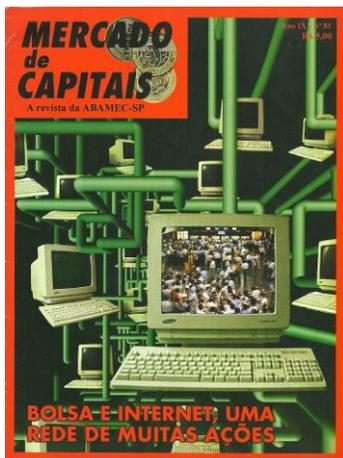


## Empresas criam ou destroem a riqueza dos acionistas

Por Oscar Malvessi



Artigo publicado na revista Mercado de Capitais, ABAMEC-SP, ano IX, nº 81, em 03/2000.

***Por que, em duas empresas que apresentam lucro líquido, uma pode estar criando valor para seus acionistas enquanto a outra destruindo? Devem tais variações do lucro e do valor da empresa ser atribuídos às estratégias empresariais?***

Como podem as decisões de investimento, de estrutura de capital e de remuneração aos acionistas influenciar o valor da ação no mercado acionário? Como podem as estratégias de mercado, de produtos, de serviços e de tecnologia influir na lucratividade e no posicionamento da empresa no mercado? Como podem a filosofia adotada pela administração, na gestão de pessoal e na forma de remuneração influenciar e incorporar instrumentos eficazes na condução dos negócios e na valorização de uma empresa?

Sabe-se que muitas empresas têm criado riqueza, enquanto, outras a têm destruído. Desvendar os fatores econômicos que levam as empresas a criar ou destruir riqueza é um tema muito importante, tanto para os administradores quanto para os investidores. Nosso objetivo aqui é analisar o resultado econômico de diferentes estratégias implementadas pelas empresas concorrentes e verificar, no final, se elas criaram ou destruíram valor.

A performance das empresas será avaliada sob a ótica dos conceitos de criação de valor ao acionista, EVA™ – Economic Value Added, (valor econômico adicionado) sistema de mensuração financeira que possibilita analisar, com maior profundidade, o resultado econômico, os recursos aplicados e a estrutura de capitais. Como será demonstrado, o EVA™, em conjunto com o MVA™ – Market Value Added (valor adicionado pelo mercado), propiciam uma avaliação de performance das empresas, muito superior às técnicas tradicionais.

Diz-se que uma empresa adiciona valor em um período, quando a geração de lucro (Nopat – Net Operating Profits After Taxes) é superior ao custo do capital aplicado no negócio, isto é, a empresa criou e/ou adicionou valor ao acionista. Por outro lado, quando o Nopat é inferior ao custo do capital, a empresa está destruindo valor. O MVA™ representa a diferença entre o preço atual das ações no mercado acionário e o valor investido pelos acionistas no negócio. Da mesma maneira, mas sob a ótica de mercado, o MVA™ reflete os resultados financeiros, demonstrando se a empresa

**Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.**

[www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) ou [www.vecvalor.com.br](http://www.vecvalor.com.br) - e-mail: [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



criou ou destruiu riqueza. É dentro deste contexto que estamos desenvolvendo estudos e procedendo a análises sobre o comportamento de empresas privadas de capital aberto, utilizando a metodologia conceitual do EVA™ e do MVA™.

Consideremos a Brahma e a Antarctica, empresas que despertaram, recentemente, grande interesse quando da divulgação da união de ambas, para criar a Companhia de Bebidas das Américas – AmBev. Vamos analisar a performance financeira dessas empresas com base na criação de valor, num período de sete anos, de 1992 a 1998, utilizando informações de mercado, dados disponíveis na C.V.M. e as demonstrações financeiras publicadas. Inicialmente, contrastamos o comportamento do MVA™ de ambas:

<b>PERFORMANCE ECONÔMICO-FINANCEIRA</b>		
<b>COMPORTAMENTOS</b>	<b>BRAHMA</b>	<b>ANTARCTICA</b>
<b>Valor das ações (mil) - 1994</b>	<b>R\$ 323,00</b>	<b>R\$ 205,80</b>
<b>Valor das ações (mil) - 1998</b>	<b>R\$ 509,46</b>	<b>R\$ 27,07</b>
<b>Valor Mercado Empresa – 1994</b>	<b>R\$ 2,2 bi</b>	<b>R\$ 2,5 bi</b>
<b>Patrimônio líquido - 1998</b>	<b>R\$ 1,9 bi</b>	<b>R\$ 1,7 bi</b>
<b>Valor Mercado Empresa – 1998</b>	<b>R\$ 3,7 bi</b>	<b>R\$ 330 mi</b>
<b><u>V.A.M.</u></b>	<b><u>R\$ 1,8 bi</u></b>	<b><u>R\$ (1,4) bi</u></b>

