



Artigo

Decisão Econômico-Financeira em Moeda de Valor Estável

Prof. Oscar Malvessi

É pressuposto básico que as informações contábeis e financeiras de uma empresa são a base para os seus processos decisórios, uma vez que representam investimentos reais tanto na visão dos investidores quanto dos gestores.

Na visão econômico-financeira o objetivo de um negócio é obter retornos econômicos compatíveis ao custo de oportunidade do acionista avaliando o impacto do WACC (ou custo médio ponderado do capital) na estrutura de capital, consideradas às relações risco-retorno. Também é imprescindível que esses conjuntos de informações devem seguir algumas regras e atributos qualitativos mínimos como: comparabilidade, consistência, compreensibilidade, confiabilidade, transparência de valor e de lucratividade.

Entretanto, se a análise for efetuada em valores nominais, fica implícito que o impacto da inflação não é relevante nas decisões, que ela não distorce a noção de valor, que os resultados calculados podem ser comparáveis entre períodos e empresas, e que os indicadores de lucratividade expressam ganhos reais, ou seja, será que a decisão é acertada e vai aumentar o valor da empresa?

Não é possível deixar de enfatizar que a realidade brasileira a partir do plano real trouxe uma relativa estabilização da moeda e a diminuição dos índices inflacionários galopantes. Mas é importante destacar que entre o período de 1996 a 2004 os índices acumulados de inflação são representativos, logo, eles alteram

a noção básica de valor de um investimento e o respectivo rendimento de um ativo real.

Do lado das empresas ocorreu que, a partir de 1996, elas deixam de registrar o impacto da inflação, devido ao decreto do Ministério da Fazenda sobre extinção total de qualquer correção da inflação nas Demonstrações Financeiras. Para evidenciar o impacto que pode estar ocorrendo quando analisamos o desempenho econômico-financeiro de empresas no Brasil, devemos considerar o comportamento dos índices inflacionários no período de 1996 a 2003¹, como o índice do IGP-M que foi de 134% e do IPCA que foi de 79%.

Considerando essa realidade, uma pergunta apropriada, que poderia ser feita visando estabelecer uma relação real entre valores e o porcentual de retorno, seria: qual o impacto que a variação de preços proporciona

nos valores das demonstrações financeiras das empresas como no capital empregado na atividade, no patrimônio investido pelo acionista, no lucro gerado durante esse período e, conseqüentemente nos indicadores de retorno.

Para demonstrar essas evidências extraímos duas informações fundamentais da estrutura das demonstrações financeiras, tendo como base o comportamento econômico financeiro das 45 empresas privadas não financeiras de capital aberto, comparando os períodos de 1995/2000 e o de 2000/2003, tendo como metodologia a Criação de Valor ao Acionista, foco no VEC².

Na tabela A demonstramos o montante do Ativo Permanente em valores atualizados e em valores nominais, comparando suas posições em 30/12/1995 com 30/12/2003, respectivamente no seu devido valor.

A coluna aumento no Ativo Permanente apresenta a variação

de valor ocorrida entre os dois períodos. Em valor atualizado, o investimento efetuado no período foi de R\$ 120.478 MM e em valor nominal ele foi de R\$ 81.656 MM. Comparando o comportamento desses valores tendo como base o ano de 2003 é possível verificar que existe, em média, uma diferença entre o valor nominal e o atualizado de 82,2%, ou seja, se a análise for efetuada em valores nominais do Ativo Permanente usaremos o valor de R\$ 132.711 MM e se for utilizado os valores atualizados a base seria R\$ 231.833 MM.

Se estivéssemos analisando o resultado de um negócio qual o valor que deveríamos utilizar? Porque? O índice que estamos avaliando está correto e ele nos dá firmeza para decidirmos? E se fôssemos verificar o quanto foi investido no período, qual a base de valor que deveríamos utilizar? Diante dessas posições é possível inferir que os resultados serão viesados ou não, tudo

Tabela A - Comportamento dos valores do Ativo Permanente (reais-milhões)

Ativo Permanente	1995	2003	Aumento no A. P.
A.1 - Total A. P. (Valor Atualizado)	121.355	241.833	120.478
A.2 - Total A. P. (Em Valor Nominal)	51.055	132.711	81.656
A.3 - Defasagem entre o Valor Nominal com o Atualizado do A. P. em 2003 = 82,2%			

Tabela B - Comportamento dos Valores do Patrimônio Líquido (reais-milhões)

Patrimônio Líquido	1995	2003	Aumento no P. L.
B.1 - Total P. L. (Valor Atualizado)	113.635	196.879	83.244
B.2 - Total P. L. (Em Valor Nominal)	47.808	82.724	34.916
B.3 - Defasagem entre o Valor Nominal com o Atualizado do P. L. em 2003 = 138,0%			

vai depender das bases de valor que são utilizadas na decisão.

Na tabela B demonstramos o comportamento do montante do Patrimônio Líquido em valores nominais e atualizados. Novamente podemos observar que os comportamentos dos valores mantêm uma diferença expressiva de valor entre o valor monetário nominal com o atualizado.

Não custa salientar que esse item representa diretamente o valor do dinheiro investido pelo acionista na empresa e que a expressão do seu retorno está intimamente relacionada com a base de valor ao qual os cálculos se basearam, portanto, os resultados poderão ser superdimensionados se os valores nominais foram utilizados ou irão traduzir os resultados econômicos efetivos se o valor atualizado for usado.

