

(Integra do artigo publicado na Revista da CVM – Comissão de Valores Mobiliários – Nº 33, em janeiro de 2001)



Criar Valor é Criar Riqueza; Criação de Valor ao Acionista

*Por Oscar Malvessi**

Empresas, de todos os segmentos, passam por dificuldades sem entendê-las e, muitas vezes, nem as identificar. Por mais que o gestor esteja preparado e seja experiente, e a empresa bem administrada, ocorrem problemas que conseguir controlá-los passa a ser um verdadeiro desafio.

Devido à competitividade crescente, a velocidade cada vez maior com que estão ocorrendo as modificações dos negócios e a globalização dos mercados, as empresas estão sendo cada vez mais exigidas em atitudes e técnicas mais eficazes, que propiciem respostas vantajosas, ao lado de alternativas ágeis, tangíveis e claras na sua utilização.

As necessidades de reduzir custos e melhorar continuamente o desempenho das empresas estão e estarão presentes, forçando-as a buscar saídas criativas e inteligentes, visando o crescimento sustentado.

Portanto, interpretar convenientemente o que está ocorrendo com as atividades da empresa e buscar a melhoria contínua dos resultados econômicos é, simplesmente, fundamental.

Com certeza, esta não é tarefa fácil e a procura por novos e mais eficientes sistemas decisórios é cada vez mais intensa. Surgem, permanentemente, novidades para a administração dos negócios, o que obriga o gestor a avaliar continuamente a conveniência de incorporar ou não estas novas tecnologias, para não incorrer em modismos, inócuos.

Tentando levantar dados fidedignos da empresa que deem margem a melhores interpretações e novas direções no planejamento estratégico, criam-se, frequentemente, novas propostas de análise para a performance econômico-financeira de empresas.

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

**www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor**

Criado nos Estados Unidos, bastante conhecido e usado naquele país e já amplamente divulgado pelo mundo, está começando a chegar ao Brasil o método de análise com foco na *Criação de Valor ao Acionista*.

Capitalizar, criar valor e manter o acionista é uma preocupação mundial, uma vez que existem diferentes opções de investimento. Tornar transparente e evidente que a empresa acumula riqueza para o acionista, é uma forma de mantê-lo e, conseqüentemente, manter o patrimônio da empresa.

Com a proposta de melhorar a interpretação do que acontece nas empresas nos últimos anos, a área de finanças tem utilizado uma dessas novas técnicas de administração, a *Criação de Valor ao Acionista* como metodologia de monitoramento de sua performance econômico-financeira.

O livro *The Quest for Value*ⁱ e o artigo *The Real Key to Creating Wealth*ⁱⁱ, representam os marcos iniciais na divulgação desta metodologia e mensuração da *Criação de Valor ao Acionista*, trazendo fundamentação teórica e citando os resultados obtidos com sua utilização.

Esses conceitos aplicam-se tanto para empresas sem fins lucrativosⁱⁱⁱ quanto para aquelas com fins lucrativos aos acionistas, empresários, gestores, investidores e comunidade financeira em geral.

A metodologia de Criação de Valor se baseia nos princípios modernos de Finanças Corporativas, sendo uma medida de performance econômico-financeira que utiliza o conceito de Lucro Residual ou Lucro Econômico (Residual Income^{iv}).

O foco e o entendimento da metodologia de Criação de Valor farão com que a administração da empresa, concentre-se no incremento da riqueza aos acionistas e elimine as distorções resultantes da utilização de dados históricos e dos imprecisos registros contábeis.

Existem diferenças básicas nos valores encontrados quando se usa a metodologia com foco na *Criação de Valor ao Acionista*, comparados com os conceitos tradicionais de análise empresarial. Análises tradicionais usam o Lucro Líquido – LL, Lucro por Ação – LPA, Retorno sobre Ativos – RSA e Retorno sobre Patrimônio Líquido – RSPL. As diferenças ocorrem pelo fato de o conceito de Criação de Valor usar informações muito mais abrangentes, levando em consideração variáveis importantes como o custo monetário de todo o capital aplicado, o risco do negócio, o valor do dinheiro no tempo, além de ajustes específicos nas demonstrações financeiras.