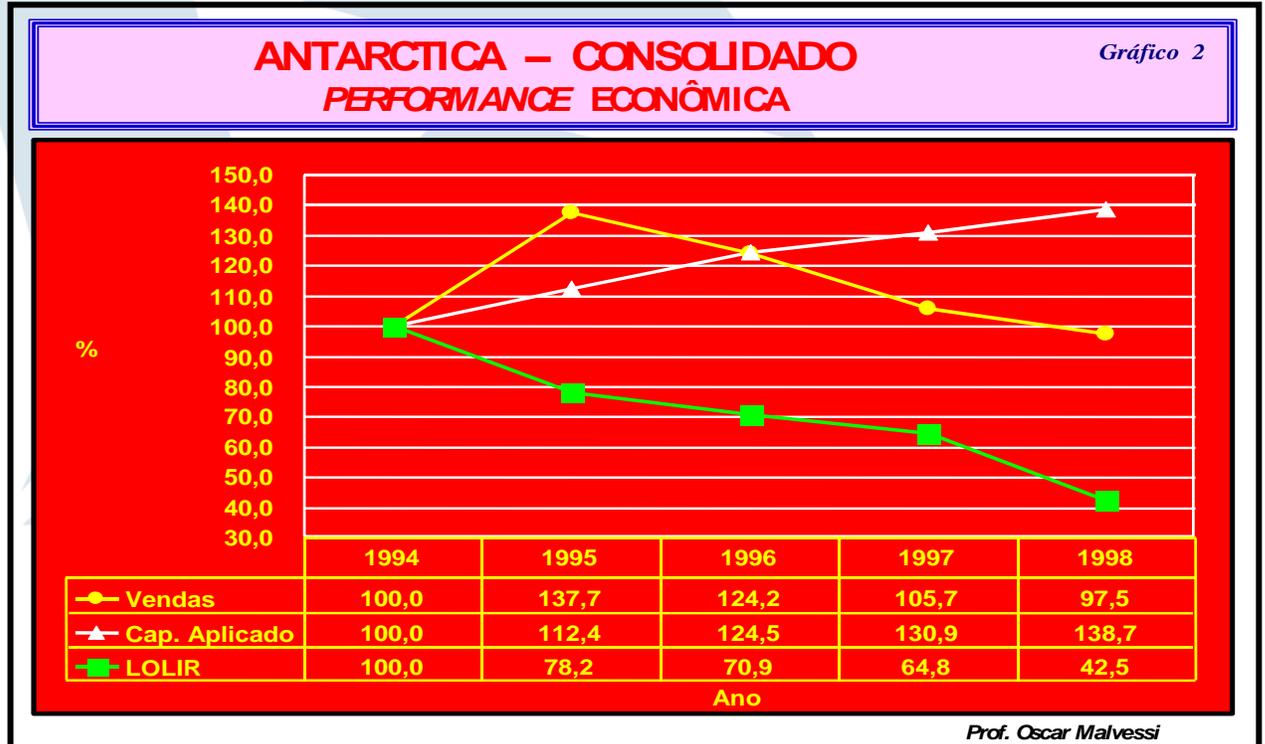
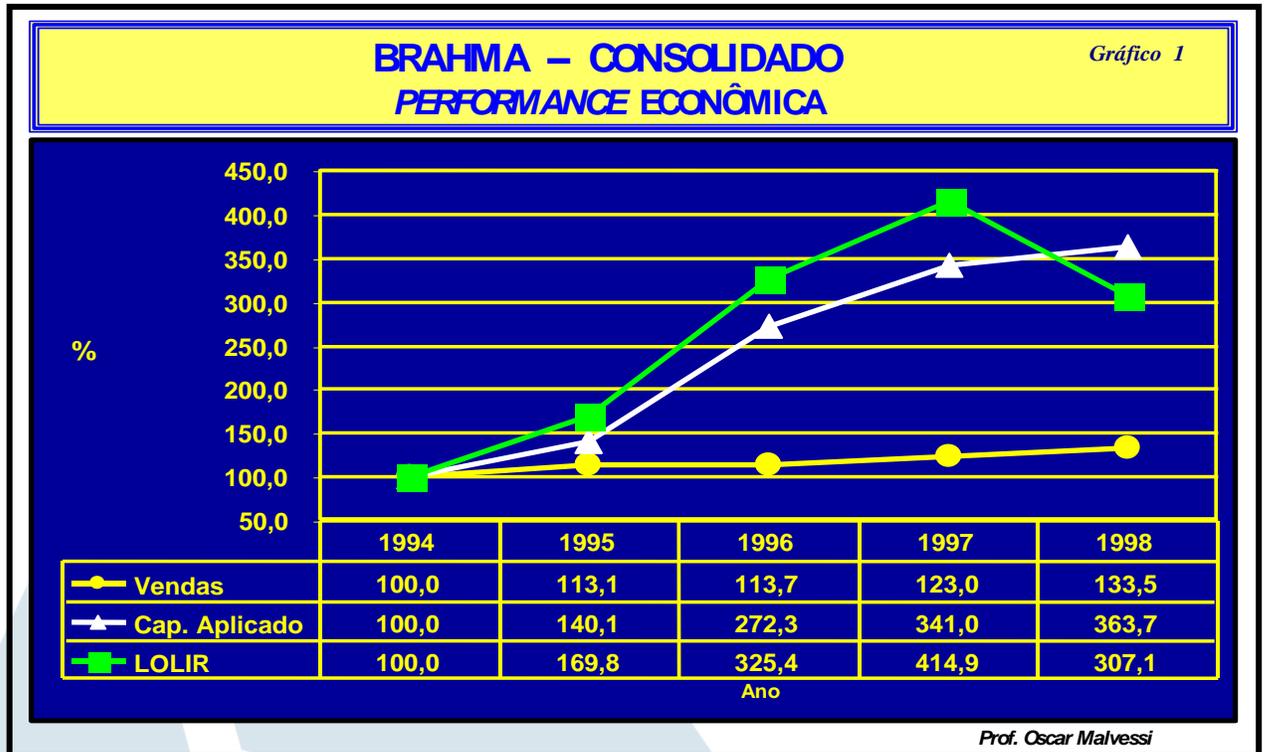
*Prof. Oscar Malvessi*

