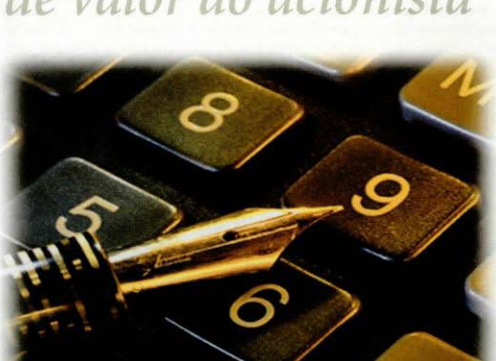
Um case de GVA

Criação ou destruição *de valor ao acionista*



A COMPETITIVIDADE, A VELOCIDADE COM QUE ESTÁ OCORRENDO A TRANSformação dos negócios e a globalização dos mercados exigem dos gestores das empresas atitudes e técnicas cada vez mais eficazes e que propiciem respostas com alternativas rápidas, tangíveis e claras. A tendência de redução de custos e melhoria contínua estão presentes e continuarão a forçar as empresas a buscar saídas inteligentes, visando sempre crescer e melhorar os resultados. Entender realmente o que está acontecendo com as atividades e com o resultado econômico é fundamental.

Com certeza não é tarefa fácil e a procura por novos sistemas de decisão está sendo cada vez mais intensa. Por outro lado, existem novidades a toda hora, o que novamente se traduz na necessidade de constante pesquisa sobre a incorporação ou não dessas tecnologias. É importante relembrar alguns dos quesitos que transformam uma empresa e permitem incluí-la entre "as empresas mais admiradas do mundo". São eles:

- Qualidade geral da administração, dos produtos e serviços;
- Capacidade de inovação, compromisso com a comunidade e respeito pelo meio ambiente;
- Destaque na atuação internacional;
- Valor como investimento de longo prazo;
- Solidez financeira e uso adequado do patrimônio dos acionistas.

Percebe-se claramente a necessidade de atualização e adoção de estratégias competitivas de longo prazo para a obtenção de resultados econômicos duradouros. Em suma, para ter sucesso, uma empresa precisa de instrumentos que lhe permitam reestruturar e reinventar sua maneira de agir, trabalhar e competir.

Nos últimos anos, a área de finanças tem-se utilizado dos conceitos de criação de valor ao acionista como metodologia de monitoramento da performance econômico-financeira. Os conceitos de criação de valor ao acionista, como o MVA (*Market Value Added* — Valor Adicionado pelo Mercado), e o EVA (*Economic Value Added* — Valor Econômico Adicionado), têm estado em evidência tanto no mundo acadêmico, quanto no meio dos analistas do mercado financeiro nos EUA e no Brasil.

O livro *The Quest for Value*, de G. Bennett Stewart, III de 1991 e o artigo *The Real Key to Creating Wealth*, publicado pela revista *Fortune* em setembro de 1993, representam o marco inicial da metodologia de mensuração da criação de valor

ao acionista — MVA e EVA. Apresentam fundamentação teórica e citam exemplos dos resultados obtidos com sua utilização. Esses conceitos são aplicáveis a empresas com ou sem fins lucrativos, para os investidores em geral e para os acionistas propriamente ditos. O EVA é conceitualmente definido como o NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes* — Lucro Operacional após o Imposto de Renda), deduzido do respectivo WACC (*Weighted Average Cost of Capital*/Custo Médio Ponderado de Capital). O WACC deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido. Os componentes utilizados para obtenção do EVA são o NOPAT e os Encargos do Capital.

De acordo com Stewart (p. 86), NOPAT é o lucro operacional derivado das operações da empresa deduzido o valor do imposto de renda, mas antes da dedução dos encargos do capital. Como o NOPAT não depende e também não é influenciado pela alavancagem financeira da empresa, apresenta uma visão clara do resultado das operações do negócio, bem como *disclosure* do desempenho operacional da empresa. Em outras palavras, é o lucro operacional obtido para suportar os retornos de caixa requerido pelos investidores e proprietários.

Os encargos de capital representam o produto do montante do capital aplicado na empresa pelo WACC, ou seja, o fluxo de caixa requerido pelos investidores e proprietários para compensar o risco do investimento dos recursos aplicados na empresa.