Se os instrumentos baseados na Criação de Valor ao Acionista *forem devidos e corretamente aplicados e interpretados*, vão possibilitar, na administração da Empresa, mensurar se o desempenho econômico-financeiro foi bom, ou seja, se o *Valor Econômico Criado* – VEC® – pelo negócio é efetivo e sustentável.

Este método proporciona aos gestores um novo enfoque sobre os negócios e permite a introdução de planos de remuneração variáveis baseadas na evolução do desempenho econômico-financeiro, isto é, efetivamente no VEC®. Assim, possibilita e fortalece a visão de participação nos

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

resultados que criam valor, fazendo com que os gestores se sintam – e passem a agir – como se fossem proprietários da empresa.

Os benefícios proporcionados pela utilização da metodologia com foco no VEC® se dão, especialmente, quando a empresa estiver apresentando problemas decorrentes de:

- perda de competitividade e diminuição dos resultados;
- mudanças na liderança da empresa e/ou da influência dos acionistas;
- adaptação às novas realidades do mercado;
- erosão ou perda do valor econômico do negócio e/ou da própria empresa;
- necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance econômica.

A opção da empresa pela utilização da metodologia com foco no VEC® proporciona vantagens competitivas ao negócio, criando valor pelas constantes melhorias operacionais e econômicas da atividade, identificada através de:

- análise da estrutura dos recursos aplicados considerando o desempenho e a evolução da receita, com o controle dos gastos e com a melhoria contínua do resultado operacional;
- tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criam valor para a empresa e/ou unidade de negócios;
- mudanças na atuação dos gestores, fazendo com que passem a atuar com visão de verdadeiros proprietários da empresa, com participação crescente nos resultados, à medida que criam valor ao alcançar as metas estabelecidas;
- análise da estrutura e do custo de capital, bem como sua influência passada e futura.

A *Revista Fortune*, publicação americana de alta credibilidade, analisa anualmente diversas empresas e elege a lista das “Empresas mais admiradas do mundo”^{iv}. Os atributos que permitem incluí-las nesta seleção são:

- Solidez financeira e uso adequado do patrimônio dos acionistas;
- Destaque na atuação e projeção internacional;
- Valor dos investimentos de longo prazo;
- Qualidade geral da administração, dos produtos e serviços;
- Capacidade de inovação, comprometimento com a comunidade e respeito pelo meio ambiente;
- Capacidade de atrair, promover e manter profissionais.

Considerando que as avaliações recaem sobre empresas de projeção mundial, que são todas de capital aberto, é evidente a importância do acionista: conhecer criticamente, mensurar e promover o patrimônio deles é fundamental.

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

Fica clara, então, a necessidade de adoção de estratégias competitivas, de longo prazo, para a obtenção de resultados econômicos duradouros, com foco na *Criação de Valor ao Acionista*.

Assim, para ter sucesso, uma empresa precisa utilizar instrumentos de gestão que lhe permitam reestruturar e reinventar sua maneira de agir, trabalhar e competir.

Entre os analistas do mercado financeiro nos Estados Unidos, como nos meios profissionais e acadêmicos, têm estado em evidência, entre outros, os conceitos com foco na *Criação de Valor ao Acionista*, como o MVA^{vi}, (*Market Value Added – Valor Adicionado pelo Mercado*), e o EVATM (*Economic Value Added – Valor Econômico Adicionado*).

