

## CRIAÇÃO OU DESTRUIÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA



Revista Conjuntura Econômica – 01/2000

*Oscar Malvessi\**

COMPETIVIDADE, A VELOCIDADE COM QUE ESTÁ OCORRENDO A TRANSFORMAÇÃO dos negócios, 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 lembrar alguns dos quesitos que transformam uma empresa e permitem incluí-la entre “as empresas mais admiradas do mundo”<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> Fortune, October 11, 1999.

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<sup>TM2</sup>, (*Market Value Added* – Valor Adicionado pelo Mercado), e o EVA<sup>TM</sup> (*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<sup>TM</sup> e EVA<sup>TM</sup>. Apresentam fundamentação teórica e citam exemplos dos resultados obtidos com sua utilização.

Esses conceitos são aplicáveis a empresas com ou sem fins lucrativos<sup>3</sup>, para os investidores em geral e para os acionistas propriamente ditos.

O EVA<sup>TM</sup> 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<sup>4</sup>.

Os componentes utilizados para obtenção do EVA<sup>TM</sup> são: o NOPAT e os Encargos do Capital.

De acordo com Stewart, (pg. 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.

---

<sup>2</sup> EVA<sup>TM</sup> e MVA<sup>TM</sup> são marcas registradas da Stern Stewart & Co. de New York.

<sup>3</sup> Vide Gapenski L.G. (1996, March). Using MVA<sup>TM</sup> and EVA to measure financial performance. *Healthcare Financial Management*.

<sup>4</sup> Vide Stewart G.B. III, (1991). *The Quest for Value*, Cap. 1.

Portanto, a fórmula básica de cálculo do EVA<sup>5</sup> é:

**EVA<sup>TM</sup> = 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 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<sup>TM</sup> é, portanto, uma medida de performance financeira que utiliza o conhecido conceito de Lucro Residual ou Lucro Econômico (Residual Income<sup>6</sup>), assim como se baseia nos princípios modernos de Finanças Corporativas.

As diferenças básicas no valor encontrado pelo EVA<sup>TM</sup> quando comparado com os conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro Líquido, Lucro por Ação, ROI e ROE, devem-se a fato de o EVA<sup>TM</sup> 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<sup>TM</sup> 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<sup>TM</sup> 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<sup>TM</sup> trazidos a valor presente.

<sup>5</sup> Vide Stewart G.B. III, (1991). The Quest for Value, Cap. 4.

<sup>6</sup> A definição do termo Residual Income aparece na literatura de várias maneiras, mas o primeiro autor que fez menção ao conceito de residual income foi Alfred Marshall (1890). Ele definiu Economic Profit, como o total dos ganhos líquidos menos os juros sobre o capital investido a uma taxa corrente.

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 prazo, 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™<sup>7</sup>**

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.

---

<sup>7</sup> Vide Stewart G.B.III, (1991). The Quest for Value, Cap. 4.

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, 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 indicadores da tabela I:

**TABELA I**

<b>Análise Horizontal</b>	<b>1995*(%)</b>	<b>1996(%)</b>	<b>1997(%)</b>	<b>1998(%)</b>
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.

Os indicadores acima mencionados, de Patrimônio Líquido e Passivo Oneroso demonstram a percepção da administração da empresa na avaliação e implementação de uma nova estrutura de capital iniciado 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..

Visando adequar-se a essa nova política, a empresa pagou aos acionistas montante expressivo de dividendos 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, de acordo com as informações da tabela II, abaixo:

**TABELA II**

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

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.

Concluimos 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?*

### **Bibliografia:**

Gapenski, L. C. (1996, March). Using MVA™ and EVA™ to measure financial performance (market value added; economic value added). *Healthcare Financial Management*.

Grant, J. L. (1997). Foundations of Economic Value Added. *Frank J. Fabozzi Associates*.

Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value. 2 nd ed.: The Free Press*.

Stewart, G. B. III (1991). *The Quest for Value: Harper Business*.

Titman S., Grinblatt M. &, Financial Market and Corporate Strategy (1998). *Irwin / McGraw-Hill*.

Tully, S. (1998, 9 Nov). America's Greatest Wealth Creators (GE, Coke and Microsoft are still the big 3). *Fortune*.

Tully, S. (1993, 20 Sept). The Real Key to Creating Wealth. *Fortune*.

---

\*Oscar Malvessi é professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas no Departamento de Contabilidade Finanças e Controle – FGV-EAESP. [Oscar.malvessi@fgv.br](mailto:Oscar.malvessi@fgv.br).