

A INFLAÇÃO QUE CORRÓI E ENGANA

Não há dúvidas de que o plano real alterou de forma profunda o comportamento dos índices inflacionários no Brasil. Tampouco se pode negar, que a inflação vem ocorrendo de maneira inercial, independentemente dos fatores de demanda, custos, variações dos preços das commodities, de políticas globais, ou mesmo, falta de credibilidade das políticas governamentais. Desta forma, a variação positiva e recorrente nos preços influencia o poder de compra da moeda, afetando de forma direta as decisões de investimento e a mensuração dos resultados das empresas.

por **OSCAR MALVESSI**

DESAFIOS E AGENDAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

RI

RELAÇÕES COM INVESTIDORES

EM FOLTA

MUDANÇAS NO
BNDDES

O BANCO DEBILTA DE PERFORMANÇAS
"DIFÍCIL" DO MERCADO DE CAPITAIS
E PASSA A ATUAR COMO UM BARCELO

ENTREVISTA

“
Esta agenda formatada
para a gestão empresarial
para a situação do BNDDES,
de forma a definir seu papel
de fomento, também possui
desenvolvimento do Mercado
de Capitais, incluindo propostas
que tenham externalidades
positivas para a sociedade.”

**Eliane
Lustosa**

Exceção de área de atuação
de Capital do BNDDES

por OSCAR MALVESSI



QUAL O VALOR DA INFORMAÇÃO FINANCEIRA?

É de suma importância o valor de uma informação financeira correta, mas esse valor vai depender da forma como será utilizado, seja como parte de uma análise, seja para dar suporte a uma decisão gerencial.

Na linguagem dos negócios, a informação financeira pode ser representada por uma conta de ativo, (como estoques, contas a receber, imobilizados, participação societária), de passivo (empréstimos, obrigações, patrimônio líquido) ou mesmo por contas de resultado (receita líquida, EBITDA, LO-LIR, lucro líquido). Portanto, infere-se que elas terão diferentes valores no tempo, influenciadas pelo impacto da inflação em diferentes períodos.

POR EXEMPLO, QUANTO VALE R\$ 100?

Depende. Existem no mínimo duas formas de se analisar e responder essa pergunta.

- 1. Valor atual:** O valor de R\$ 100 hoje pode ser representado pelo valor presente dos fluxos de caixa que esses R\$ 100 viriam a gerar no futuro. Logo, poder-se-ia dizer que o valor destes R\$100 será superior se ele for capaz de gerar fluxos de caixa superiores ao seu valor no atual;
- 2. Valor passado:** Ao comparar o valor de R\$ 100 hoje com o seu valor no passado, necessita-se da equivalência em uma mesma base para que a comparação seja válida e correta, já que R\$ 100 hoje têm poder de compra diferente de R\$ 100 em 2000 ou em 2010. Logo, um índice de inflação deverá ser usado como indexador, visando compará-los para manter a mesma equidade de valor e nível de poder de compra.

OBJETIVO E COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

O objetivo deste texto é demonstrar as diferenças entre o uso das informações em moeda nominal, usadas na elaboração das demonstrações financeiras publicadas, versus o uso gerencial em moeda constante. A análise tem como base de dados o período de 1996 até 2015, composta por 23 empresas abertas*.

(*) Base de Empresas: Informações originadas das empresas constantes da Tese de Doutorado FGV-EAESP de 2001, pelo Prof. Oscar Malvessi, com a denominação de: Criação de Valor ao Acionista - Estudo da experiência das empresas privadas de capital aberto no Brasil, no período de 1993 a 1998. Esse banco de dados foi atualizado e ampliado, estando com as informações em 2015.

Como o uso de informações elaboradas com o mesmo poder aquisitivo se traduz em informações gerenciais adequadas, tanto para decisões de investimento quanto na avaliação dos resultados econômicos das operações, demonstra-se:

- I. As relevantes diferenças entre os valores históricos e os atualizados;
- II. As significativas mudanças nos indicadores de resultados e na mensuração dos retornos.

Afirmamos desde já, que somente com o uso das informações gerenciais transformadas em moeda de mesmo poder aquisitivo é possível tomar decisões corretas, manter a sustentabilidade econômica do patrimônio investido pelo acionista e obter a esperada geração de valor e riqueza para a empresa.