Vamos chamar o MVA de Valor Adicionado pelo Mercado (VAM) e o EVA de Valor Econômico Criado (VEC[®]), ou simplesmente de Criação de Valor (CV). Vamos também nomear o Nopat (*Net Operating Profit after Taxes*) como Lucro Operacional Líquido do Imposto de Renda (LOLIR) e o Wacc (*Weighted Average Cost of Capital*) como Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

Para a equação do VEC[®] utilizam-se os valores do LOLIR e dos Encargos do Capital. O LOLIR é o lucro operacional decorrente das operações da empresa após a dedução do imposto de renda, porém, antes da dedução dos encargos do capital. Como o LOLIR não depende, e também não é influenciado pela alavancagem financeira da empresa, ele representa uma visão clara dos resultados das operações do negócio, bem como o *disclosure* do desempenho operacional desta empresa.

Em outros termos, é o lucro operacional gerado para suportar os retornos de caixa requeridos pelos investidores e proprietários para compensar as relações risco-retorno do investimento. Os encargos de capital são o produto do montante do capital aplicado na empresa pelo CMPC, e deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido. Desta maneira, a fórmula de cálculo do Valor Econômico Criado (VEC[®]) é:

$$\text{VEC}^{\circledast} = \text{LOLIR} - \text{Custo de Capital}$$

Onde:

$$\text{Custo de Capital} = \text{CPMP} \times \text{Capital Aplicado}$$

$$\text{CPMP} = (\text{Passivo} \times \text{Custo Capital Após I.R.}) + (\text{P. Líq.} \times \text{Custo Capital}).$$

Há *criação de valor* quando o LOLIR for maior que o custo do capital aplicado no negócio.

Há *destruição de valor* quando o LOLIR for insuficiente para cobrir o custo do capital requerido pelos investidores e acionistas.

O conceito do VAM representa uma medida cumulativa de performance em valores monetários da empresa, isto é, indica o valor adicionado aos acionistas pelo aumento no valor de mercado das ações, quando comparado com o valor originalmente investido. Sob a ótica de

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC[®] - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

mercado, o VAM reflete os resultados financeiros, revelando se a empresa criou ou destruiu riqueza. Ele demonstrará, portanto, o nível de acerto das decisões tomadas no passado e até o momento, como, também, refletirá os resultados futuros dos fluxos do VEC®, trazidos a valor presente.

Maximizar o valor do VAM deverá ser o objetivo principal de qualquer empresa que esteja empenhada em adicionar valor sustentado aos seus acionistas. Isto só será possível, se ela trabalhar com foco na *Criação de Valor*.

Em conjunto com o VAM, o VEC® orientará no estabelecimento e priorização de metas internas e externas, de curto e de longo prazo, direcionando a administração da empresa para decisões estratégicas que visam o foco e o aumento da *Criação de Valor ao Acionista*.

Assim, o VAM pode ser interpretado como:

VAM = Valor de Mercado da Empresa – Valor Investido pelo Acionista

Ou,

VAM = Valor presente dos futuros VEC®

Empresas de sucesso, que constam do ranking das “500 da *Fortune*”, já utilizam a abordagem de *Criação de Valor ao Acionista*, entre elas Coca-Cola, Wal-Mart, AT&T, Quaker Oats, Briggs & Stratton, U.S. Postal Service, Eli Lilly, Equifax, SPX Corporation.

No Brasil, o assunto ainda é bastante novo. Sabe-se que as empresas Aços Villares, Globopar, Andrade Gutierrez, Alcan e Spal, entre outras, estão utilizando essa abordagem. A Brahma nas demonstrações financeiras publicadas em 1996, informa que iniciou a aplicação da metodologia do EVA. Já no relatório anual de 1999, a Brahma apresenta gráficos e valores históricos sobre o comportamento obtido quanto ao valor do EVA e do Nopat.

A título de ilustração, baseados nas demonstrações financeiras consolidadas, publicadas pela imprensa e referentes ao Grupo *Brahma*, vamos analisar os principais indicadores de desempenho econômico-financeiro com foco na abordagem de *Criação de Valor ao Acionista*.