Vê-se que em 31 de dezembro de 1998, o valor de mercado das ações da Brahma era de aproximadamente R\$ 3,7 bilhões e o valor investido pelos acionistas era de R\$ 1,9 bilhão, (valor do patrimônio líquido da empresa). O resultado do MVA™ da Brahma no valor de R\$ 1,8 bilhão representa, portanto, a diferença entre o investimento e o valor que poderá ser realizado, teoricamente, pela venda das ações. Isto é, o MVA™ proporcionou aos acionistas da Brahma um incremento de riqueza da ordem de R\$ 1,8 bilhão no período.

O mesmo não se pode dizer da Antarctica que revela destruição de valor, na magnitude de R\$ 1,4 bilhão. Como resultado, os acionistas da Antarctica possuíam, naquela data, aproximadamente R\$ 0,20 para cada R\$ 1,00 investidos, enquanto que os acionistas da Brahma, para cada R\$ 1,00



investidos possuíam R\$ 2,00. Vejamos a seguir o que nos mostra o EVA™, considerando o período de 6 anos, de 1993 até 1998:



*Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.*

[www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) ou [www.vecvalor.com.br](http://www.vecvalor.com.br) - e-mail: [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



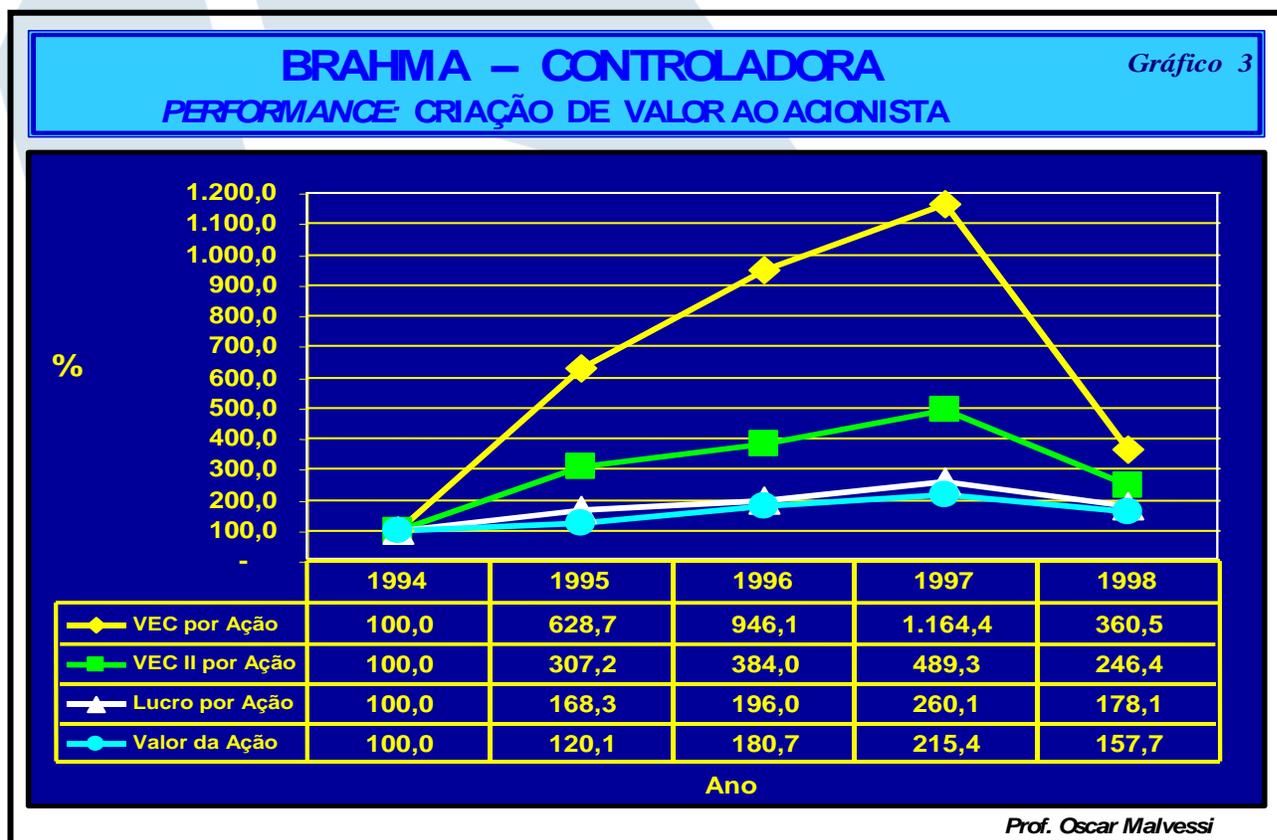
Constata-se que a Brahma obteve comportamento crescente de criação de valor até 1997, com diminuição só em 1998, mas totalizou o valor acumulado de R\$ 700 milhões. Por outro lado, a Antarctica só apresentou EVA™ positivo no ano de 1993 acumulando R\$ 680 milhões negativos no período.