Portanto, a fórmula básica de cálculo do EVA[1] é:

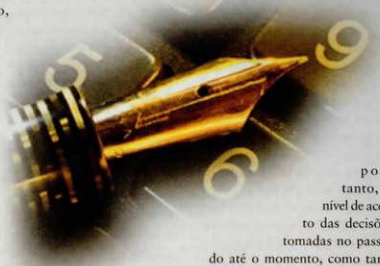
EVA = NOPAT menos $ (Valor Monetário) do Custo de Capital

Onde:

$ do Custo de Capital = WACC x Capital Aplicado

WACC = (Passivo Oneroso x Taxa média do Custo do Capital após I.R.) + (Patrimônio Líquido x Custo do Capital Próprio)

Portanto, há criação de valor quando o NOPAT for maior que o custo do capital aplicado no negócio. Da mesma maneira, há destruição de valor quando o NOPAT for insuficiente para cobrir o custo do capital requerido pelos investidores e acionistas. O EVA é, portanto, uma medida de performance financeira que utiliza o conhecido conceito de Lucro Residual ou Lucro Econômico, assim como se baseia nos princípios modernos de Finanças Corporativas.



As diferenças básicas no valor encontrado pelo EVA quando comparado com os conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro Líquido, Lucro por Ação, ROI e ROE, devem-se ao fato de o EVA considerar o custo monetário de todo o capital aplicado, o risco do negócio, o valor do dinheiro no tempo, além dos ajustes nas demonstrações financeiras.

O foco e o entendimento da metodologia de criação de valor farão com que a administração da empresa concentre-se no incremento da riqueza aos acionistas e elimine as distorções resultantes da utilização de dados históricos dos registros contábeis. Proporciona aos gestores um novo enfoque sobre os negócios e permite a introdução de planos de remuneração variável baseada na evolução do desempenho. Assim, possibilita e fortalece a visão de participação naqueles resultados que criam valor, fazendo com que os gestores se sintam e passem a agir como proprietários.

Por outro lado, o conceito do MVA representa uma medida cumulativa de performance em valores monetários da empresa, isto é, indica quanto o valor de mercado das ações da empresa tem adicionado valor aos acionistas, quando comparado com o valor originalmente investido. Da mesma maneira, mas sob a ótica de mercado, o MVA reflete os resultados financeiros, demonstrando se a empresa criou ou destruiu riqueza. Demonstrará, portanto, o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o momento, como também os resultados futuros dos EVA trazidos a valor presente.

Maximizar o valor do MVA deverá ser o objetivo principal de qualquer empresa que está empenhada na criação de valor e pretende adicionar valor sustentado aos seus acionistas. Em conjunto com o MVA, o EVA ajudará a priorizar e estabelecer metas internas e externas, de curto e de longo prazos, direcionando a administração da empresa para decisões estratégicas com foco na Criação de Valor ao Acionista. A definição básica do MVA é:

MVA = Valor de Mercado da Empresa – Valor Investido pelo Acionista

MVA = Valor presente dos futuros EVA.

Os benefícios proporcionados pela utilização da metodologia com foco na criação de valor, se dão em especial quando há: erosão ou perda do valor econômico do negócio e/ou da empresa; mudanças na liderança da empresa e/ ou da influência dos acionistas; necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance econômica; adaptação a novas realidades do mercado.

Diferentemente dos métodos tradicionais de análise financeira, a abordagem com foco na criação de valor possibilita avaliar, através de instrumentos adequados, as alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados. Proporciona vantagens competitivas ao negócio, criando valor pela melhoria operacional e econômica, através de:

- tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar

os recursos que criam valor para a empresa / unidade de negócios;

- análise da estrutura dos recursos aplicados considerando o desempenho e evolução da receita, com o controle dos gastos e com a melhoria do resultado operacional;
- análise da estrutura e do custo de capital, bem como a sua influência passada e futura;
- transformação dos gestores com visão de proprietário, fazendo com que eles passem a agir e se sentir como acionistas, pela participação ilimitada naqueles resultados que criam valor uma vez alcançadas as metas estabelecidas. É dentro deste contexto que empresas de sucesso e que constam do *ranking* das "500 da Fortune" já utilizam a abordagem de Criação de Valor ao Acionista — EVA e MVA. São elas: Coca-Cola, Wal-Mart, AT&T, Quaker Oats, Briggs & Stratton, U.S. Postal Service, Eli Lilly, Equifax e SPX Corporation, entre outras.