A análise compreende o período de 1995 a 1998, considerando os indicadores através da análise horizontal, conforme apresentados na tabela I:

INDICADORES DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO – Tabela I				
Análise Horizontal	1995*(%)	1996(%)	1997(%)	1998(%)
Patrimônio Líquido	100	125	137	144
Passivo Oneroso	100	174	245	293
EVA	100	230	230	27
EVA – II	100	194	197	50
Dividendos pagos	100	874	195	186
Preço das Ações	100	150	179	131

(*) 1995 é o ano base da análise.

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

Os indicadores acima mencionados, correspondentes ao comportamento do Patrimônio Líquido e do Passivo Oneroso, demonstram a percepção da administração da empresa na avaliação e na implementação de uma nova estrutura de capital, iniciada e alterada a partir de 1995. Pode-se inferir que a mudança de postura da empresa, quanto à nova estrutura de capital teve, como objetivo estratégico, *Criar Valor ao Acionista*, uma vez que, a partir daí o EVA cresce com expressiva relevância, quando comparado com os indicadores da nova estrutura de capital.

A comprovação da eficácia desta estratégia financeira se consolida com as melhorias observadas na análise dos anos seguintes, o que pode ser confirmado com a avaliação e interpretação do comportamento dos indicadores apresentados.

Visando adequar-se a essa nova política, a empresa pagou aos acionistas montante expressivo de dividendos no início de 1996, correspondendo ao representativo valor de 41% do Patrimônio Líquido. Como resultado dessa decisão, o Patrimônio Líquido permaneceu praticamente estabilizado, enquanto as necessidades permanentes de capital foram financiadas com empréstimos crescentes, assumindo, assim, uma nova dimensão para a estrutura de capital.

O desempenho do EVA apresentou, inicialmente, comportamento muito expressivo, com crescimento de 130% de 1995 para 1996. Em 1997 manteve o nível do ano anterior, baixando para somente 27% em 1998.

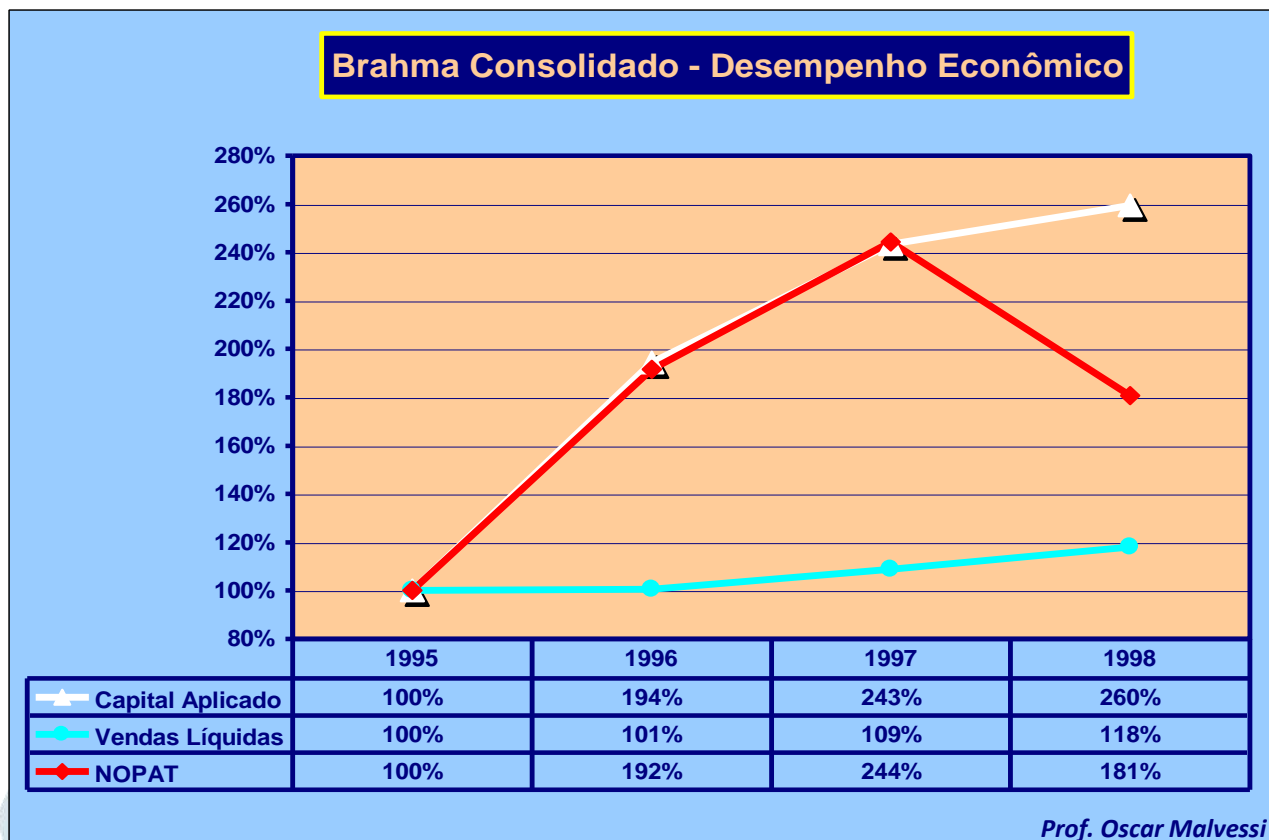
A mudança na estratégia de mercado da empresa alterou sensivelmente as margens e o resultado operacional em 1998, diminuindo respectivamente o valor do Nopat e do EVA do período.