Visando manter constante o poder aquisitivo da moeda, ao aplicar a metodologia do VBM-Value Base Management ou Criação de Valor-EVA™/VEC®, faz-se necessário a equalização dos valores, ou seja, é necessário atualizar em termos monetários as demonstrações financeiras, como os ativos não circulantes, (imobilizado e intangível), o patrimônio líquido e as contas de resultado. Os índices de inflação utilizados são: IPCA e IGP-M, dólar, entre outros.

COMPORTAMENTO HISTÓRICO DA INFLAÇÃO NO BRASIL APÓS O PLANO REAL

Considerando o comportamento histórico a partir de 1996 (Tabela 1) os índices de inflação medidos pelo IPCA, IGP-M e o dólar apresentam variações distintas.

No período entre 1996 e 2015, constata-se uma variação maior do IGP-M, de 398,14%, versus 261,13% do IPCA e 301,25% do dólar. Já no período de 2003 a 2015, essa variação para o IGP-M foi de 127,79%, ante 120,28% do IPCA e 10,5% do dólar.

TABELA 1
Indicadores de Inflação: IPCA, IGP-M e variação do Dólar

Períodos	IPCA (IBGE) (%)	IGP-M (%)	Dólar
1996-2002	63,94%	118,69%	263,13%
2003-2010	56,68%	66,24%	-52,84%
2003-2015	120,28%	127,79%	10,50%
2010-2015	48,90%	52,54%	124,22%
1996-2015	261,13%	398,14%	301,25%

CRIAÇÃO DE VALOR

Ao considerar essas oscilações tendo como base o IPCA como representativo da inflação, surgem duas questões:

- a. Será que a mensuração dos retornos e a análise das demonstrações financeiras são distorcidas pelo impacto da inflação? Se afirmativo, com que grau?
- b. O nível de investimentos sofre algum tipo de restrição, dado que a decisão sempre trata de valores atuais e a comparação histórica normalmente estará influenciada pelo impacto da inflação no tempo?

Sabemos que, a análise criteriosa do desempenho, resultados e sua comparabilidade no tempo é uma ferramenta técnica fundamental para contribuir na correta tomada de decisões e mitigação de riscos.

O TEMA DA ATUALIZAÇÃO DOS VALORES

No Brasil, o tema da correção monetária integral das demonstrações financeiras já foi tratado por uma série de autores, tanto em assuntos relacionados a finanças corporativas como na contabilidade societária e gerencial. No âmbito internacional, a ênfase ao assunto é menor e reduzida, dada a origem dos autores e baixa influência inflacionária nos países desenvolvidos.

Ao tratar do assunto, esses autores mencionam que valores contábeis estão registrados a custos históricos e não incorporam a inflação, tornando-os incomparáveis. A inflação pode ainda influenciar os balanços patrimoniais das empresas, já que os valores contábeis podem ser substancialmente diferentes dos valores dos ativos e passivos, causando distorções nas formas de se medir o crescimento e a rentabilidade da empresa.

Fica claro, através das publicações especializadas, que as demonstrações financeiras das empresas não podem ser simplesmente analisadas sem considerar, dentre outros, os efeitos e impactos da inflação. No entanto, atualmente, esse não parece ser o caminho adotado pelos gestores das empresas brasileiras, já que o impacto da inflação na contabilidade é um tema complexo, que requer grande esforço e deve ser tratado em nível gerencial com importância que merece.

COMO A INFLAÇÃO PODE AFETAR A QUALIDADE DOS RESULTADOS E DECISÕES DE INVESTIMENTO NAS EMPRESAS

É importante lembrar que a decisão de investimento é a decisão estratégica mais importante aos acionistas e gestores de empresas. Dadas as relações risco e retorno, o objetivo princi-

pal de um negócio é aumentar a participação da empresa no mercado, contribuir para o aumento da geração de valor aos acionistas e sua perenidade no longo prazo.

Os projetos de investimento são normalmente avaliados pelo método do valor presente líquido – VPL, e a decisão de aceitar ou não é representada pela capacidade do projeto de gerar caixa, dada a taxa de retorno requerida. A decisão de investimento também está relacionada a capacidade de financiamento e ao custo do capital envolvido no projeto, bem como na capacidade de o retorno econômico do projeto superar o custo de capital e gerar valor.

Embora a representatividade dos investimentos na amostra esteja em torno de 70% dos valores investidos, observa-se que estes valores estão registrados ao custo histórico nas demonstrações financeiras desde o ano de 1996. Por outro lado, conforme o setor de atividade, o nível de capital de giro requerido possui diferente representatividade na estrutura dos ativos operacionais, podendo, em alguns casos, ser relativamente significativa.