Novamente a defasagem de valor é muito expressiva entre a base nominal e o valor atualizado do patrimônio líquido, ou seja, quando estamos utilizando moeda de poder aquisitivo constante o valor para encontrar o retorno proporcionado ao acionista é de R\$ 196.879 MM e, quando desprezamos a manutenção do poder da moeda a base para cálculo do retorno é de R\$ 82.724 MM. Portanto, observamos que existem duas importantes implicações quando usamos valores nominais: o retorno fica extremamente superavaliado e não é possível identificar qual é a melhor alternativa de investimento dentre as várias posições existentes e o valor investido fica totalmente prejudicado para efeito de comparação e decisão.

Como o princípio básico de avaliação de investimentos é a comparabilidade e consistência, a análise do desempenho econômico-financeiro de uma empresa com dados nominais traz consigo informações que não retratam a realidade econômica, distorcem as relações entre valores e indicadores, apresentando conclusões que comprometem resultados e indicadores de lucratividade. Ou seja, ignorar as variações de valor ocorridas durante um período é simplificar e desprezar a realidade econômica.

É claro que existe uma defasagem importante a ser considerada, e as decisões interna e externa estão prejudicadas. Do ponto de vista gerencial os dirigentes necessitam de informações sólidas e consistentes e a alternativa que estamos nos referindo é utilizar uma moeda estável, uma moeda em um mesmo poder aquisitivo³ ou num mesmo padrão monetário.

Portanto, para que as informações sejam valiosas, recomenda-se a adoção de critérios técnicos para procurar resolver de forma apropriada o distanciamento de valor e de lucratividade.

A finalidade é decidir corretamente, deixar transparente e procurar não prejudicar a noção de valor e retorno aos acionistas, mercado, gestores, assim como para seus *stakeholders*. ■

Oscar Malvessi é consultor de Estratégia Financeira, professor e pesquisador sênior do GVCEPE - Centro de Estudos em Private Equity Venture Capital da EAESP-FGV. e-mail: omalvessi@fgvsp.br ou oscar@oscardmalvessi.com.br.

¹Para adicionar a inflação até 2004, devemos considerar a variação de 12,4% do IGP-M e de 7,6% do IPCA.

²A metodologia VEC - Valor Econômico Criado é consistente com a moderna teoria de finanças corporativas, usa os princípios de moeda constante e enfatiza o uso integrado das demonstrações financeiras. É esse conjunto de informações que deve avaliar a capacidade da empresa em gerar resultados operacionais após o I. R., a geração de caixa operacional obtida, os investimentos efetuados e o fluxo de caixa livre e, para concluir comparando o capital empregado na atividade apurando a geração de valor ao acionista em moeda estável.

³Posteriormente ao decreto do Ministério da Fazenda, a CVM através da instrução 248 de 29 de março de 1996 autorizou, de modo facultativo, a apresentação das D. F. em moeda de capacidade aquisitiva constante. Recentemente a CVM em seu Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP n° 01/2005 no item 10 vem novamente tratar dos efeitos da mudança de preços e recomenda a divulgação voluntária...

Correção Monetária de Balanço no Caso de Bancos

Fabiano Gabriel



Devido ao limite de imobilização exigido pelo Banco Central, o lucro líquido corrigido dos bancos no Brasil deve ser menor que o lucro legal (apurado conforme a legislação vigente). Isso acontece porque os bancos possuem ativos monetários, sujeitos a perdas com a variação de um índice geral de preços, maiores que passivos monetários, os quais geram ganhos inflacionários. Consi-

derando esses efeitos, os indicadores de rentabilidade (retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido) legais são significativamente maiores que os indicadores ajustados pela inflação, e o índice da Basileia legal é significativamente menor que o índice ajustado.

Para a investigação empírica, selecionou-se uma amostra com os 50 maiores bancos comerciais por ativo para o período 1996-2002. Após efetuar a correção monetária dos balanços, foram aplicados testes de hipóteses, cujos resultados permitiram confirmar as constatações acima com um nível de confiança de 99%.

A forma como essas distorções afetam os bancos depende da estrutura patrimonial e da dinâmica operacional de cada instituição, mas, de uma maneira geral, a análise da rentabilidade e adequação de capital baseada em valores nominais pode levar às seguintes decisões: maior pagamento de imposto de renda; distribuição de dividendos e resultados baseada em lucros irreais; avaliação inadequada do desempenho e das decisões da alta administração; imprecisão na implementação de uma gestão baseada no valor; contribuições restritas do Acordo "Basileia II"; e prejuízo na fiscalização e controle da solidez do sistema financeiro nacional.

Assim, o questionamento mínimo que todo usuário da informação contábil deve fazer refere-se à possibilidade de tomar decisões equivocadas, baseando-se na análise de indicadores extraídos de demonstrações contábeis não corrigidas. A situação ideal para eliminação dessas distorções compreende o restabelecimento oficial da correção monetária, independentemente do percentual de inflação ou deflação. Mesmo que essa medida não seja adotada, não só os bancos, mas também as empresas dos demais setores da economia deveriam divulgar demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante, através da publicação de demonstrações complementares nas notas explicativas, inclusive com parecer de auditoria externa.

**Fabiano Gabriel é mestre em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP, Menção honrosa do I Prêmio Revelação em Finanças IBEF SP/KPMG. É associado do IBEF SP desde dezembro de 2004 e membro da Comissão de Relações Públicas do Instituto.*