Por outro lado, percebe-se que quando consideramos o impacto das receitas financeiras para o cálculo do indicador EVA-II, o resultado comparado é favorável somente em 1998 devido, principalmente, à diminuição do resultado operacional e à manutenção das receitas financeiras.

No gráfico I, apresentamos o comportamento de três importantes indicadores de desempenho econômico, que auxiliam no entendimento dos fatores que levam uma empresa a criar valor, ou seja, o montante do capital aplicado no negócio, o desempenho das vendas líquidas e o correspondente resultado operacional demonstrado através do Nopat.

Analisando os componentes do gráfico I, pode-se destacar o aumento expressivo do capital aplicado no negócio, gerando um sensível aumento no indicador de vendas líquidas. Entretanto, quando comparamos com o expressivo aumento obtido pelo Nopat, devemos inferir que o excelente desempenho desse indicado se deveu à melhoria contínua obtida conjuntamente pela gestão operacional e do capital aplicado.

Gráfico I



Assim, esses fatores trouxeram uma expressiva elevação mais que proporcional ao Nopat, quando comparado com o crescimento obtido pelas vendas da empresa no período. Note-se que o comportamento apresentado pelos indicadores foi de 92% de 1995 para 1996, de 144% em 1997 e de 81% em 1998. Ainda considerando o exemplo das informações da Brahma Consolidado, vamos analisar outros três importantes indicadores no Valor Econômico Criado, de acordo com as informações apresentadas no gráfico II, onde podem ser avaliados os comportamentos das relações do Nopat/Capital Aplicado, do Nopat/Vendas Líquidas e do EVA/Capital Aplicado.

Ao compararmos o comportamento dos indicadores de Nopat com o Capital Aplicado e do Nopat com as Vendas Líquidas, identificamos a expressiva produtividade e capacidade da empresa na utilização dos recursos operacionais, assim como a expressiva capacidade de geração operacional de caixa, demonstrada através da análise desses indicadores.

