitos de agência são derivados das dificuldades que os investidores enfrentam de maneira a garantir que seus recursos não sejam expropriados ou desperdiçados em negócios sem atratividade. Ou seja, que os gestores, como indivíduos que maximizam sua utilidade, não agirão de acordo com que apenas interesses pessoais sejam defendidos.

Uma forma para que este tipo de conflito seja evitado seria firmando contratos entre investidores e gestores que especificassem qual seria o destino dado pelos gestores aos recursos levantados e como seriam divididos os retornos gerados entre as partes envolvidas.

Todas as contingências possíveis de acontecer após a assinatura dos contratos deveriam ser contempladas pelos mesmos. Porém, ocorre um problema de não ser possível prever todas as contingências futuras, o que inviabiliza a perfeição dos contratos.

Seria razoável que os investidores, que precisam garantir o retorno sobre o capital investido, detivessem tal controle, decidindo sempre que os fatos não calculados ocorressem.

Entretanto, os investidores, por não terem o conhecimento capaz de maximizar a utilidade de seu capital, confiam-no aos gestores. Assim é esperado, que em emergências, os gestores saibam melhor como lidar com este tipo de situação. Não existe a perfeição em contratos, por isto investidores e gestores deveriam ter direitos de tomarem decisões em ocasiões que não foram previstas em contratos. A questão é saber quem deteria tais direitos de decisão.

É esperado que os gestores detenham além do controle arbitrário sobre alocação de recursos, também os direitos residuais de controle. Assim, os investidores aparentemente ficam desprotegidos perante os amplos poderes dos gestores. Isto se agrava quando existem muitos investidores com pouca informação.

Para tentar diminuir este problema, foi criada a Governança Corporativa, que são medidas legais e econômicas usadas durante o processo de produção de maneira que tente garantir a segurança dos investidores.

É possível que os poderes do agente sejam limitados pelos acionistas e credores, criando uma proteção da expropriação de riqueza, porém haverá redução na lucratividade da empresa e, em conseqüência, seu valor.

No caso de os mecanismos legais serem altamente dispendiosos ou não-eficientes, surgem mecanismos econômicos buscando reduzir os problemas de agência. O controle acionário concentrado é um deles e teria a justificativa dos acionistas majoritários estarem presentes em mercados pouco desenvolvidos em se tratando de sistemas legais de proteção. Há uma redução no risco de desapropriação de capital dos investidores e os mesmos poderão ter maior controle sobre os recursos investidos ao possuir grandes blocos de ações com direito a voto. Porém, existem riscos oriundos dessa ação.

O primeiro é relativo aos recursos diversificados que os investidores majoritários detêm. A diversificação do valor investido pelo acionista, aplicando

em cada empresa um capital menor, diminui as probabilidades de perda de seu capital. Desta maneira, o investidor deve montar uma carteira com o objetivo de retornos maximizados e riscos reduzidos.

O segundo acontece porque os acionistas majoritários possuem maior encorajamento do que os próprios gestores a investir em projetos com maior risco, migrando o risco de falência aos credores e a expropriar riquezas dos acionistas minoritários. Eles são interessados em obter maiores taxas de retornos nos projetos, mesmo que seja menos provável obter sucesso. Caso o projeto seja bem sucedido, o acionista é recompensado com o retorno gerado. Porém, caso represente prejuízo, há uma divisão de responsabilidades entre acionistas e credores.

O terceiro custo de agência relacionado à concentração de ações se deve ao fato de que investidores majoritários têm maior estímulo a expropriar riqueza dos empregados e gestores. Sendo expropriados, esses stakeholders estarão menos incentivados a investir em suas aptidões e potenciais, empobrecendo o capital humano da empresa e reduzindo sua eficiência.

2.2. Adicionando Valor a Firma com Risk Management

Alguns dos benefícios gerados pelo gerenciamento de risco são: o aumento da transparência das informações da empresa aos seus investidores e a conseqüente redução dos custos de capital próprio e dívida, proteção contra grandes perdas financeiras, previsibilidade maior dos resultados e a capacidade de controle e monitoramento dos riscos incorridos. Desta forma o valor da firma pode ser potencializado por ter melhora na sua gestão própria, resultados otimizados e riscos diluídos.