Dessa forma, a validade dos valores históricos, quando comparados com os valores em moeda de mesmo poder aquisitivo, introduz questionamentos e riscos ao negócio e é um ponto relevante na avaliação de investimento e nos indicadores de retorno, considerando que a mensuração dos retornos efetivos é o maior fator de sustentabilidade econômica, de competitividade e perenidade para as empresas. Ao mesmo tempo, traz a questão da preservação do patrimônio investido pelo acionista e o uso das boas práticas de governança corporativa.

No Brasil, a partir de 1996, com base na Lei nº 9.249 de 26/12/1995, as empresas não fizeram mais correção do impacto da inflação nas demonstrações financeiras, fato que reduziu de forma significativa a qualidade dos resultados e do desempenho apresentados, e por consequência, influenciou negativamente as decisões de investimento desde então.

A MÁSCARA DA INFLAÇÃO: A RELEVANTE DIFERENÇA NAS MÉTRICAS

A avaliação de resultados financeiros das empresas pode ser efetuada através do uso de diferentes métricas, trazendo consigo distintas interpretações. No entanto, independentemente da forma escolhida, é necessário muito cuidado, pois os efeitos do indicador escolhido e o impacto da inflação podem alterar de forma relevante a percepção de rentabilidade operacional e o retorno econômico sobre o capital investido ou ROIC (*Return On Invested Capital*).

DEFASAGEM DO VALOR HISTÓRICO VERSUS VALOR ATUALIZADO

Historicamente na Tabela 2, demonstra as informações resumidas da amostra e empresas quanto as defasagens de valor nos períodos, consideradas as variações entre os valores registrados ao valor nominal, comparados com os seus valores atualizados nessas datas.

TABELA 2
Defasagem entre Valores Nominais e Valores Atualizados nos períodos

	1996	2003	2010	2015
2.1. Ativo Permanente	259,2%	207,6%	92,8%	66,4%
2.2. Patrimônio Líquido	266,5%	282,5%	128,3%	157,4%
2.3. Receita Líquida	237,7%	106,6%	43,9%	4,1%
2.4. LOLIR	214,9%	107,0%	44,1%	4,2%

Destacam-se o comportamento do ativo permanente (2.1) e do patrimônio líquido (2.2), que devido a composição dessas contas, apresentam relevantes defasagens de valores, quando comparadas aos valores atualizados, ou seja, o valor do ativo permanente, em média, em 2015 está defasado em 66,4%, enquanto o patrimônio líquido em 157,4%. Entretanto, dada as características das contas de receitas (2.3) e LOLIR (Lucro Operacional Líquido do I.R.) (2.4), suas defasagens diferem, mas também demonstram, que para efeitos de comparabilidade, as análises de crescimento e retorno ficam enviesadas, resultando na imprecisão do nível de crescimento efetivo da empresa.

As diferenças demonstradas na Tabela 2 evidenciam o relevante impacto em cada um dos indicadores de retorno, veja-mos os maiores detalhes:

AS RELEVANTES DIFERENÇAS NOS INDICADORES DE RETORNO

Na sequência, apresenta-se as diferenças dos efeitos da inflação observadas para os 3 indicadores de retorno, o ROIC (*Return On Invested Capital*), o ROI (*Return On Investment*) e o ROE (*Return On Equity*).

A metodologia VBM-Value Base Management ou Criação de Valor-EVA™/VEC® adota o ROIC como indicador de retorno. É o indicador financeiro que calcula a relação entre o LOLIR e o capital investido. Tem o objetivo de mensurar a eficiência no uso dos ativos operacionais e comparar coma taxa do custo de capital – WACC. Quando o ROIC supera o WACC, obtém-se resultado positivo, no sentido de que o retorno é superior ao custo de capital, ou seja, há geração de valor.

Desta forma, nos cálculos gerenciais de retorno, é necessário considerar a equalização de valor entre o numerador e denominador da equação, do contrário, todas taxas de retorno estarão superdimensionadas. Por exemplo: ao se calcular o ROIC utilizando-se um LOLIR atual e um capital investido avaliado ao seu custo histórico, incorre-se no erro de superavaliar a taxa encontrada. Estas evidências estão demonstradas na sequência.