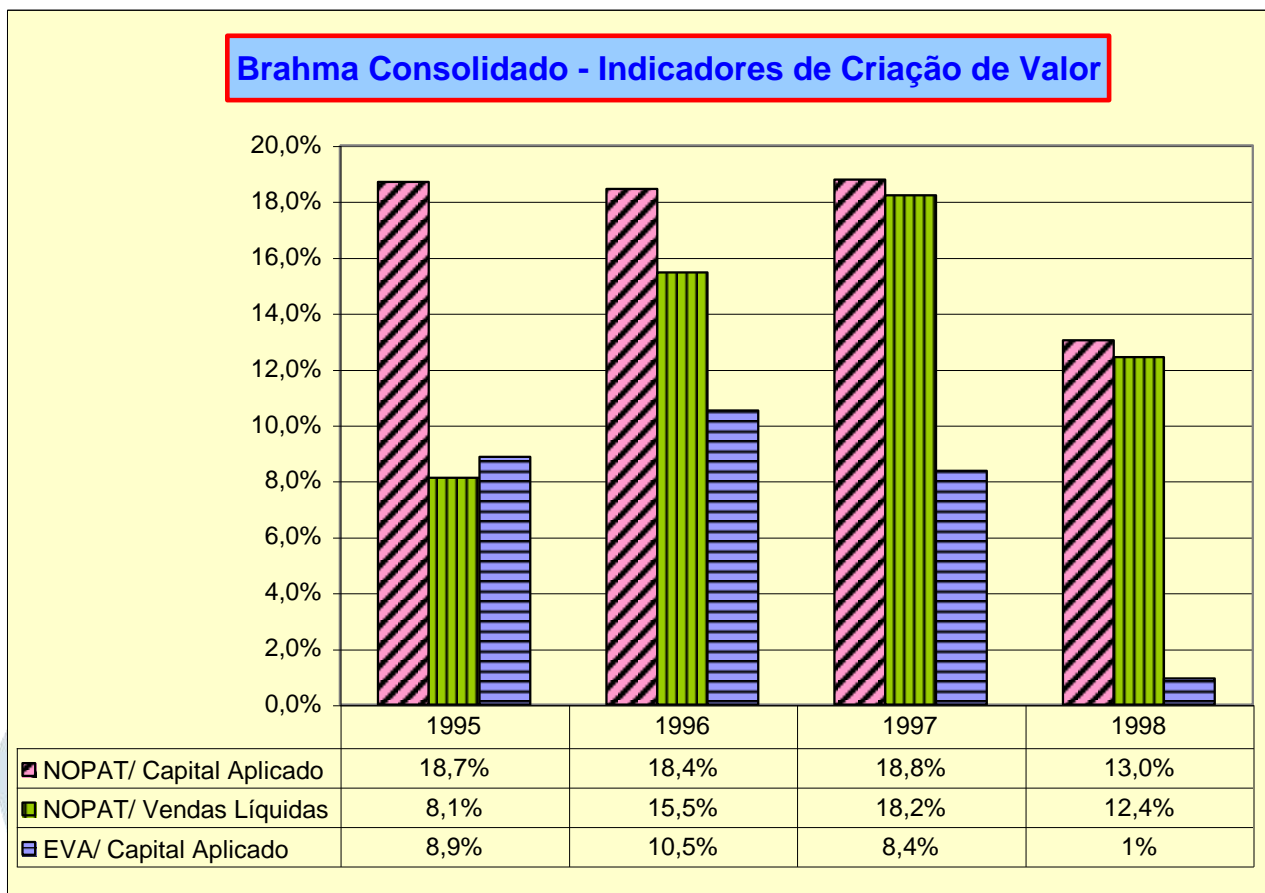
Por outro lado, a relação observada pelo indicador EVA/Capital Aplicado define e coloca a empresa no seletivo grupo de empreendimentos privados que *Criam Valor ao Acionista*.

Desta forma, com a análise do conjunto de indicadores de desempenho econômico-financeiro com foco no Valor Econômico Criado, constatamos que a empresa se beneficiou vigorosamente com a incorporação da metodologia com foco na *Criação de Valor ao Acionista*, estando preparada e posicionada estrategicamente no mercado.