É importante destacar que, em 1994, as empresas possuíam praticamente os mesmos valores de patrimônio líquido e valor de mercado.

Numa análise horizontal com base em 1994, nos gráficos 1 e 2 podemos comparar o direcionamento e os resultados obtidos pelas empresas até 1998 nos itens como, vendas líquidas, capital aplicado e o Nopat.

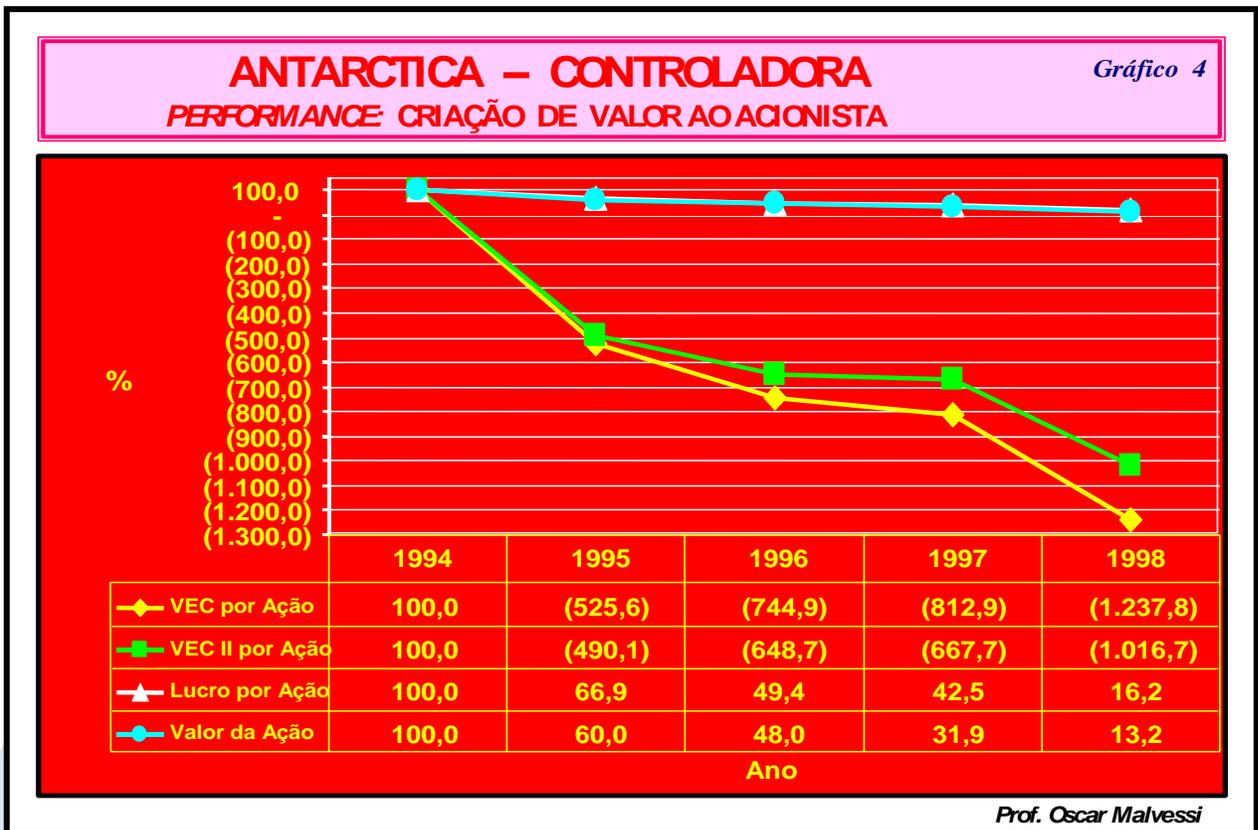
Na Brahma os valores do Nopat são crescentes. Observa-se que, o resultado alcançado está diretamente relacionado com a eficiência na gestão do capital aplicado e no crescimento obtido nas vendas. Enquanto que na Antarctica, embora a empresa aumente o valor do capital aplicado, suas vendas decrescem no período e os valores do Nopat diminuem expressivamente, demonstrando significativa perda de eficiência operacional.