Na Tabela 3 a seguir, observa-se o resultado histórico do comportamento do ROIC das empresas em três diferentes datas. Como critério, para cada um dos anos, foi calculada a média dos ROICs da amostra, em termos atualizados (3.1) e nominais (3.2), em seguida apresenta-se o percentual de superavaliação do valor nominal quando comparado ao valor atualizado em (3.3).

TABELA 3
ROIC: Comparação entre as Taxas Atualizadas e Taxas Nominais

ROIC	2003	2006	2015
3.1. Média ROIC Atualizado	10,8	9,0	5,8
3.2 - Média ROIC Nominal	15,3	13,6	9,2
3.3 - Superavaliação do ROIC = (3.2/3.1)-1	41,6%	51,4%	58,7%

É relevante a superavaliação do ROIC quando calculado com valores em moeda nominal. Na amostra, a superavaliação de 2003 foi de 41,6%, avançando para 51,4% em 2006, crescendo para o atual nível de defasagem em 2015, de 58,7%.

Portanto, qual o investimento que pode suportar uma superavaliação na taxa de retorno como uma diferença no ROIC de 58,7%? Cabe ressaltar que a magnitude histórica demonstrada de superavaliação nos indicadores de retorno, não permite que se despreze o quanto é possível a desatualização dos valores.

COMO É POSSÍVEL ACEITAR UMA SUPERAVALIAÇÃO NA TAXA DE RETORNO ROIC NA ANÁLISE DE UM INVESTIMENTO COM UMA DIFERENÇA SUPERIOR A 50%?

Uma das principais vantagens do uso do ROIC é que ele está inserido na metodologia do VBM e, portanto, considera nos cálculos a reestruturação das informações das demonstrações financeiras, adotando-se inclusive os mesmos princípios de valoração de empresas - *Valuation*.

CRIAÇÃO DE VALOR

Em complemento a Tabela 3, desmembra-se a composição do ROIC na Tabela 4, com a identificação do giro do capital investido versus a margem LOLIR, evidenciando-se as relevantes diferenças de cálculo entre os valores do capital investido atualizado versus o capital nominal e seu respectivo giro operacional.

Comparando-se os valores, observa-se que o valor do capital empregado é responsável pela maior parte do resultado da superavaliação do ROIC nominal (4.10) versus o do ROIC atualizado (4.5), pelo fato de que o giro do capital nominal (4.8) é superior ao giro do capital atualizado (4.3), resultando em informações enganosas e superdimensionamento do ROIC.

TABELA 4

Análise de Giro: Valores Atualizados versus Valores Nominais

Giro X Margem LOLIR = ROIC	2003	2006	2015
4.1. Vendas Líquidas Atualizado	94.544	103.348	166.691
4.2. Capital Empreg. Md. Atual.	154.811	174.412	344.639
4.3. Giro de Capital Atualizado	0,6	0,6	0,5
4.4. Margem LOLIR	17,7%	15,2%	12,0%
4.5. ROIC Atualizado	10,8%	9,0%	5,8%
4.6 - Vendas Líquidas Nominal	45.754	59.543	160.170
4.7. Capital Empreg. Md. Nominal	52.819	66.212	208.390
4.8. Giro de Capital Nominal	0,9	0,9	0,8
4.9. Margem LOLIR	17,7%	15,2%	12,0%
4.10. ROIC Nominal	15,3%	13,6%	9,2%

Comprova-se dessa forma, com as tabelas 3 e 4 a equivalência das variações encontradas e as diferenças de cálculos entre o ROIC nominal versus o atualizado. Também pode-se inferir que dependendo do nível do WACC da empresa, o spread com o ROIC pode ser novamente um indicador enganoso, aumentando o risco de a empresa destruir valor, quando deveria criar valor.

Seguindo o mesmo raciocínio da Tabela 3, na Tabela 5 apresenta-se o comportamento do ROI, que consiste na relação entre o lucro líquido da empresa e seu ativo médio. Mede o retorno obtido em relação ao total de recursos investidos, sejam próprios ou de terceiros. Trata-se de um conceito convencional de análise financeira para avaliação de retorno, indicador que pode distorcer a qualidade de decisão.

TABELA 5

ROI: Comparação entre Valores Atualizados e Valores Nominais

ROI	2003	2006	2015
5.1. Média ROI Atualizado	6,7	5,8	0,2
5.2. Média ROI Nominal	8,5	7,6	0,3
5.3. Superavaliação do ROI = (5.2/5.1)-1	27,0%	32,7%	40,4%

Constata-se que ao comparar o ROI atualizado (5.1) com o ROI nominal (5.2) há uma superavaliação do ROI de 27,0% em 2003, aumentando para 32,7% em 2006, atingindo 40,4% em 2015.