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

Gráfico II



Concluimos, assim, que o novo instrumento de gestão de empresas com foco no Valor Econômico Criado (VEC®), disponível aos empresários, gestores, analistas, investidores e à comunidade financeira em geral, possibilita avaliar de maneira mais eficaz, com a rapidez que o mercado exige, a mensuração do resultado econômico resultante das estratégias definidas e adotadas pela empresa, diminuindo assim a fragilidade das análises convencionais, aumentando a qualidade de resposta e, portanto, proporcionando decisões oportunas no momento certo, ensejando a Criação de Valor (CV).

Em outras palavras, é preciso estar atento ao fato de que a empresa, mesmo apresentando na última linha da demonstração de resultados a expressão *lucro* pode, na realidade, estar destruindo seu valor e, conseqüentemente, os valores do acionista.

Entretanto, quando o empresário e/ou investidor decide aplicar seus recursos financeiros em uma empresa, está implícita a relação risco-retorno do investimento. Sendo assim, visto que o investidor tem por objetivo retorno financeiro, a responsabilidade da empresa é simples e clara: ela deve *Criar Valor ao Acionista*, sob o risco de perdê-lo. A empresa só justifica sua existência ao criar

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

riqueza.

Portanto, é imprescindível a utilização dos instrumentos de gestão com foco no VEC®, para identificar os reais problemas da empresa, analisá-los crítica e corretamente, orientar as decisões administrativas, assegurando a manutenção do patrimônio da Empresa para si própria e para garantir e aumentar o lucro econômico, mantendo a fidelidade do acionista a ela.

É importante lembrar...

A empresa só justifica a sua existência ao criar riqueza...

E ela só terá sucesso se Criar Valor Econômico.

* **Oscar Malvessi** é Consultor de Empresas e Professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – EAESP-FGV. E-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br

Bibliografia:

- Caetano J. R., (1999). *Por que a Brahma vale mais que a Antártica*. Revista Exame, edição 699 n.º 21.
- Gapenski, L. C., (1996, March). *Using MVA and EVA to measure financial performance (market value added; economic value added)*. Healthcare Financial Management.
- Grant, J. L., (1997). *Foundations of Economic Value Added*. Frank J. Fabozzi Associates.
- Malvessi, O., (2000). *Empresas Criam ou Destroem a Riqueza dos Acionistas*. Revista Mercado de Capitais – Abamec-SP, edição n.º 81.
- Malvessi, O., (2000). *Criação ou Destruição de Valor ao Acionista*. Revista Conjuntura Econômica – FGV, vol. 54, n.º 1.
- Malvessi, O., (1999). *Empresas Criam ou Destroem Riquezas*. Jornal Gazeta Mercantil, edição de 26/10/1999, pg. A-3.
- Rappaport, A., (1998). *Creating Shareholder Value*. 2nd ed. The Free Press.
- Stewart, G. B. III, (1991). *The Quest for Value*. Harper Business.
- Titman, S. & Grinblatt, M., (1998) *Financial Market and Corporate Strategy*. Irwin / McGraw-Hill.
- Tully, S., (1998, 9 Nov.). *America's Greatest Wealth Creators (GE, Coke and Microsoft are still the big 3)*. Fortune.
- Tully, S., (1993, 20 Sept). *The Real Key to Creating Wealth*. Fortune.

ⁱ Stewart, G. B. III, (1991). *The Quest for Value*. Harper Business

ⁱⁱ Fortune, (1993, September). *The Real Key to Creating Wealth*.

ⁱⁱⁱ Gapenski L.G., (1996, March). *Using MVA and EVA to measure financial performance*. Healthcare Financial Management.

^{iv} A definição do termo *Residual Income* aparece na literatura de várias maneiras, mas o primeiro autor que fez menção ao conceito de *residual income* foi Alfred Marshall (1890). Ele definiu *Economic Profit*, como o total dos ganhos líquidos menos os juros sobre o capital investido a uma taxa corrente.

^v Fortune, October, 1999 e 2000.

^{vi} EVA e MVA são marcas registradas da Stern Stewart & Co. de New York.