Nos gráficos 3 e 4, o EVA™ por ação da Brahma apresenta crescimento a partir de 1994, num valor proporcionalmente maior que o lucro por ação, evoluindo em 489% até 1997, declinando para 246% em 1998. Na Antarctica o comportamento é inverso, ou seja, o valor negativamente ano a ano, atingindo o índice de 1.016 % em 1998.

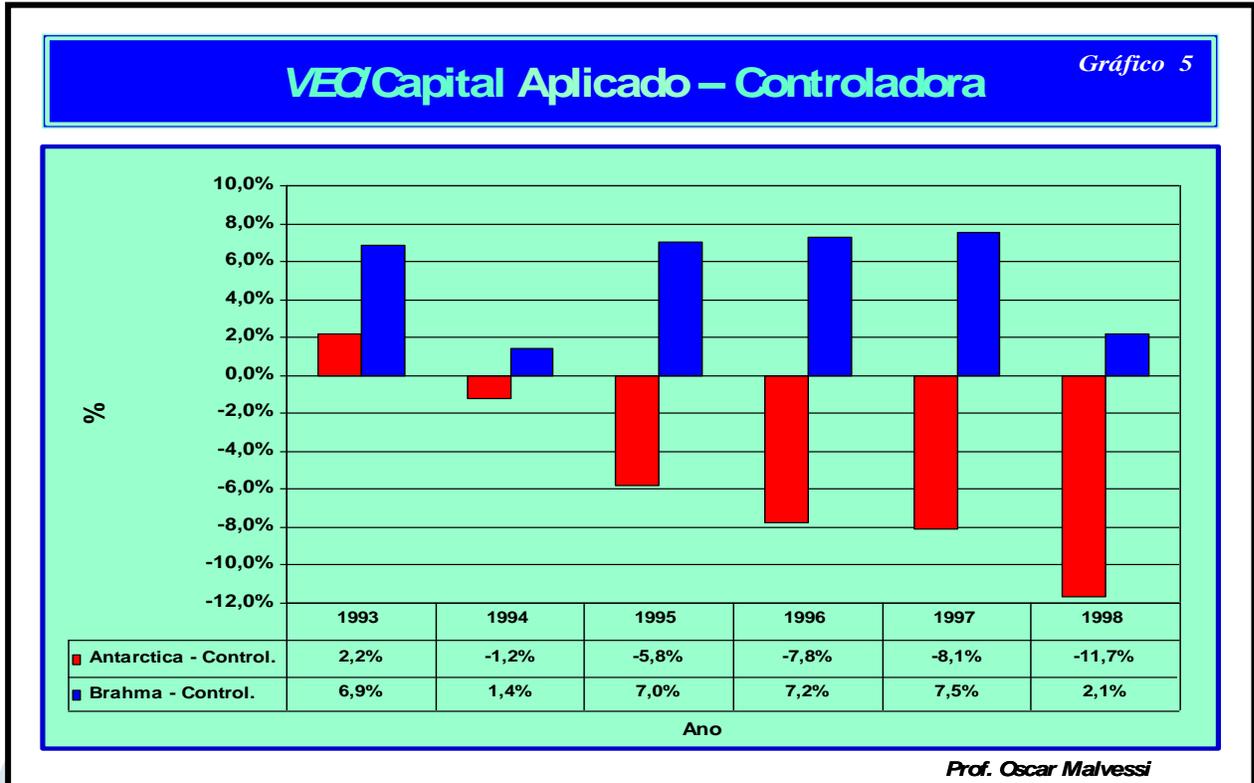


Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