O ROE, ou retorno sobre patrimônio líquido, exposto na Tabela 6, mede a taxa de retorno dos acionistas, sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido médio. Também se trata de um conceito convencional de análise de retorno, que não considera aspectos relacionados a estrutura de capital.

TABELA 6

ROE: Comparação entre Valores Atualizados e Valores Nominais

ROE	2003	2006	2015
6.1. Média ROE Atualizado	13,5	10,2	0,5
6.2. Média ROE Nominal	24,9	18,6	1,2
6.3. Superavaliação do ROE = (6.2/6.1)-1	84,8%	81,8%	151,8%

A superavaliação do ROE é mais elevada ao se comparar o comportamento do ROE atualizado (6.1) com o ROE nominal (6.2). A superavaliação chega a 84,8% em 2003, com queda para 81,8% em 2006, aumentando para 151,8% em 2015.

Resultado: a falta de atualização monetária dos valores de uma equação torna os dados de retornos das empresas superavaliados, independentemente da métrica utilizada, levando a decisões gerenciais errôneas e enganosas.

Na decisão de investimento as empresas costumam usar o método do VPL para definir a capacidade de geração de caixa, dada uma taxa de retorno requerida. Tanto a estimativa de crescimento das projeções como a taxa de desconto utilizada, são normalmente, estimadas com base nos dados históricos da empresa, ou seja, observa-se o comportamento passado para fazer projeções.

“

Outro erro no qual as empresas podem incorrer na avaliação de investimento, é superdimensionar o crescimento das variáveis e projeção, já que, em moeda nominal, os crescimentos históricos tendem a estar superdimensionados. Infere-se então, que ao usar valores em moeda nominal, aumenta-se o risco do negócio, de inviabilizar boas oportunidades de investimento, como também de se aceitar propostas ruins.

”

Desta forma, constata-se na realidade brasileira, que ao se utilizar dados históricos nominais, a empresa estará pecando, ou seja, superdimensionando seus retornos em uma faixa de 40% a 60%, na taxa esperada para o ROIC. Representa distorcer a decisão de investimento, porque ao comparar o ROIC com o WACC, aceita-se a decisão de investir, dado que o retorno é supostamente superior ao custo de capital, quando na realidade essa decisão corrói inclusive o valor do capital investido.

De outra forma, a empresa pode ser levada a rejeitar um projeto de investimento por considerar seu retorno abaixo do retorno médio histórico da empresa, ocasionadas pelo uso das informações nominais históricas, quando o investimento poderia ser aprovado, se esses dados estivessem avaliados sob uma mesma ótica, com o uso de moeda constante.

Outro erro no qual as empresas podem incorrer na avaliação de investimento, é superdimensionar o crescimento das variáveis e projeção, já que, em moeda nominal, os crescimentos históricos tendem a estar superdimensionados. Infere-se então, que ao usar valores em moeda nominal, aumenta-se o risco do negócio, de inviabilizar boas oportunidades de investimento, como também de se aceitar propostas ruins.

Por fim, o uso de mecanismos de atualização de moeda para o mesmo poder aquisitivo ou moeda constante, apresenta as seguintes vantagens gerenciais:

- É um instrumento para a análise gerencial correta e precisa;
- Evita distorções e erros nas decisões, possibilitando a comparação entre valores estimados e realizados, tanto em investimentos quanto na análise das demonstrações financeiras;
- Melhora a capacidade de mensuração do capital investido na operação, dos resultados, assim como o respectivo cálculo do retorno sobre o capital investido - ROIC;
- Assegura que as informações financeiras do planejamento estratégico estejam alinhadas com as expectativas dos acionistas, e;
- Efetiva melhoria na geração de valor, assegurando a preservação do capital investido, com aumento do valor de mercado da empresa e ampliando a riqueza do acionista. **RI**



OSCAR MALVESSI

é professor adjunto do Departamento de Finanças da FGV/EAESP. Doutor em Finanças e coordenador do Núcleo de Value Based Management do Instituto de Finanças da mesma instituição. Sócio proprietário da consultoria VEC® Criando Valor.
oscar@oscarmalvessi.com.br