

# O IMPACTO DA INFLAÇÃO

## NOS INDICADORES DE RETORNO DO CAPITAL INVESTIDO



Os índices inflacionários no Brasil passaram por uma profunda mudança de comportamento desde o plano Real. A inflação, mas não só ela, vem sofrendo elevação de maneira inercial, influenciada por fatores como demanda, custos, variações dos preços das commodities, políticas, liquidez global e mesmo a falta de credibilidade das políticas governamentais.

por **ELISEU MARTINS** e **OSCAR MALVESSI**

Portanto, as análises gerenciais não podem deixar de considerar o impacto da variação da inflação e sua recorrência nos preços, influenciando assim o poder de compra da moeda. A mensuração efetiva dos resultados e retornos das empresas é diretamente afetada pelo movimento inflacionário – que, dessa forma, não pode deixar de ser tratada quando se avaliam decisões de investimento. É imprescindível ao gestor então, poder contar com um instrumento, ou uma estratégia que lhe permita realizar essa mensuração.

O presente artigo responde às seguintes questões:

1. Como melhorar a capacidade de mensuração do capital investido na operação?
2. Como ampliar os resultados operacionais?
3. Como melhorar o cálculo do ROIC comparado ao WACC?
4. Como aumentar a Criação de Valor-VEC?
5. Como aumentar o valor de mercado da empresa?
6. Como ampliar a riqueza do acionista e stakeholders?
7. Como preservar a perenidade do negócio?

### **A INFORMAÇÃO FINANCEIRA SEMPRE TEM VALOR**

Informações financeiras corretas são a matéria-prima para a tomada de decisões assertivas por parte de executivos e gestores. Entretanto, o valor e a confiabilidade dessas informações vão depender dos critérios para avaliá-las e da forma como serão consideradas, sejam como parte de uma análise, sejam para dar suporte a uma decisão estratégica financeira.

Na linguagem dos negócios, a informação financeira de uma empresa pode ser representada na estrutura das DFs em:

- *contas de ativo, representadas pelo capital investido na operação (estoques, contas a receber, imobilizados, participação societária, entre outras);*
- *nas de passivo, representadas pelo capital financeiro do negócio (obrigações, empréstimos, patrimônio líquido);*
- *nas contas da DRE que compõem o resultado (receita líquida, lucro bruto, EBITDA, lucro operacional, LOLIR e lucro líquido).*

## ENFOQUE

Assim, ao se fazer uma análise histórica das informações das DFs, os valores encontrados terão variado no tempo – influenciadas pelo impacto da inflação em diferentes períodos.

**Por exemplo:** quanto valem R\$ 1.000? Depende. Existem ao menos duas formas de se analisar e dar resposta a essa questão:

- 1. Valor atual:** O valor de R\$ 1.000 investidos hoje pode ser representado pelo valor presente dos fluxos de caixa que viriam a gerar no futuro. Logo, o valor desses R\$ 1.000 será superior se tal recurso for capaz de gerar fluxos de caixa superiores ao seu valor investido no momento zero (dados o custo de oportunidade da empresa, o do capital próprio ou o WACC, conforme a versão). Aí vem a escolha: ou se faz a projeção dos fluxos de caixa futuros, utilizando valores nominais previstos – o que embute a inflação, e a taxa de desconto tem que também embutir a inflação estimada; ou se projetam os fluxos ao valor da moeda hoje, sem embutir inflação, e se efetua o cálculo com base numa taxa de desconto real, também sem inflação.
- 2. Valor passado:** Ao se comparar os R\$ 1.000 com algum valor investido no passado, é preciso fazer a equivalência em uma mesma base monetária, para que a comparação seja válida e correta. Afinal, R\$ 1.000 investidos hoje tem poder de compra diferente dos R\$ 1.000 do ano 2000, ou de 2010 ou mesmo de 2020. Assim, para que se possa tomar uma decisão correta, o índice de inflação deverá ser usado como indexador, para que se faça o ajuste necessário à comparação. Isso é o que manterá a equidade de valor e o nível de poder de compra dos bens.

É interessante notar que recorrentemente se lembre da inflação nas projeções futuras, mas que com tanta frequência a inflação passada seja deixada de lado.

### OBJETIVO E COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

O objetivo deste texto é demonstrar as diferenças entre o uso das informações financeiras em moeda nominal, como registradas na contabilidade, e o uso, em moeda constante, que a gestão da empresa faz ao tomar suas decisões.

A análise tem como base de dados o período de 2010 até 2020. A amostra é composta por 130 empresas abertas (base de empresas a partir da Tese Doutorado na EAESP FGV de

2001), que compõem o Índice de Governança Corporativa da B3 (já deduzidas as empresas *outliers*). Desse conjunto, 10 companhias efetuaram as atualizações das DFs da maneira definida pela norma ICPC-10, de 4 de dezembro de 2009.

O uso de informações financeiras elaboradas com o mesmo poder aquisitivo se traduz em informações gerenciais adequadas e corretas, seja para decisões de investimento, para avaliações dos investidores, ou para serem empregadas no cálculo dos indicadores de retorno que representam a avaliação dos resultados econômicos das operações.

Portanto, o objetivo é demonstrar:

- a. As relevantes diferenças entre valores históricos e valores atualizados com mesmo poder aquisitivo em uma análise gerencial;
- b. As significativas mudanças para as decisões gerenciais dos executivos e gestores – em razão da expressiva alteração nos indicadores de resultados – e na mensuração dos indicadores de retornos.

Com os dados das empresas já avaliados, é possível afirmar que só as informações financeiras gerenciais transformadas em moeda de um mesmo poder aquisitivo, permitem tomar decisões corretas, que criem valor para empresa e elevem riqueza – mantendo a sustentabilidade econômica do patrimônio investido pelo acionista.

Para manter constante o poder aquisitivo da moeda nas análises, recomenda-se aplicar a metodologia do VBM-Value Base Management, ou Criação de Valor-EVA/VEC. Com ela, é mandatório atualizar as informações das DFs no tempo, em termos monetários, ou seja, equalizar os valores, com o uso dos índices de inflação no Brasil – em particular o IPCA como publicado oficialmente pelo Banco Central.

### O HISTÓRICO DA INFLAÇÃO NO BRASIL APÓS O PLANO REAL

Na tabela 1, demonstra-se o comportamento histórico a partir de 1996, ano em que as empresas deixaram de considerar o impacto da inflação nas DFs publicadas, decomposto em vários períodos, com a inflação medida pelo índice de inflação e outros indicadores IPCA e IGP-M, além do dólar.

Entre 1996 e 2020, constata-se uma variação de 654,88% no IGP-M – maior que a do IPCA (346,92%) e a do dólar (434,03%). Já no período de 2010 a 2020, a variação no IGP-M foi de 131,16%, enquanto o IPCA variou 84,27% e o dólar, 198,42%.

**Tabela 1 - Indicador de Inflação e outros indicadores de preços - 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%
2015-2020	36,97%	67,52%	95,67%
<b>1996-2020</b>	<b>346,92%</b>	<b>654,88%</b>	<b>434,03%</b>
<b>2010-2020</b>	<b>84,27%</b>	<b>131,16%</b>	<b>198,42%</b>

Fonte: www.ipeadata.gov.br

Um bem comprado por R\$ 100 milhões em fins de 1996 deveria ter seu custo registrado ao final de 2020 por R\$ 447 milhões. Se vem sendo depreciado, de quanto será a subavaliação dessa depreciação – e de quanto será a superavaliação do lucro, inclusive para fins tributários? Se for vendido, quanto de lucro fictício se estará reportando e tributando? Bem, mas a inflação de 2010-2020 é “só de 84%”. Só? Faça a mesma conta acima. E o que dizer das taxas de inflação de 2021?

Se achar que isso é um ponto específico só de imobilizado, pense no seguinte: você aplicou R\$ 100 milhões no início da década de 2010. Tem, no final, R\$ 200 milhões. Quanto ganhou de fato, considerando a inflação de 84%? R\$ 100 milhões ou R\$ 16 milhões? Pagou quanto de tributo? Que desempenho sua conta na contabilidade estará demonstrando?

Ao considerar essas oscilações, tendo como base a variação do índice IPCA como representativo da inflação, surgem duas questões:

- Em que grau o impacto da inflação distorceu a mensuração dos indicadores de retornos e a análise das DFs ou mesmo de uma decisão de investimento?
- As decisões de investimentos sofrem algum tipo de restrição, considerando que a análise é feita normalmente com valores atuais, ao se comparar com o comportamento histórico atualizado com a inflação?

Sabemos que uma ferramenta técnica fundamental para auxiliar na correta tomada de decisões e na mitigação de riscos é a criteriosa análise de desempenho, resultados e seus indicadores, assim como a comparabilidade equitativa dos valores no tempo.

### **O TEMA DA ATUALIZAÇÃO DOS VALORES**

No Brasil, o tema da correção monetária integral das DFs 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 no assunto é menor, uma vez que a influência inflacionária nos países desenvolvidos é baixa. Ao tratar do assunto, os autores mencionam que valores contábeis estão registrados a custos históricos e não incorporam a inflação – o que inviabiliza a comparação. A inflação influencia as DFs das empresas, já que os valores contábeis podem ser substancialmente diferentes dos valores de ativos e passivos registrados no passado. Isto distorce as formas de se medir crescimento, rentabilidade e retorno. Também influencia os valores efetivos de lucro bruto. Não se corrige o custo dos estoques, receitas financeiras, despesas financeiras e receitas e despesas em geral.

Considerando o histórico dos indicadores de inflação, entende-se que as DFs das empresas no Brasil não podem ser simplesmente analisadas sem considerar, dentre outros efeitos e impactos, os da inflação no tempo. Atualmente, no entanto, essa não parece ser a preocupação técnica nem o caminho adotado pelos gestores, uma vez que o impacto da inflação na contabilidade é um tema complexo, que requer grande esforço. Ele deveria, no entanto – já que não é tratado pela legislação nas DFs oficiais –, ser tratado em âmbito gerencial, com a importância que merece.

### **A INFLAÇÃO NAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS NAS EMPRESAS DISFARÇA A CORRETA MENSURAÇÃO DOS RETORNOS**

A decisão sobre investimentos é a mais importante entre as decisões estratégicas financeiras de uma empresa. Ela representa a qualidade futura dos retornos dos negócios e dos acionistas. Dadas as relações de risco e retorno, a empresa, ao realizar um negócio, tem que estar empenhada em aumentar sua participação no mercado, contribuir para o aumento da geração de caixa, ampliar a criação de valor para si e de riqueza para acionistas e *stakeholders* – adotando no processo princípios ESG, de governança corporativa e visando sua perenidade.

Dependendo do setor, a representatividade dos investimentos fixos nas empresas pode chegar a valores superiores a 70% do capital investido na operação. Por outro lado, a exemplo das empresas comerciais e de prestação de serviços, a representatividade relevante está no nível de capital de giro. Na contramão, valores vultosos em recebíveis e estoques também não têm seu valor ajustado para a inflação no resultado.



## ENFOQUE

Entende-se que, na maioria das vezes, os projetos de investimento são avaliados pelo método VPL-Valor Presente Líquido.

Assim, a decisão de aceitar ou não investir num dado projeto é diagnosticada pela capacidade deste gerar caixa, dada a taxa de retorno requerida. Pelo lado da origem de recursos, a decisão de investir também está relacionada a: capacidade de financiamento, estrutura de capital, custo do capital envolvido no projeto e capacidade do retorno econômico ou ROIC (*Return On Invested Capital*) da empresa superar o custo de capital-WACC e Criar Valor.

### A MÁSCARA DA INFLAÇÃO:

#### A RELEVANTE DIFERENÇA NAS MÉTRICAS

Como dissemos mais acima, no Brasil, a partir de 1996, a Lei nº 9.249 (26/12/1995) obrigou as empresas a não mais demonstrarem a correção do impacto da inflação em suas DFs. Isso reduziu de forma significativa a análise do que realmente se via nos resultados e no desempenho das companhias. A consequência é que isso teria influenciado de forma negativa as decisões de investimento que as empresas vêm tomando desde então. Observa-se que há um desbalanceamento pela correção dos preços na receita e custos, ao mesmo tempo, que se mantém o valor dos ativos históricos.

Pode-se medir resultados financeiros com diferentes “régua”, e cada medição abrirá espaço para distintas interpretações. Mas, independentemente da régua escolhida, é necessário muito cuidado, porque os efeitos do indicador escolhido e o impacto da inflação, podem alterar, de maneira relevante, a forma como a rentabilidade operacional e o ROIC serão percebidos.

A VBM-Criação de Valor-EVA/VEC é a melhor forma de medir e analisar as decisões estratégicas financeiras de uma empresa, já que seu foco é fazê-lo de forma integrada. Essa visão contemporânea é uma nova maneira de analisar, capaz de trazer as informações mais nítidas e fidedignas, possibilitando melhores interpretações e aumentando a qualidade de decisões da empresa.

#### ANÁLISES DAS DEFASAGENS ENTRE O VALOR HISTÓRICO VERSUS O VALOR ATUALIZADO

A Tabela 2, traz as informações resumidas do comportamento histórico das principais contas das DFs das empresas da amostra. O percentual representa a defasagem de valor nos períodos, consideradas as variações entre os valores contábeis registrados com valor nominal versus os valores atualizados em 2020 com o IPCA.

**Tabela 2 – Defasagem percentual nas contas nos respectivos períodos (IPCA)**

Valores Nominais vs Valores Atualizados

Defasagem % nas contas	2010	2012	2015	2018	2020
2.1 - Ativo Permanente	158,0%	133,3%	113,9%	99,2%	85,5%
2.2 - Patrimônio Líquido	166,8%	151,8%	142,8%	122,1%	100,1%
2.3 - Capital Investido	136,4%	115,0%	95,5%	77,1%	63,9%
2.4 - Giro de Capital Investido	-26,1%	-27,6%	-34,8%	-38,6%	-38,1%
2.4 - Receita Líquida	79,0%	59,2%	29,6%	10,8%	3,5%
2.5 - LOLIR	79,0%	59,2%	29,6%	10,8%	3,5%

Repare na impressionante discrepância dos itens 2.1, 2.2 e 2.3 quando analisamos o ano de 2020 em comparação com 2010. Para qualquer empresa, essas contas são as mais relevantes. Nesses casos estudados ficam evidentes a grande variação quando a inflação é considerada corretamente.

Vamos agora analisar os itens 2.4 e 2.5 que se comportam de maneira distinta dos itens anteriores por se tratar de contas da DRE. Por exemplo: de 2015 a 2020 nas Receitas e no LOLIR há 29,6% de efeito inflacionário, percentual que tornam viesadas as análises de crescimento e retorno dos dados referentes ao período. Se forem usadas as informações nominais, o que se terá será um dado impreciso sobre o nível de crescimento efetivo da empresa. Esta imprecisão pode ser a origem de decisões muito, muito erradas.

Assim sendo, as diferenças demonstradas no comportamento das contas da Tabela 2 evidenciam o relevante impacto em cada um dos indicadores de retorno.

### AS RELEVANTES DIFERENÇAS

#### NOS INDICADORES DE RETORNO:

#### COMO FICA O ROIC?

Nas tabelas a seguir, são apresentadas as diferenças dos efeitos da inflação observadas no ROIC (*Return On Invested Capital*). A metodologia VBM-Criação de Valor-EVA/VEC tem no ROIC o principal indicador de retorno de um negócio. Esse indicador financeiro é calculado a partir da relação entre o LOLIR (Lucro Operacional Líquido do I.R.) e o Capital Investido, ou seja: o que o ativo operacional gerou de lucro (tributos já descontados), comparando com o investimento feito (desconsiderados os efeitos da forma de financiamento). Os objetivos são mensurar a eficiência da empresa no uso dos ativos operacionais e compará-la à taxa do custo de capital-WACC. Assim, quando o ROIC supera o WACC o *spread* é positivo, ou seja: o retorno é superior ao custo. Dá-se assim, Criação de Valor. Se o que se verifica é o contrário, tem-se destruição de valor.

Desse modo, nos cálculos gerenciais de indicadores de retorno, faz-se necessário e imprescindível, considerar a equalização dos valores monetários entre o numerador e denominador da equação: a expressão monetária para os dois valores deve ser a mesma. Do contrário, as taxas de retorno calculadas estarão superdimensionadas e erradas. A comprovação desse raciocínio está evidenciada no item 3.3, quando comparado ao item 3.6 da Tabela 3.

Por exemplo: ao se calcular o ROIC utilizando-se um LOLIR atual, e o Capital Investido com o valor histórico, a diferença de valores que surge dessa assimetria acarreta erro: uma taxa superavaliada.

A Criação de Valor-VEC denuncia um erro muito comum nas empresas que só aparece, inclusive localizando a sua origem, quando a usamos.

Na Tabela 3, no ano de 2020, o ROIC das empresas com comportamento percentual superior a 10%, calculado com valores atualizados, foi de 13,5%. Enquanto isso, o cálculo com valores nominais produziu uma taxa de 19,3%. A superavaliação aí é uma taxa de 43,1%. Muitas empresas estão usando informações nominais que podem levar a erros de avaliação das taxas de retorno, aceitando projetos que não cobrem o WACC. Isso destrói valor, sem que fique clara a origem do problema. Demais evidências estão demonstradas na sequência. Este erro e a sua origem só é percebido.

### ROIC: TABELAS COMPARATIVAS COM AS TAXAS ATUALIZADAS VS TAXAS NOMINAIS

Como identificamos comportamentos muito diferentes do ROIC entre as empresas analisadas, abrimos as informações em três níveis:

1. Tabela 3: ROIC > 10%
2. Tabela 4: ROIC 5% < x < 10%
3. Tabela 5: ROIC 0% < x < 5%

Essa estratificação pretende tornar mais claro o comportamento e apresentar, nessas faixas, tanto o número de empresas que compõem o ROIC calculado com valores atualizados, como o das que o calculam com valores nominais.

Também se demonstra a abertura dos dois componentes da fórmula do ROIC: calcula-se o Giro do Capital Investido e a margem do LOLIR, para mostrar os motivos do porquê de muitas empresas apresentarem historicamente um ROIC baixo.

Portanto, dadas as relevantes variações encontradas nas tabelas abaixo, surge a questão: qual investimento pode suportar uma superavaliação na taxa de retorno com uma diferença que varia de 30% a 60%, a depender do ROIC ser nominal ou atualizado? A magnitude histórica da superavaliação do ROIC não permite que se despreze o nível de distorção nos indicadores de retorno em razão da desatualização dos valores dos ativos operacionais de longo prazo.

Como é possível aceitar uma superavaliação na taxa de retorno ROIC na análise de um investimento com uma diferença superior a 30%? Qual o impacto e qual o alcance da destruição de valor que isso pode ocasionar para a empresa?

Na interpretação do resultado do ROIC é importante observar o comportamento do Giro do Capital Investido e da Margem LOLIR. O primeiro mede o nível de produtividade no uso dos ativos operacionais, e o segundo mede a lucratividade operacional deduzida dos encargos do I.R. É a conjugação desses fatores relevantes que explicam se o ROIC é superior ao WACC ou não.

Na tabela 3 também se constata a relevante diminuição do número de empresas: tínhamos 64 em 2010, e em 2020 chegou-se a 19. Fica aí visível a queda, de forma geral, na qualidade dos resultados por elas obtidos, levando ao desaparecimento de dois terços das empresas dessa amostra.

**Tabela 3 - ROIC (%) - Faixas = ROIC > 10%:**  
Atualizadas vs Nominais

ROIC (Giro X Margem) = ROIC > 10%	2010	2012	2015	2018	2020
Número empresas	64	49	22	22	19
(%) da Amostra de 130 empresas	48%	37%	17%	17%	14%
3.1 Giro de Capital Investido - Atualizado	1,1x	1,3x	1,5x	1,4x	0,8x
3.2 Margem LOLIR - Atualizado	12,3%	10,1%	8,6%	10,0%	16,2%
3.3 <b>ROIC - Atualizado = (3.1 x 3.2)</b>	<b>13,8%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,5%</b>
3.4 Giro de Capital Investido - Nominal	1,4x	1,6x	2,0x	1,8x	1,2x
3.5 Margem LOLIR - Nominal	12,3%	10,1%	8,6%	10,0%	16,2%
3.6 <b>ROIC - Nominal = (3.4 x 3.5)</b>	<b>17,5%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,4%</b>	<b>17,7%</b>	<b>19,3%</b>
Superavaliação do cálculo Nominal vs Atualizado	26,5%	29,0%	34,5%	27,1%	43,1%

## ENFOQUE

Embora a superavaliação resultante do cálculo entre o valor nominal e o atualizado seja relevante, pode-se inferir que essas empresas criam valor – mas não tanto quanto aparentemente demonstram.

Na tabela 4 é possível perceber que o nível do ROIC na faixa de  $5\% < x < 10\%$  estão entre 6,5% e 7,1% nos períodos – embora a defasagem no confronto dos valores nominais com os atualizados tenha aumentado, saindo de 32,9% e chegando a 56% em 2020.

**Tabela 4 - ROIC (%) - Faixas = ROIC  $5\% < x < 10\%$ :  
Atualizadas vs Nominais**

ROIC (Giro X Margem) = ROIC $5\% < x < 10\%$		2010	2012	2015	2018	2020
Número empresas		42	38	42	43	37
(% da Amostra de 130 empresas)		32%	29%	32%	32%	28%
3.1	Giro de Capital Investido - Atualizado	0,8X	0,6x	0,6x	0,5x	0,6x
3.2	Margem LOLIR - Atualizado	9,1%	11,2%	12,1%	13,1%	10,6%
3.3	<b>ROIC - Atualizado = (4.1 x 4.2)</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>
3.4	Giro de Capital Investido - Nominal	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	1,0x
3.5	Margem LOLIR - Nominal	9,1%	11,2%	12,1%	13,1%	10,6%
3.6	<b>ROIC - Nominal = (4.4 x 4.5)</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,5%</b>
Superavaliação do cálculo Nominal vs Atualizado		32,9%	37,2%	43,5%	53,3%	56,0%

Também pode-se afirmar que essa grande diferença de comportamento está relacionada ao Giro do Capital Investido, que é sempre inferior a 1. Observa-se que, em valores nominais, o ROIC é sempre superior, devido principalmente ao descasamento ao longo do tempo dos valores entre vendas (valores atuais) e capital investido (valor histórico nominal). Logo, mesmo para empresas com resultados aceitáveis, é bastante certo que, se não tiverem adotado a análise gerencial com valores atualizados, seus indicadores estejam superavaliados. Observa-se que a maioria dessas empresas pode criar valor se a análise for nominal. Porém, elas destroem valor ao atualizar o capital investido.

Na tabela 5, temos a análise das empresas com ROIC muito baixo (faixa de  $0\% < x < 5\%$ ). Aí, todas destroem valor, independente da atualização dos valores.

**Tabela 5 - ROIC (%) - Faixas = ROIC  $0\% < x < 5\%$ :  
Atualizadas vs Nominais**

ROIC (Giro X Margem) = ROIC $5\% < x < 10\%$		2010	2012	2015	2018	2020
Número empresas		18	27	48	49	56
(% da Amostra de 130 empresas)		14%	20%	36%	37%	42%
3.1	Giro de Capital Investido - Atualizado	0,2X	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x
3.2	Margem LOLIR - Atualizado	14,3%	8,7%	7,2%	5,4%	6,1%
3.3	<b>ROIC - Atualizado = (4.1 x 4.2)</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,0%</b>
3.4	Giro de Capital Investido - Nominal	0,3x	0,6x	0,7x	0,9x	0,9x
3.5	Margem LOLIR - Nominal	14,3%	8,7%	7,2%	5,4%	6,1%
3.6	<b>ROIC - Nominal = (4.4 x 4.5)</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>
Superavaliação do cálculo Nominal vs Atualizado		51,3%	48,6%	67,3%	82,0%	76,7%

Chama atenção o expressivo crescimento (211%) da quantidade de empresas nesse grupo: de 18 em 2010, chega-se a 56 em 2020 com ROIC baixíssimo. Isso reafirma a queda da qualidade dos resultados das empresas. Aqui repete-se a situação do baixo Giro do Capital Investido (conforme comentado na tabela 4). Resulta na improdutividade dos ativos operacionais do negócio, originado pelo tamanho monetário dos ativos disponíveis na atividade (superdimensionamento nos investimentos), adicionando-se ainda, uma diminuição importante na margem LOLIR.

Assim,

1. a falta da equalização gerencial dos valores para cálculo do ROIC (ou de outras taxas de rentabilidade), torna a taxa de retorno das empresas superavaliada;
2. Isso leva a gestão a tomar decisões errôneas e enganosas;
3. O resultado sempre é destruição de valor, comprovada e não percebida.

O ROIC é o mais importante indicador de retorno da metodologia do VBM/Criação de Valor-VEC. Ele considera nos cálculos a reestruturação das informações do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultados, adotando inclusive o mesmo princípio de avaliação de empresas - o *Valuation*.

Comprova-se dessa forma, com as informações das tabelas 4 a 5, a equivalência das variações encontradas e as importantes diferenças de cálculos entre o ROIC nominal e o atuali-

zado. Também pode-se inferir que, dependendo do nível do WACC da empresa, o *spread* com o ROIC nominal pode ser novamente um indicador enganoso de retorno, aumentando o risco da empresa destruir valor.

Como complemento, apresenta-se o comportamento dos indicadores ROI e ROE, tradicionais na análise financeira, nas versões atualizado e nominal.

**Tabela 6 - ROI: Comparação entre Valores:**  
Atualizadas vs Nominais

ROI	2010	2012	2015	2018	2020
6.1 - ROI Md - Atualizado	6,9%	4,5%	1,5%	2,4%	2,0%
6.2 - ROI Md - Nominal	7,8%	5,4%	1,7%	3,2%	2,7%
6.3 - Superavaliação do ROI = (6.2/6.1)-1	13,1%	17,9%	16,2%	35,0%	36,0%

Na tabela 6, vê-se a comportamento do ROI, que é a relação entre lucro líquido da empresa e seu ativo médio. Ele mede o retorno obtido em relação ao total de recursos investidos, próprios ou de terceiros. Trata-se de um conceito convencional de análise financeira para avaliação de retorno – mas, sem ajustar as DFs, pode, na realidade, distorcer a qualidade de decisão. Informação essa comprovada pelos níveis baixíssimos de retorno.

O ROE, que é o retorno sobre patrimônio líquido, na Tabela 7, mede a taxa de retorno aos acionistas, sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido médio.

**Tabela 7 - ROE: Comparação entre Valores:**  
Atualizadas vs Nominais

ROI	2010	2012	2015	2018	2020
7.1 - ROI Md - Atualizado	16,7%	9,3%	3,2%	4,2%	3,7%
7.2 - ROI Md - Nominal	24,3%	14,0%	4,9%	8,1%	7,0%
7.3 - Superavaliação do ROE = (7.2/7.1)-1	45,9%	50,5%	54,1%	90,9%	88,8%

Também se trata de um conceito convencional de análise de retorno, que considera somente os aspectos relacionados à estrutura de capital, no item Patrimônio Líquido.

Verifica-se que a diferença de superavaliação do ROE é relevante, distorcendo as informações do retorno dos valores investidos pelo acionista. Percebe-se que os retornos me-



**Constata-se que no Brasil, apesar dos níveis aceitáveis de inflação dos últimos anos, se a gestão da empresa utiliza, para tomar suas decisões, a base formada pelos dados históricos nominais (vide resultados das tabelas 3 a 5), essa base trará retornos superdimensionados entre 2015 e 2020 em uma faixa de 27,1% a 82%, na taxa esperada para o ROIC.**



ditos por ambos estão distantes da realidade econômico-financeira demonstrada pelo ROIC.