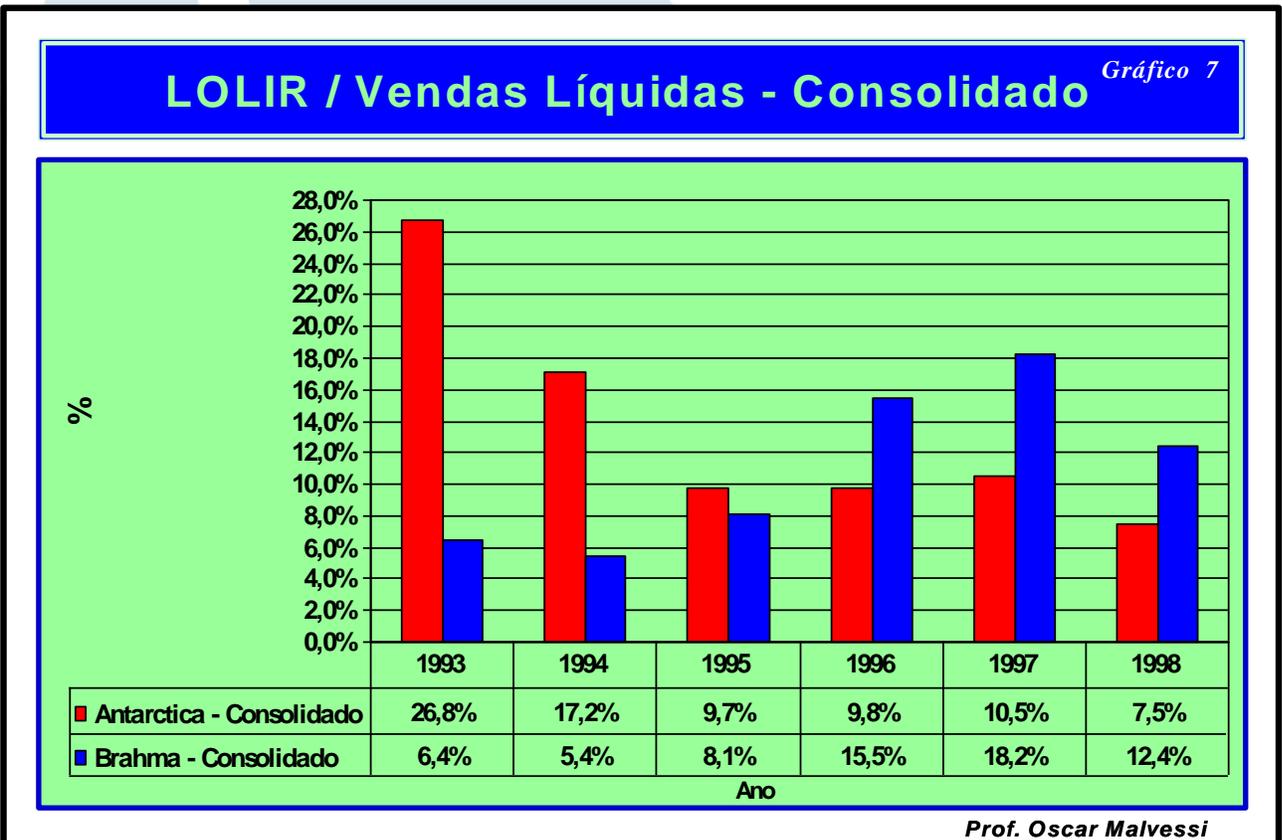
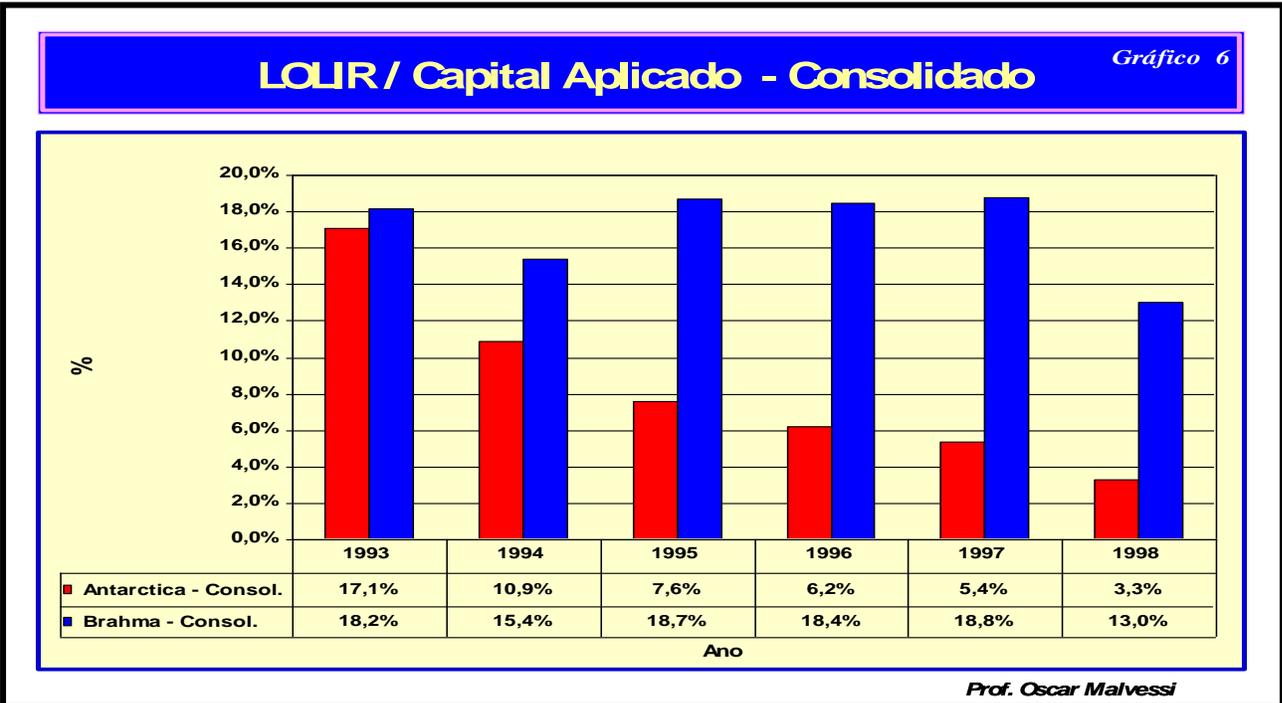
Quando avaliamos o comportamento dos valores do lucro por ação da Brahma, observamos a partir de 1994 o crescimento ano a ano, chegando ao índice de 260% em 1997, declinando para 178% em 1998. A Antarctica apresenta comportamento inverso, diminuindo o valor a cada ano, chegando o índice a representar 16% em 1998.