O gerenciamento de risco é relevante onde existam as imperfeições de mercado, capazes de alterar o fluxo de caixa após efeitos tributários das companhias. Pelo menos quatro imperfeições de mercado justificam o gerenciamento de risco, Perobelli (2004) descreve como:

1. Custo de falência:

O custo de falência também seria classificado como um custo de agência relacionado à obtenção de dívidas. A existência de custo de falência também justifica a utilização de um sistema de gerenciamento de risco.

Os custos de falência podem ser divididos em diretos e indiretos. Para alguns autores, os custos indiretos têm maior relevância do que os diretos. Conforme Myers (1977) e Myers e Majluf (1984), os custos indiretos de falência incluem a redução dos ativos intangíveis da empresa e o possível não investimento em projetos economicamente viáveis, ou subinvestimentos. No caso de subinvestimentos, o valor da dívida contratada é maior do que o valor incremental gerado pelo projeto, criando um desestímulo para este investimento. Com o gerenciamento de risco, o problema de subinvestimento é menor, dado que o valor da dívida torna-se menos sensível ao investimento incremental e ao controle da variabilidade dos fluxos de caixa.

Possíveis variações no valor da empresa podem ser geradas com os custos diretos de falência, porque, caso a empresa venha a falir, seus fluxos operacionais passam a ser distribuídos com terceiros, além de acionistas e credores.

Se a probabilidade de falência for tangível aos olhos dos investidores, estes custos estarão embutidos no valor da empresa. O mesmo acontece com empregados, clientes, fornecedores e credores. Empregados exigirão maiores salários ou farão menores esforços no trabalho; clientes, ao pensarem que ficarão desassistidos, evitarão comprar seus produtos; fornecedores diminuirão prazo dos contratos; e credores exigirão maiores taxas e menos flexibilidade nos pagamentos.

Com um gerenciamento de risco capaz de controlar a probabilidade de falência da empresa, e assim eliminar os custos de falência, seu valor presente tende a aumentar. Assim, as empresas poderão aumentar e melhorar seu nível de endividamento sem um aumento nos custos de falência, trocando capital próprio por dívida mais barata, obter benefícios fiscais e utilizar alavancagem financeira para gerar valor para os acionistas.

2. Alavancagem:

A alavancagem financeira é utilizada, por alguns autores, como uma medida de custo de falência, visto que empresas mais alavancadas têm um maior estímulo a fazer hedge visto que existe uma maior probabilidade de falência. Graham e Rogers (2000) encontram evidências que o gerenciamento de risco pode reduzir os custos de subinvestimento e financial distress.

3. Incentivos tributários:

Mayers e Smith (1982) e Smith e Stulz (1985) mencionam que, caso a empresa esteja sujeita a uma carga tributária que seja uma função convexa de seus lucros (taxas marginais maiores à medida que seus lucros aumentam), a existência de um gerenciamento de risco pode reduzir o valor esperado dos tributos a pagar, através da redução da volatilidade dos resultados a serem tributados.

Considerando os incentivos tributários que podem ser gerados com a utilização de capital de terceiros, a empresa pode ser mais capaz de contrair dívidas dada a utilização de uma gestão de riscos, que é observada como um incentivo tributário indireto. Desta forma é esperada uma relação positiva entre nível de endividamento e a gestão de riscos.

4. Incapacidade de diversificar perfeitamente os riscos via mercado:

Um fato que ocorre é que comumente os agentes econômicos tenham certo grau de repulsa ao risco. Com uma parte de seu capital associada a uma companhia, estes agentes ficam expostos a um risco idiossincrático. Assim, é necessária uma política de gerenciamento de risco, dado que segundo Stulz (1996), a ausência de diversificação faz com que as taxas de retorno exigidas por estes agentes compensem o risco total incorrido e não apenas o risco sistêmico. Assim acontece uma elevação do custo de capital da empresa simplesmente por ocorrer uma incapacidade de diversificação.

Podemos observar que para um gerenciamento de risco se tornar mais ou menos relevante em uma empresa, deve ir além do controle de seu fluxo de caixa ou outros indicadores financeiros. A necessidade de gerenciar riscos corporativos é demonstrada onde há a presença de imperfeições de mercado, dado que elas têm a capacidade de impactar o fluxo de caixa das empresas.