

O conceito de Criação de Valor

A Criação de Valor foi tema de encontro realizado pela Subcomissão de Planejamento Estratégico do IBEF SP, no dia 14 de outubro, na sua sede, em São Paulo. O Instituto convidou Oscar Malvessi, professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGV) e consultor em Criação de Valor da empresa que leva o seu nome, para explicar a metodologia. Ao apresentar o especialista, Ricardo Eguchi, coordenador da Subcomissão, ressaltou a importância de se discutir o assunto, considerando que o tópico pode variar de acordo com o entendimento de cada profissional ou empresa.

Malvessi iniciou sua palestra relatando que o interesse pelo tema nasceu após reportagem publicada pela revista Forbes, em 1993. O desejo de se aprofundar sobre o tema surgiu depois de ler o livro “The Quest for Value”, de G. B. Stewart III, editora Harper Business. Para ampliar ainda mais seus conhecimentos, decidiu complementar seus estudos na Universidade do Texas, nos Estados Unidos. Em sua tese de doutorado, investigou a experiência de empresas privadas de capital aberto no Brasil entre 1993 e 1998.

Segundo ele, boa parte de seu fascínio pela disciplina resultou da possibilidade de atestar as descobertas dos estudos por meio de sua experiência anterior como diretor financeiro de empresas nacionais “desestruturadas financeiramente”. Malvessi lembrou que a base de dados do seu projeto está sendo atualizada pela sétima vez. “Estudar demonstrações financeiras no Brasil é complicado, pois não há organização das empresas neste sentido e os dados das demonstrações divergem com frequência”, afirmou.

Malvessi disse, em seguida, que as áreas de marketing e finanças estão estritamente ligadas, e que a marca de um produto ou empresa é um reflexo nítido da estratégia financeira adotada. Em uma análise conservadora, afirmou que o foco deve estar no lucro e em indicadores de análise, como o Ebitda. Já a governança corporativa, na intenção de criar valor, deve ater-se a termômetros como: melhores práticas, trans-



De acordo com Oscar Malvessi nem sempre o conceito de Criação de Valor está associado ao lucro

parência e equidade. De acordo com ele, “a mentalidade e a cultura das empresas devem acompanhar a velocidade dos acontecimentos, o que não tem ocorrido”.

Malvessi chamou a atenção para um fato que considera pouco observado pelas empresas: a liquidez deve ser bem remunerada. Também tratou do monitoramento considerado como o ideal, o qual, na sua opinião, não deve considerar apenas o último trimestre para analisar o crescimento. “O histórico da empresa deve ser avaliado minuciosamente, a fim de evitar que haja uma ilusão de crescimento baseada em números de curto prazo”, ressaltou.

Apresentação de cases

Ele falou ainda da diferença entre o que o investidor busca, ou seja, o fluxo de caixa bruto – capaz de pagar encargos, juros e principal emprestados –, baseando-se em métricas como o Ebitda, e o que o analista busca, isto é, uma taxa que

"Estudar demonstrações financeiras no Brasil é complicado, pois não há organização das empresas neste sentido e os dados das demonstrações divergem com frequência"

remunere a oportunidade. Apresentou a contradição comum de uma empresa que possui lucro líquido e destrói valor, ao mesmo tempo. Para exemplificar, Malvessi citou o caso da compra da Antarctica pela Brahma, a qual foi antecedida por um período de aparente crescimento de ambas, mas que culminou em uma curva gráfica de crescimento da Brahma e constante queda da Antarctica. "No último ano antes de ser comprada, a Antarctica manteve o *status quo* e detonou seu resultado operacional", resumiu.

Malvessi mencionou o relatório da companhia Brahma de 1999, que trouxe registrada a intenção de ser a maior companhia do setor de bebidas na América Latina, e que, para atingir seus objetivos, condicionou a remuneração variável dos seus executivos a um mínimo de 15% no EVA (Economic Value Added). Ele mostrou uma tabela com a evolução do valor de mercado da AmBev de 1999 a 2008, revelando que os números relativos a vendas líquidas e a lucro operacional acompanharam o crescimento, fazendo a seguinte previsão: "Num período de três anos, a companhia terá caixa suficiente para comprar outra do mesmo tamanho que o dela."

Da mesma forma, também citou a cultura da Coca-Cola,

empresa que apregoa que todas as operações e unidades devem gerar retornos superiores ao custo de capital, a fim de que se possa criar valor ao acionista. Malvessi lembrou que, em 1985, o então CEO da companhia, Roberto Goizueta, fez um depoimento no qual afirmou que o EVA proporciona um método fácil de entender os resultados e facilita a tomada de decisões que geram mais valor à empresa. De acordo com ele, durante a gestão de Goizueta, que ficou conhecido por colocar ordem nas finanças da Coca-Cola, o valor de mercado das ações da empresa passou de US\$ 4,3 bilhões para US\$ 152 bilhões.

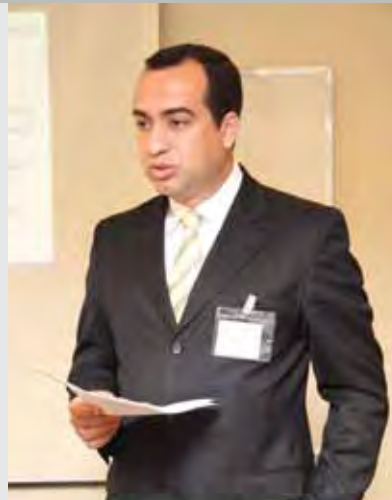
Malvessi apontou a contradição entre o objetivo óbvio de qualquer empresa de capital aberto, que é criar valor ao acionista, e a conclusão de sua tese de doutorado. "Dois terços das empresas pesquisadas apresentaram lucro, mas somente cerca de 15% criaram valor", afirmou.

Outro *case* citado por Malvessi foi o da empresa Souza Cruz. Segundo ele, a multinacional, cuja matriz destaca-se por seu alto nível de exigência, utiliza o conceito claro de meritocracia na remuneração de seus acionistas. "Na Souza Cruz, o lucro é totalmente distribuído e o patrimônio se mantém estável", explicou. Ele apontou ainda as diferenças que devem ser observadas entre as definições de lucro, valor e caixa.

"O histórico da empresa deve ser avaliado minuciosamente, a fim de evitar que haja uma ilusão de crescimento baseada em números de curto prazo"



Roberto Goldstajn, Antonio Luis Aulicino (IDS), Adelino Dias Pinho, Sergio Volk (Magno Consultores) e Keyler Carvalho Rocha (FEA-USP)



Oscar Malvessi (FGV) e Ricardo Eguchi (MZ Consult)
André de A. Souza (Ernst & Young Terco)

Caso emblemático

Malvessi afirmou que as empresas com lucro podem destruir valor sem que o processo seja percebido pelos gestores e acionistas, pois, ao distribuir dividendos e lucros, é preciso existir valor compatível. “Destrói-se valor quando o retorno de capital é menor que o custo de capital, e a estratégia de manter a visão tradicional não é capaz de responder se o valor real está sendo criado e, também, não indica quem é que está contribuindo para a criação deste valor”, destacou.

Em seguida, Malvessi abordou um caso considerado emblemático – o da Sadia – e o aprendizado que sua falência representou. Ele falou sobre os motivos que levaram à sua expressiva destruição de riqueza e à sua posterior venda – a Perdigão comprou a companhia depois que a situação financeira da Sadia chegou ao limite. Malvessi observou que, quando não se adota formalmente a Criação de Valor ao acionista, a punição é certa, mesmo que demore a chegar. Malvessi expôs gráfico comparando os números de valor de mercado e de vendas da Sadia. Ele apontou que grande parte dos lucros da Sadia vinha da especulação financeira, e não do operacional. “A Sadia destruiu seu valor com estratégias mal traçadas, durante dez anos”, explicou.

Na sequência, abordou o conceito original de valor disseminado entre as companhias internacionais, que desconsidera 100% de receita financeira. “A realidade dos países desenvolvidos é outra, ou seja, não existe a mesma instabilidade que nós temos, e os ativos financeiros são no máximo de 3%, frente a 97% de lucro operacional. Os 3% são para garantir proteção, não para ganhar dinheiro”, explicou.

Malvessi expôs alguns aspectos considerados relevantes para análise e reflexão, como, por exemplo, questionar se são as decisões internas ou os fatores externos que podem destruir a riqueza do acionista. Da mesma forma, é importante observar se o nível de liquidez deve ser conservador para que a empresa mantenha suas atividades. E levantou a seguinte questão: “Estratégias de marca, prêmio e liderança dão susten-

tabilidade e perenidade a uma empresa?” Segundo Malvessi, é preciso saber se os resultados financeiros expressivos criam valor ao acionista ou podem destruir a riqueza. “É necessário refletir sobre a seguinte questão: ‘É estratégico manter um percentual relevante do capital operacional na atividade?’” Em seguida, questionou mais uma vez: “Será que adotar níveis superiores de alavancagem financeira leva a empresa a crescer mais que os concorrentes?” Para ele, é importante questionar se manter aplicações financeiras elevadas por períodos longos é uma decisão operacional e se o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas gera valor ao acionista.

O tema abordado gerou discussão entre os presentes acerca da pressão do mercado sobre os executivos, a fim de gerar resultados a qualquer preço, trimestre a trimestre. Malvessi, por seu turno, disse que falta orientação das companhias para geração de valor em longo prazo, e que o período considerado para análise do crescimento deve ser de três a cinco anos. Durante o debate, houve consenso de que é preciso ocorrer uma mudança comportamental dos gestores.

Malvessi criticou a visão dos acionistas, que deveriam conhecer melhor a empresa, e, igualmente, os diretores financeiros, que não estão adequadamente atualizados. “Por um lado, o acionista é exigente, por outro, não sabe o que exige”, observou.

Ao fazer suas considerações, deixou transparecer seu pessimismo quanto às empresas brasileiras, que, na sua opinião, estão demorando a atentar para o perigo que correm. Ele apontou que 50% das fusões e aquisições não obtêm sucesso, principalmente por divergências de cultura e estratégia financeira entre as empresas envolvidas no processo.

Também criticou a postura da maioria dos cursos de finanças. Segundo ele, “os cursos ensinam da mesma maneira há décadas e não têm contribuído para formar profissionais com visão atualizada da metodologia de Criação de Valor”.

Ao final do evento, o presidente da Comissão Técnica do IBEF SP, André de Araújo Souza, agradeceu a participação de Malvessi e da plateia. ■