Por outro lado, o valor de mercado da ação da Brahma cresceu no período até 1997 em 215%, declinando para 157% em 1998. Na Antarctica, o valor de mercado da ação caiu sucessivamente, atingindo em 1998 o índice de 13%. Comparamos no gráfico nº 5, o comportamento entre as relações do EVA™ com o capital aplicado. Observa-se no comportamento da Brahma que nos anos de 1994 e de 1998 há um significativo decréscimo no indicador. No restante dos anos a relação apresenta indicadores em torno de 7% resultando a média de 5%. Podemos dizer que o resultado obtido, define a Brahma como criadora de valor no período.

O comportamento da Antarctica é positivo em 2% somente em 1993; nos anos seguintes apresenta resultado com valores negativos e crescentes, chegando a 12% em 1998. Constata-se, portanto, a caracterização de destruição de valor aos acionistas nos últimos 5 anos.

No gráfico nº 6 analisamos o Nopat em relação com o capital aplicado e no gráfico nº 7 o Nopat com vendas líquidas. Usamos as demonstrações consolidadas porque, estes indicadores retratam com maior precisão a performance de cada grupo empresarial.



Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



Nas relações Nopat/capital aplicado, a Brahma apresenta comportamento praticamente estável, com decréscimo só em 1998. Entretanto, manteve no período uma expressiva média de 17%. A Antarctica inicia o período com 17%, mas, o índice decresce sucessivamente até chegar a 3% em 1998.

Essa relação demonstra os resultados alcançados pelas empresas, no que diz respeito à qualidade e à eficiência na administração dos ativos, na estrutura operacional e na estratégia empresarial. Percebe-se que a Antarctica usa excessivo capital e vem apresentando decrescente capacidade na geração de Nopat. Por outro lado, a Brahma demonstra eficiência na gestão do capital operacional e significativo crescimento nos indicadores de performance econômica.

Nas relações Nopat/vendas líquidas, a Brahma apresenta comportamento de melhora a cada ano, iniciando em 1993 com 6% e alcançando expressivo crescimento deste indicador, chegando a 18% em 1997. Na Antarctica o comportamento é novamente inverso, iniciando em 1993 com 27%, e declinando sucessivamente até 7% em 1998.

Conclui-se que, a eficiência operacional, assim como as estratégias de mercados e produtos, reflete-se nos resultados alcançados pelas empresas.

A seguir apresentamos tabelas I e II com o valor de itens das empresas controladoras e o consolidado, que têm a finalidade de comparar e avaliar os respectivos comportamentos no período assim distribuídos:

<b>TABELA I - BRAHMA - VEC e Itens para Análise</b>				
ITENS/ANOS	CONSOLIDADO		CONTROLADORA	
	1994	1998	1994	1998
▪ <b>Estrutura de Balanço</b>				
<i>Capital aplicado</i>	<i>830 mi</i>	<i>3,0 bi</i>	<i>1,3 bi</i>	<i>3,4 bi</i>
<i>Passivo oneroso</i>	<i>530 mi</i>	<i>2,3 bi</i>	<i>200 mi</i>	<i>1,8 bi</i>
<i>Patrimônio líquido</i>	<i>1,5 bi</i>	<i>1,9 bi</i>	<i>1,4 bi</i>	<i>1,9 bi</i>
▪ <b>Demonstração Resultado</b>				
<i>Vendas líquidas</i>	<i>2,4 bi</i>	<i>3,2 bi</i>	<i>1,2 bi</i>	<i>2,1 bi</i>
ITENS	NO PERÍODO		NO PERÍODO	
▪ <b>LOLIR: crescimento</b>	225 %		148 %	
▪ <b>LOLIR: acumulado</b>	1,8 bi		2,3 bi	
▪ <b>Dividendos pagos acum.</b>	870 mi		1,0 bi	
▪ <b>Custo capital próprio</b>	15% aa		15% aa	
▪ <b>VEC acumulado</b>	620 mi		700 mi	