No Brasil o assunto é relativamente novo e ainda não temos exemplos completos ou divulgados de aplicação dessa metodologia. Nas demonstrações financeiras publicadas em 1996, a Brahma informa que iniciou a aplicação da metodologia do EVA. Sabe-se também que Aços Villares, Globopar, Andrade Gutierrez, Alcan e Spal, entre outras, estão utilizando essa abordagem. Vamos analisar o caso ilustrativo da Brahma-Consolidado durante o período de 1995 a 1998, considerando os indicadores (tabelas):

Indicadores	1995 (%)	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)
NOPAT – Capital aplicado	18,7	18,4	18,8	13,0
NOPAT – Vendas líquidas	8,1	15,4	18,2	12,4
EVA – Capital aplicado	8,9	10,5	8,4	1,0

Os indicadores de Patrimônio Líquido e Passivo Oneroso demonstram a percepção da administração da empresa na avaliação e implementação de uma nova estrutura de capital iniciada em 1995. Pode-se inferir que a mudança de postura da empresa teve como objetivo criar valor ao acionista, utilizando a metodologia do EVA. A comprovação da eficácia desta estratégia se consolida com as melhorias observadas nas análises dos anos seguintes, o que pode ser confirmado com a interpretação dos indicadores.

Análise horizontal	1995* (%)	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)
Capital aplicado	100	194	243	260
Patrimônio líquido	100	125	137	144
Passivo oneroso	100	174	245	293
Vendas líquidas	100	101	109	118
NOPAT	100	192	244	181
EVA	100	230	230	27
EVA-II	100	194	197	50
Dividendos pagos	100	874	195	186
Preço das ações	100	150	179	131

*1995 é o ano base.

Visando adequar-se a essa nova política, a empresa pagou aos acionistas dividendos expressivos no início de 1996, correspondente a 41% do Patrimônio Líquido. Como resultado, o Patrimônio Líquido permaneceu praticamente estabilizado, enquanto as necessidades permanentes de capital foram financiadas com empréstimos crescentes.

O uso de alavancagem financeira em conjunto com a gestão operacional elevaram expressivamente o NOPAT no período, demonstrado por um crescimento de 92% em 1996, 144% em 1997 e 81% em 1998. Com comportamento inicialmente muito expressivo, o crescimento do EVA foi de 130% de 1995 a 1996. Em 1997 manteve-se o nível do ano anterior, diminuindo para somente 27% em 1998. A mudança na estratégia de mercado alterou sensivelmente as margens e o resultado operacional em 1998, diminuindo respectivamente o NOPAT e o EVA do período.

Por outro lado, percebe-se que quando consideramos as receitas financeiras no cálculo do EVA-II, o resultado comparado é favorável somente em 1998, devido principalmente à diminuição do resultado operacional e à manutenção das receitas financeiras. Ainda considerando o caso da Brahma-Consolidado, vamos analisar outros três importantes indicadores para a criação de valor (ver tabela).

Quando comparamos os indicadores de NOPAT com o capital aplicado e com as vendas líquidas, identificamos a expressiva produtividade e capacidade da empresa na utilização dos recursos operacionais, assim como na geração de receita. O conjunto de indicadores em questão sugere que a empresa se beneficiou fortemente com a incorporação da metodologia com foco na criação de valor ao acionista, estando preparada e posicionada estrategicamente no mercado.

Concluímos assim que os novos instrumentos de criação de valor ao acionista disponíveis aos investidores, analistas, empresários e à comunidade proporcionam avaliar de maneira mais eficaz, com a rapidez que o mercado exige, o resultado das estratégias adotadas pelas empresas, diminuindo a fragilidade de análise e aumentando a qualidade de resposta. Em outras palavras, a empresa cria valor. ■

OSCAR MALVESSI
Professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas

[1]Ver Stewart G.B. III, (1991). *The Quest for Value*, Cap. 4