### CONCLUSÕES FINAIS

Dessa forma, constata-se que no Brasil, apesar dos níveis aceitáveis de inflação dos últimos anos, se a gestão da empresa utiliza, para tomar suas decisões, a base formada pelos dados históricos nominais (vide resultados das tabelas 3 a 5), essa base trará retornos superdimensionados entre 2015 e 2020 em uma faixa de 27,1% a 82%, na taxa esperada para o ROIC. Isso representa distorcer as decisões de investimentos porque, ao comparar ROIC e WACC, aceita-se a decisão de investir – o ROIC, afinal, é supostamente superior ao WACC –, mas fazendo isso haverá destruição de valor, corrosão de parte do valor do capital investido, e prejuízo para o desempenho futuro da empresa.



## ENFOQUE

De outra forma, o uso gerencial de informações nominais históricas pelos gestores da empresa pode levar a rejeitar ou até aceitar um projeto de investimento, por considerar que o ROIC está abaixo da média histórica do indicador da empresa. O investimento, no entanto, deveria ser aprovado apenas se esses dados estivessem avaliados sob uma mesma ótica, com o uso de valores com um mesmo poder aquisitivo.

Outro erro no qual a gestão pode incorrer, na avaliação de investimentos, é superdimensionar o crescimento das variáveis com as projeções, já que, em moeda nominal, os crescimentos históricos tendem a estar superdimensionados.

Infere-se, então, que usar valores em moeda nominal, eleva o risco do negócio pela inversão de valores e, ao mesmo tempo inviabiliza boas oportunidades de investimentos.

E o pior de tudo: cresce muito o risco de se aceitar propostas ruins e destruir valor, contrário ao objetivo de todas as empresas que é de, sempre Criar Valor.

Abrimos este artigo com uma série de perguntas:

- Como medir de maneira mais precisa – ou seja, sem vieses e distorções (como as ocasionadas pela não-observação dos índices inflacionários e pela não homogeneização do valor da moeda) – o capital investido na operação dos resultados operacionais e do cálculo do ROIC comparado ao WACC?
- Como Criar Valor, ampliando riqueza, o valor de mercado e preservando a perenidade do negócio?

Criação de Valor-VEC, somado ao uso de mecanismos de atualização de moeda para o mesmo poder aquisitivo ou moeda constante, é a resposta.

Esse uso tem como vantagens para os gestores:

- Aumenta a Criação de Valor-VEC na empresa, assegurando a preservação e o retorno do capital investido;



### ELISEU MARTINS

é Professor Emérito e Sênior das Faculdades de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo e Ribeirão Preto. Parecerista. Ex-Diretor da CVM.  
[prof.eliseu.martins@gmail.com](mailto:prof.eliseu.martins@gmail.com)



Outro erro no qual a gestão pode incorrer, na avaliação de investimentos, é superdimensionar o crescimento das variáveis com as projeções, já que, em moeda nominal, os crescimentos históricos tendem a estar superdimensionados.



- Possibilita o aumento do valor de mercado da empresa, ampliando a riqueza do acionista e stakeholders, preservando a perenidade do negócio;
- Assegura que as informações econômico-financeiras do planejamento estratégico estejam alinhadas às expectativas dos acionistas, aumentando a segurança e expectativas efetivas de retorno-ROIC;
- São instrumentos técnicos de análise gerencial mais corretos e mais precisos;
- Evitam distorções e erros nas decisões, possibilitando a comparação entre valores estimados e realizados, tanto nas decisões de investimentos quanto na análise econômico-financeira das DFs;
- Melhoram a capacidade de mensuração do capital investido na operação e dos resultados operacionais, assim como o respectivo cálculo do retorno sobre o capital investido-ROIC e comparações com o WACC. **RI**



### OSCAR MALVESSI

é Doutor em Finanças, especialista na metodologia VBM/Criação de Valor, professor adjunto do Departamento de Finanças da EAESP FGV. Proprietário da Consultoria VEC Criação de Valor.  
[oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)