mi = R\$ milhão ; bi = R\$ bilhão

**Prof. Oscar Malvessi**

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



## TABELA II - ANTARCTICA - VEC e Itens para Análise

ITENS/ANOS	CONSOLIDADO		CONTROLADORA	
	1994	1998	1994	1998
▪ Estrutura de Balanço				
<i>Capital aplicado</i>	<i>2,2 bi</i>	<i>3,1 bi</i>	<i>1,8 bi</i>	<i>2,2 bi</i>
<i>Passivo oneroso</i>	<i>260 mi</i>	<i>970 mi</i>	<i>380 mi</i>	<i>750 mi</i>
<i>Patrimônio líquido</i>	<i>1,9 bi</i>	<i>2,4 bi</i>	<i>1,5 bi</i>	<i>1,7 bi</i>
▪ Demonstração Resultado				
<i>Vendas líquidas</i>	<i>1,4 bi</i>	<i>1,4 bi</i>	<i>440 mi</i>	<i>410 mi</i>
ITENS	NO PERÍODO		NO PERÍODO	
▪ LOLIR: crescimento	<i>(68%)</i>		<i>(73%)</i>	
▪ LOLIR: acumulado	<i>1,2 bi</i>		<i>880mi</i>	
▪ Dividendos pagos acum.	<i>340 mi</i>		<i>170 mi</i>	
▪ Custo capital próprio	<i>15% aa</i>		<i>15% aa</i>	
▪ VEC acumulado	<i>(1,0 bi)</i>		<i>(680 mi)</i>	

mi = R\$ milhão, bi = R\$ bilhão

**Prof. Oscar Malvessi**

Observam-se, portanto, variações significativas no comportamento dos itens acima entre as empresas, tanto nos valores da controladora quanto no consolidado. A extrema variação e alteração no comportamento dos valores ao longo do tempo indicam e demonstram a utilização de diferentes estratégias empresariais no que se refere a mercados, produtos e serviços, operação, política de pessoal, administração, tecnologia e investimentos tecnológicos, estruturas de ativos e de passivos, políticas de risco – retorno e remuneração ao acionista. Estratégias estas, que resultam em resultados econômicos significativamente diferentes.

É importante destacar que a Brahma iniciou a implantação da metodologia do EVA™ em 1995, (Relatório da Administração 03/1996) e pode-se comprovar que sua performance econômica se transforma e, portanto, revela benefícios tangíveis bem como o potencial no uso gerencial e estratégico da metodologia de criação de valor. Podemos concluir, ressaltando os benefícios proporcionados pela metodologia com foco na criação de valor, em especial quando há:

**Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.**

[www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) ou [www.vecvalor.com.br](http://www.vecvalor.com.br) - e-mail: [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



- a) perda ou erosão do valor econômico do negócio;
- b) mudanças na liderança da empresa e/ou da influência dos acionistas;
- c) necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance da empresa;
- d) adaptação as novas realidades do mercado

O entendimento da metodologia com foco na criação de valor possibilita analisar com maior profundidade as alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados. A finalidade é aumentar as vantagens competitivas do negócio, buscando diferenciação e/ou segmentação que proporcione melhoria operacional e amplie a criação de valor, através de:

- 1) tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criem valor para a empresa/unidade de negócios;
- 2) análise da estrutura dos recursos aplicados nos ativos com o desempenho e evolução da receita, dos custos e do resultado operacional;
- 3) análise da estrutura de capital, do custo do capital próprio e de terceiros e sua influência no resultado passado e futuro;
- 4) transformação da administração com visão de proprietário, pela participação na melhoria dos resultados através de metas a serem alcançadas de criação de valor.

Portanto, a grande contribuição que a teoria de finanças apresenta aos investidores, analistas, empresários e à comunidade é que o resultado das estratégias pode ser avaliado de maneira mais eficaz, desde que analisados sob a ótica de criação de valor.

A seguir, destacamos alguns conceitos utilizados na metodologia de avaliação e cálculo de criação de valor como:

**Capital aplicado:** recursos operacionais disponíveis e utilizados pelo negócio no período em análise;

**Custo de capital:** é o valor monetário dos encargos, correspondente ao custo de capital próprio e de terceiros;

**Nopat:** ou LOLIR (Lucro Operacional Líquido do Imposto de Renda) = representa o lucro operacional líquido gerado, deduzido o imposto de renda;

**EVA™:** valor econômico adicionado (Criação de Valor ao Acionista): corresponde ao saldo do lucro econômico gerado, após a dedução do custo médio ponderado de capital;

**Destruição de valor:** ocorre quando a geração de lucro econômico, não é suficiente para a cobertura dos encargos de capital;

**MVA™:** valor adicionado pelo mercado: é caracterizado através da diferença entre o valor investido pelos acionistas, quando comparado com o valor atual das ações no mercado acionário.

EVA™ e MVA™ são marcas registradas da Stern Stewart & Co. de New York.

*Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.*

[www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) ou [www.vecvalor.com.br](http://www.vecvalor.com.br) - e-mail: [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

**Bibliografia:**

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

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 Consultor de Estratégia Financeira, Professor e Pesquisador Sênior do GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP-FGV. E-mail: [oscar.malvessi@fgv.br](mailto:oscar.malvessi@fgv.br) ou [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br).*



**Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.**

**[www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) ou [www.vecvalor.com.br](http://www.vecvalor.com.br) - e-mail: [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)  
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor**