

POR QUE a Brahma Vale Mais QUE A ANTARCTICA

É só aplicar o método do MVA. Nos últimos cinco anos, uma gerou riqueza. A outra a destruiu

Por José Roberto Caetano

O ANÚNCIO DA FUSÃO DA Brahma com a Antarctica, criando a AmBev, provocou uma reação negativa entre os acionistas da cervejaria paulista. Para eles, o valor patrimonial da Antarctica teria sido subavaliado pelo banco Morgan Stanley Dean Witter, que assessorou a operação, favorecendo os portadores de ações da Brahma na hora da conversão em papéis da nova empresa. Chiaram e levaram — a direção da AmBev acabou dobrando o preço oferecido pelos papéis. Mas os acionistas da Antarctica têm muito mais para comemorar: se há alguém que pode sair ganhando, caso o Cade

sancione a criação da AmBev, são eles. Por quê? Porque assim terão a perspectiva de, com a administração nas mãos da Brahma, ser revertida uma situação francamente prejudicial a seus interesses. Nos últimos cinco anos, a Antarctica, a segunda maior cervejaria do país, com receita líquida de 1,4 bilhão de reais em 1998, tornou-se uma notória predadora do patrimônio de seus acionistas, como mostra um estudo feito por Oscar Malvessi, professor de finanças da FGV-SP. Em contraste, a Brahma, a maior do setor, com vendas de 3,2 bilhões de reais no ano passado, firmou-se como uma geradora de riqueza. Um dos parâmetros analisados

por Malvessi foi a evolução do valor das ações das empresas no mercado. Em 1994, elas estavam no mesmo patamar, com ligeira vantagem para a Antarctica, cotada em 2,5 bilhões de reais, enquanto a Brahma valia 2,2 bilhões. Ao final de 1998, o valor da Brahma havia crescido para 3,7 bilhões de reais, ao passo que o de sua concorrente se reduzira a apenas 330 milhões.

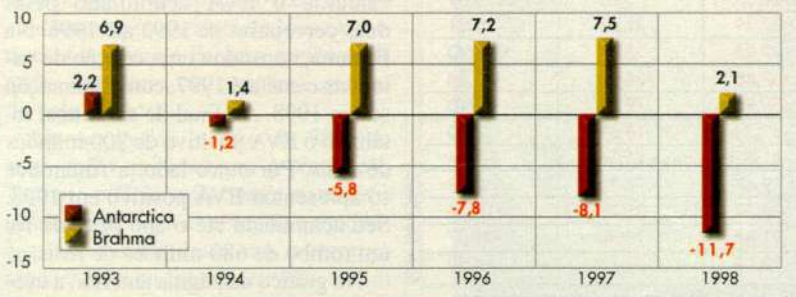
“Os números são o reflexo das decisões que os administradores das duas empresas tomaram”, diz Malvessi. “Olhei exclusivamente as demonstrações financeiras dos balanços, sem julgar o mérito das gestões.”

Esse juízo de valor, segundo ele, é feito pelo próprio mercado. O conceito que mostra isso claramente é o do MVA, o *Market Value Added*, ou Valor de Mercado Agregado. Desenvolvido pela consultoria americana Stern Stewart, o MVA representa a diferença que os investidores estariam dispostos a pagar em relação ao patrimônio da empresa — que pode ser entendido como o valor investido pelos acionistas. Assim, se a diferença é positiva, os acionistas estão enriquecendo. Se é negativa, eles estão na pior. No caso da Brahma, a cotação de mercado indica um MVA de 1,8 bilhão de reais sobre o 1,9 bilhão do patrimônio líquido da empresa. Já a Antarctica é punida com uma cotação em bolsa 1,4 bilhão de reais inferior a seu patrimônio.

A Stern Stewart preparou pela terceira vez, com exclusividade para a EXAME, uma classificação das empresas brasileiras com ações na bolsa por ordem de MVA. Na lista, feita com

Sobe e desce

Como evoluiu o EVA da Antarctica e da Brahma — em % do capital aplicado



Fonte: Estudo do professor Oscar Malvessi, com base em balanços das empresas controladoras

MERCADO

Criadoras e predadoras

As 50 maiores empresas brasileiras com ações na bolsa, classificadas por Market Value Added (MVA) — em milhões de reais

	MVA 98	MVA 97*	EVA 98	EVA 97*
1 Brahma	2.567,25	3.785,88	-226,94	-275,20
2 Souza Cruz	892,95	1.437,01	51,60	-104,23
3 Pão de Açúcar	554,62	733,43	-184,91	-205,72
4 Ericsson	519,25	906,26	-80,97	-25,60
5 Elevadores Atlas	274,70	288,60	7,64	11,62
6 Pirelli	262,23	367,05	-0,73	-17,35
7 Cerj	249,03	837,69	-52,56	-99,72
8 Comgás	243,13	489,48	-73,31	-87,74
9 Globo Cabo	161,05	443,45	-201,52	-131,27
10 Coelce	156,04	115,65	-80,13	-86,50
11 TAM	147,50	155,15	-18,28	-6,92
12 Antarctica Nordeste	66,80	17,38	-84,79	-95,44
13 Embraer	30,71	1.819,07	-46,03	-117,43
14 Frax-Le	4,86	15,05	-6,04	-0,26
15 CBV	4,84	-13,69	-4,88	1,49
16 Albasus	4,14	-24,94	-21,26	-17,33
17 Marisol	-0,92	-29,78	-9,22	-12,01
18 J. B. Duarte	-1,79	-3,53	-9,02	ND
19 Staroup	-3,92	-2,98	-2,25	-2,89
20 Bahama	-4,57	-34,60	-5,38	ND
21 Weg	-5,74	123,99	-20,32	-44,57
22 Eluma	-6,55	-34,81	-32,15	-62,74
23 Estrela	-8,21	-5,45	-12,55	-27,20
24 Cremer	-11,01	-8,63	-3,04	-24,82
25 Meitisa	-12,17	-8,76	-0,76	-3,42
26 Sansuy	-12,96	5,02	-1,05	-0,78
27 Livraria Saraiva	-14,14	48,95	-2,74	-7,36
28 Gradiente	-17,04	-12,88	4,78	-53,90
29 Celg	-21,47	9,18	-192,37	-134,05
30 Wiest	-23,73	-20,32	-5,49	-6,94
31 Biobrás	-24,26	-13,37	-4,15	-0,60
32 Ferriza	-24,36	-15,98	-10,01	-12,23
33 Rhodia-Ster	-27,57	-44,21	-71,26	-141,96
34 Azevedo	-30,36	-38,58	-11,47	-18,91
35 Minupar	-30,47	-31,31	-4,83	-12,99
36 Italo	-33,81	-17,30	-3,44	-7,63
37 Pirelli Pneus	-34,83	52,87	-12,05	-42,76
38 Construtora Belier	-34,95	-34,48	-2,71	ND
39 Nitrocarbão	-35,39	-44,01	-27,38	-39,08
40 Kepler Weber	-35,75	-28,83	-5,86	-6,69
41 Cambuci	-37,82	-37,49	-21,07	-19,31
42 Grazziotin	-38,80	-49,25	-5,41	ND
43 Ciquine	-39,70	-67,48	-30,39	-33,34
44 Real Participações	-39,91	-439,90	-79,91	ND
45 Manasa	-40,06	-49,34	-18,89	ND
46 Recrusul	-40,73	-41,83	-15,85	-9,44
47 Panvel	-43,82	9,67	-4,24	-4,08
48 Cocique	-51,57	-34,57	-31,72	-17,46
49 Cimaf	-53,52	-91,85	-19,90	-31,37
50 Encorpar	-54,05	-73,18	-21,61	-15,68

*As diferenças em relação aos valores da lista publicada no EXAME de 9/9/1998 se devem a ajustes de cálculos feitos pelo consultoria Stern Stewart

base nos balanços do ano passado (*veja ao lado tabela das 50 maiores*), a Brahma figura no topo. O MVA da cervejaria número 1 calculado pela Stern Stewart resultou ainda maior que o computado por Malvessi: quase 2,6 bilhões de reais. A diferença nos cálculos se deve ao uso de algumas referências, como a de custo do capital, e critérios de correção um pouco diversos. Mas a conclusão é a mesma: a Brahma tem sido uma grande usina de riqueza. Por esse crivo de qualidade do retorno para os acionistas, somente 16 empresas brasileiras foram aprovadas, contra 49 no ano passado. Por que tão poucas tiveram MVA positivo num universo de mais de 200 empresas analisadas? "Foi um ano difícil, ainda com resquícios da crise financeira global", diz Sérgio Pinheiro, consultor da Stern Stewart. "E o mercado brasileiro foi particularmente afetado pela expectativa de desvalorização do real no final do ano."

Na lista das 50 aparece, no 12º lugar, uma das empresas do grupo Antarctica, a Antarctica Nordeste, com MVA positivo de 67 milhões de reais. Mas isso não espelha o desempenho do grupo. Sua controladora, a Antarctica Paulista, discutida no trabalho de Malvessi, nem consta da tabela da Stern Stewart.

Outro critério de comparação utilizado por Malvessi é o do EVA, *Economic Value Added*, ou Valor Econômico Agregado. Essa ferramenta, também desenvolvida pela Stern Stewart, possibilita analisar o retorno econômico do lucro, após a dedução do custo do capital investido na empresa. Malvessi calculou o EVA acumulado pelas duas cervejarias de 1993 até 1998. Na Brahma, constatou uma criação de valor crescente até 1997, com diminuição só em 1998. Ao final de seis anos, totalizou o EVA positivo de 700 milhões de reais. Por outro lado, a Antarctica só apresentou EVA positivo em 1993. Seu acumulado até o ano passado foi um rombo de 680 milhões de reais.

No gráfico da página anterior, a evolução do EVA é relacionada com o que

Malvessi denomina capital aplicado, isto é, os recursos operacionais disponíveis e utilizados efetivamente no negócio. O que se nota é que, em 1993, ambas apresentavam retornos positivos para seus acionistas. A partir do ano seguinte elas começaram a tomar rumos cada vez mais distintos. A Antarctica passou a destruir valor, com um índice de EVA sobre capital aplicado crescentemente negativo, chegando a -12% em 1998. "Observa-se, portanto, a caracterização de destruição do patrimônio dos acionistas nos últimos cinco anos", diz Malvessi. "Isso ajuda a explicar a queda da cotação da empresa na bolsa."

A Brahma teve queda de desempenho em dois exercícios, os de 1994 e 1998, mas manteve sempre índices positivos. "A curva indica que ela tem tendência a buscar de novo os melhores resultados", afirma o professor Malvessi. "Podemos dizer que os números obtidos a definem como uma criadora de valor no período."

A conclusão é que a eficiência operacional, assim como as estratégias de mercados e produtos, se reflete no retorno que as empresas oferecem a seus acionistas. Entre as diferenças das duas concorrentes, Malvessi destaca o fato de a Brahma ter iniciado em 1995 a implantação da metodologia do EVA para mensurar seus resultados. O pragmatismo desse instrumento causou perfeitamente com o estilo gerencial ágil e competitivo, característico da cultura de resultados dos principais controladores da empresa desde 1989, o GP Investimento. Esse critério também passou a ser aplicado para definir a remuneração variável de seus executivos. Ou seja, na Brahma ganha mais quem apresenta mais retorno, avaliada pelo EVA.

Na Antarctica, o fato de 88% de suas ações pertencerem à Fundação Antonio e Helena Zerrener manteve a gestão mais lenta e refratária a mudanças. Até o início deste ano, a empresa ainda estava na fase de estudos de um sistema de remuneração variável. ■