

RI

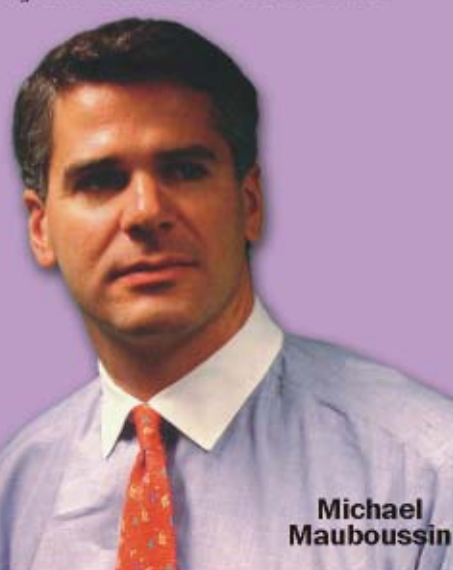
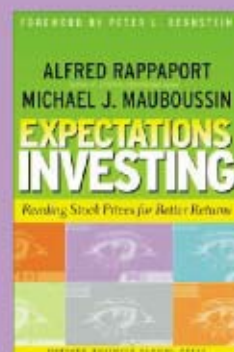
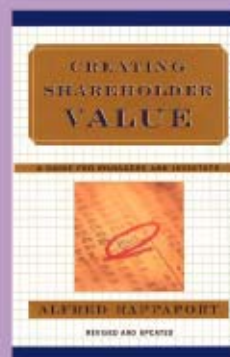
EM PAUTA

CRIANDO VALOR PARA O ACIONISTA

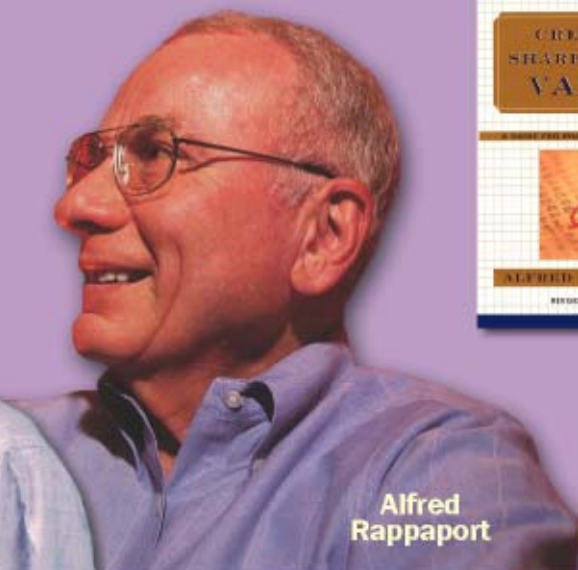
por William Mahoney
para a Shareholder Value Magazine

Alfred Rappaport popularizou a frase "criando valor para o acionista" no seu livro - "CREATING SHAREHOLDER VALUE" - publicado em 1986. Agora, ele se associou a Michael Mauboussin e lançou o livro - "EXPECTATIONS INVESTING" sobre como os executivos podem ter um profundo entendimento das expectativas do mercado para poder explorar os determinantes de valor da empresa e superar estas expectativas.

Pag. 6



Michael
Mauboussin



Alfred
Rappaport

ENTREVISTA

OSCAR MALVESSI

Autor da Tese de Doutorado

Criação de Valor ao Acionista



Pag. 4

TEORIA & PRÁTICA

Como Criar Valor
para o Acionista

por

William Mahoney



Pag. 12

ENFOQUE

Governança & Internet

por

Fernando G. Carneiro



Pag. 16

E**ntrevista**

OSCAR MALVESSI

Autor da Tese de Doutorado

CRIAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA

Estudo da experiência de empresas privadas de capital aberto no Brasil - período 1993-1998

Durante os últimos 3 anos, Oscar Malvessi, consultor empresarial e professor de finanças da Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP), estudou e desenvolveu o tema de sua Tese de Doutorado na FGV-São Paulo, sobre o desempenho econômico-financeiro utilizando a metodologia de Criação de Valor ao Acionista, para as 70 maiores empresas privadas não-financeiras de capital aberto, no período compreendido entre 1993-1998. O objetivo de seu estudo foi comparar os resultados apurados nessas empresas utilizando como instrumentos de análise os conceitos da abordagem de Criação de Valor ao Acionista (Creating Shareholder Value).

por Ronnie Nogueira

Dentro desta metodologia foram usados e testados os conceitos do Valor Econômico Criado – VEC (Economic Value Added – EVA®) e o Valor Adicionado pelo Mercado – VAM (Market Value Added – MVA®), comparando-os com os conceitos convencionais (tradicionais) de análise empresarial, como o Lucro Líquido (Net Income - NI), Retorno sobre Ativos (Return on Investment – ROI), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Return on Equity - ROE) e Lucro por Ação (Net Income per Share).

CONCEITO DOS DOIS PRINCIPAIS INDICADORES DE CRIAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA: VEC E VAM

Valor Econômico Criado (VEC) - diz-se que uma empresa Cria Valor ao Acionista/Sócio, quando o Lucro Operacional após o Imposto de Renda é superior ao custo médio ponderado do Capital – CMPC (encargos representados pelo capital aplicado e disponível para as atividades do negócio). Ou seja, quando esse resultado econômico é positivo, representa efetivamente o Valor Econômico Criado – VEC pelo negócio. Assim, só há Criação de Valor quando a empresa remunera inclusive o custo de oportunidade do acionista. Por outro lado, quando a empresa não consegue obter resultado econômico positivo, diz-se que há destruição da riqueza ou valor.

Valor Adicionado pelo Mercado (VAM) - representa o valor de mercado da empresa em determinada data, dado pelo valor de suas ações x seu número, ou seja, quanto vale a empresa no mercado. Compara-se esse valor (valor de mercado da empresa) com o do patrimônio líquido. Se o valor de mercado for maior que o valor investido pelos acionistas na empresa, diz-se que a riqueza do acionista foi aumentada, havendo portanto Valor Adicionado pelo Mercado – VAM. Se o valor de mercado é inferior ao valor investido pelo acionista, está caracterizada a destruição de sua riqueza.



1. Qual o objetivo do trabalho desenvolvido em sua Tese de Doutorado?

Apresentar instrumento para subsidiar ao investidor avaliar se sua ação está oferecendo um bom retorno. O estudo analisa quais empresas privadas de capital aberto operando no Brasil *Criaram Valor ao Acionista* no período de 1993-1998. O trabalho foi finalizado com as 62 principais empresas privadas não financeiras de capital aberto em 17 setores e comparou a metodologia de *Criação de Valor ao Acionista*, considerando os conceitos de desempenho econômico-financeiro como o *VEC - Valor Econômico Criado* pela empresa e o *VAM - Valor Adicionado pelo Mercado*, com a abordagem convencional de análise empresarial, que considera os conceitos de Lucro Líquido, Retorno sobre Ativos, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Lucro por Ação.

2. O que representa para uma empresa Criar Valor ou Destruir Valor ao Acionista?

Uma empresa *Cria Valor ao Acionista* ou *apresenta Valor Econômico Criado - VEC* quando remunera o capital total aplicado no negócio, e para tanto diferentemente dos conceitos convencionais, considera explicitamente o custo de oportunidade do acionista. Serve na prática para orientar ao investidor qual é a empresa que oferece maior retorno. Entretanto, ocorre destruição de valor quando a empresa não consegue remunerar o custo de oportunidade do acionista.

3. Quais os fatores que levam uma empresa a destruir valor?

O fator mais importante que leva uma empresa a destruir valor é a incapacidade de gerar lucro operacional suficiente para cobrir os encargos do capital total aplicado no negócio. Determinadas empresas geram lucro, mas não o suficiente para remunerar o capital total investido no negócio, como é o caso daquelas que analisam seu desempenho através do EBITDA. Ficou demonstrado que não se obtém uma resposta satisfatória pelo uso dos indicadores tradicionais como RSPL, RSA, LPA, LL, além de demonstrarem, em alguns casos, resultados satisfatórios enganosos. Na prática o uso destes indicadores pode levar a decisões erradas e/ou mal decididas, que não permitem à empresa avaliar seu efetivo resultado econômico. A diferença técnica é que isto não acontece e é um dos itens importantes que diferencia o uso da metodologia do *Valor Econômico Criado - VEC* quando comparada com a abordagem tradicional de análise empresarial. Outros fatores que podem contribuir significativamente para a destruição de valor são o nível de ativos utilizados no negócio e os gastos operacionais excessivos.

4. Qual foi o comportamento das empresas em seu estudo?

O estudo testou a hipótese de que as empresas privadas operando no Brasil “Criam Valor ao Acionista”. Assim, utilizamos e comparamos as técnicas de Criação de Valor ao Acionista com a análise convencional de empresas e os resultados finais são: Pela abordagem de Criação de Valor, a análise do desempenho econômico-financeiro demonstrou que somente 9 empresas, ou 15% da amostra estudada, *Criaram Valor ao Acionista* no período analisado. As restantes 53 empresas, ou 85% da amostra destruíram valor. Contrariamente, o comportamento destas empresas quando avaliadas pelos conceitos convencionais de análise, mostrou que 45 empresas, ou 73% da amostra, apresentaram Lucro Líquido. Portanto, o resultado final é contraditório quando aplicamos os conceitos convencionais para análise, comparado-os com a sistemática de Criação de Valor – *VEC* na avaliação de empresas ou unidades de negócios. Concluímos que a significativa maioria das empresas do estudo mostrou uma produtividade de capital aplicado muito baixa, caracterizada pelo insuficiente resultado operacional obtido quando comparado aos recursos disponíveis para o negócio. Constatamos, também, que um terço da amostra nem sequer conseguiu obter o Retorno Econômico (REC), retorno esse comparado a uma taxa de remuneração equivalente a um ativo sem risco, como são as aplicações em Caderneta de Poupança. Constatamos, também, que as empresas tiveram sérias dificuldades para superar o CMPC (custo médio ponderado do capital). O nível elevado das taxas de juros praticadas no país e a relativa escassez de recursos de longo prazo são fatores relevantes na composição da estrutura de capital e de seu custo.

5. O senhor disse que a metodologia adotada na sua tese ainda não está sendo adotada no Brasil. Por que? Qual metodologia vem sendo utilizada? Quais as vantagens da sua técnica em relação as utilizadas atualmente?

No Brasil o tema é recente e está passando pelo processo de entendimento e reconhecimento. Entretanto, no nosso trabalho evidenciamos a conveniência em se utilizar e obter significativos resultados para o negócio, quando da adoção desta metodologia como estratégia sustentável. A abordagem com foco no *VEC - Criação de Valor ao Acionista* já é muito utilizada pelas empresas de sucesso nos EUA e na Europa. Também é crescente o interesse demonstrado pelos investidores e analistas por essa abordagem na avaliação do desempenho econômico-financeiro das empresas. Constatamos

que no Brasil a grande maioria das empresas ainda utilizam somente os conceitos convencionais de análise empresarial. Esses foram desenvolvidos há muito tempo, na época quando a competitividade e a globalização dos mercados não eram assuntos de convivência diária. Sem dúvidas, uma abordagem técnica nova, que incorpora conceitos até então esquecidos ou usados de maneira simples e parcial, traz vantagens comparativas que se destacam perante técnicas convencionais. Destaco, a seguir, as principais vantagens do foco na Criação de Valor ao Acionista - *VEC*:

- *melhoria nos resultados operacionais sem investimento adicional de capital;*
- *plano de incentivos e remuneração variável que alinha os interesses dos gestores com os dos acionistas, isto é os gestores ganham se os acionistas ganham;*
- *obtenção de crescimento sustentado com aumento dos resultados do negócio, diferenciando e valorizando a empresa perante o mercado ou no setor em que atua;*
- *promove a cultura de alto desempenho e avaliação pelos resultados alcançados, como forma de incentivar e direcionar todos participantes do negócio a aumentar o Valor Econômico Criado - VEC.*

6 - Como uma empresa pode usar a metodologia que o senhor esta sugerindo?

A metodologia pode ser utilizada por qualquer tipo de empresa. A grande conveniência é que ela permite identificar, com certeza, se a empresa é ganhadora ou se é perdedora. Além de ser instrumento técnico para uso dos dirigentes, é também importante ferramenta para subsidiar o investidor quando avaliar se sua ação está oferecendo um retorno compensador. Usar a sistemática *VEC* possibilita identificar aonde e porque a empresa é vulnerável, ou porque seu lucro econômico não é suficiente para fazer frente ao desempenho da concorrência. Por exemplo, grande parte das empresas continuam investindo em estoques sem avaliar, convenientemente, quando este fato influencia sua destruição de valor, ou então, permanecem com ativos que não contribuem para a geração de valor, ou, ainda, têm produtos que dão lucro, mas não se considera o desgaste gerado pela desproporcional quantidade de capital utilizado e o lucro obtido. Considerando os resultados e evidências, a metodologia com foco na *Criação de Valor ao Acionista - VEC* é o caminho eficaz para identificar e qualificar a situação econômico-financeira efetiva da empresa, possibilitando conseguir resultados expressivos, aumentando seu valor de mercado. ■