

A CONTABILIDADE E A GESTÃO BASEADA NO VALOR

Alexandre Assaf Neto

A gestão das empresas vem revelando importantes avanços em sua forma de atuação, saindo de uma postura convencional de busca do lucro e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas.

No mundo globalizado, torna-se cada vez mais difícil às organizações viabilizarem economicamente seus investimentos através de decisões direcionadas ao aumento de preços e de participação de mercado, conforme consagradas por longo tempo no passado. Os consumidores em economias abertas sacrificam impiedosamente os produtos caros, exigindo preços cada vez mais competitivos. O crescimento da competitividade ainda costuma exigir vultosos investimentos para ganhos adicionais de market share, avaliados muitas vezes como de difícil recuperação econômica.

O conceito de qualidade no mercado globalizado onde as empresas devem buscar vantagens competitivas, deixa de ter relação direta com a durabilidade do ativo, vinculando-se ao interesse despertado pelo produto e seu preço. A estratégia competitiva de qualidade é

oferecer o produto que o consumidor deseja adquirir pelo preço que esteja disposto a pagar, sem maior vínculo com a qualidade material de seus componentes de fabricação.

A redução de despesas tendo como base o corte de valores monetários, outra medida adotada com ampla preferência, não introduz maior vantagem competitiva na nova ordem econômica, onde todas as empresas podem ter acesso e seguir o mesmo receituário de economia de gastos. A supremacia da empresa nestes ambientes competitivos encontra-se em descobrir suas ineficiências antes de seus rivais de mercado, atividade difícil e que dará o verdadeiro diferencial competitivo diante da concorrência.

O objetivo de criar valor aos acionistas demanda outras estratégias financeiras e novas medidas do sucesso empresarial, todas elas voltadas a agregar riqueza aos seus proprietários. Criar valor para uma empresa ultrapassa ao objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas. Incorpora a remuneração dos custos implícitos (custo de oportunidade do capital investido), não cotejado pela contabilidade tradicional na apuração dos

demonstrativos de resultados, e consequentemente a quantificação da riqueza dos acionistas.

Esta visualização da moderna gestão das empresas passa a exigir uma atuação mais destacada e sofisticada da Contabilidade, cobrindo as necessidades de informações dos vários agentes de mercado. Em verdade, a Contabilidade como ciência demonstra enorme potencial em seus instrumentos e modelos teóricos em atender as qualificadas exigências do mercado globalizado, necessitando no entanto que seus profissionais tenham uma melhor interpretação do atual contexto dos negócios. O mundo globalizado promoveu relevantes mudanças na gestão dos negócios, e o conceito de crise está, em sua maior parte, em não se compreender as novas tendências e regras de mercado.

Apesar de derivar de um conceito bastante antigo, a busca de valor para os acionistas constitui-se no objetivo fundamental da empresa moderna. Diversas razões podem explicar este comportamento:

□ a abertura de mercado demonstrou, para inúmeros executivos, que os preços são estabelecidos pela interação de

oferta e demanda dos agentes econômicos, e não unicamente do ponto de vista da empresa. É o mercado que avalia os investimentos empresariais, cabendo a unidade decisória a responsabilidade de ser eficiente em suas decisões, selecionando as melhores estratégias financeiras que adicionam riqueza aos acionistas;

□ a globalização vem atuando de forma bastante acentuada sobre os mercados financeiros, resumindo-os praticamente a um único mercado mundial. Investidores são capazes, no ambiente globalizado, de mudar rapidamente os fluxos de seus capitais, procurando alternativas mais atraentes em qualquer parte do mundo. Ativos que não criam valor são rapidamente identificados pelos investidores globais, repercutindo sua desvalorização em todos os mercados;

□ o mercado competitivo atual deixa espaço somente para empresas eficientes, que se mostram capazes de agregar valor em suas decisões. A melhor medida do sucesso empresarial em mercado competitivo é a criação de valor aos seus proprietários. O lucro somente garante a continuidade de um empreendimento se conseguir, pelo menos, igualar-se ao custo de oportunidade do capital investido;

□ o desenvolvimento profissional dos modernos executivos, e a própria preservação de seus postos de trabalho, passam necessariamente no atendimento das expectativas dos acionistas de maximização do valor de mercado da empresa.

Algumas dificuldades práticas de consolidação de uma gestão baseada no valor podem ser encontradas. Uma barreira inicial é a própria cultura da empresa que impede maiores modificações em seu controle e processo decisório. Mudanças são sempre questionadas,

principalmente se envolvem novos paradigmas de gestão. Experiências recentes com empresas que adotaram o valor como objetivo empresarial revelam grandes dificuldades em adequar a cultura tradicional a meta de valor, demandando as maiores empresas um prazo estimado de dois anos para adequar toda a estrutura da empresa a nova proposta.

Uma outra dificuldade frequentemente identificada é o conflito entre lucro e valor. Diversas decisões promovem uma elevação nessas duas medidas, satisfazendo as diferentes correntes administrativas. No entanto, outras decisões são capazes de, ao mesmo tempo, valorizar uma empresa não alterando, ou até mesmo reduzindo, o seu lucro. Esta última situação é de mais difícil entendimento, principalmente ao não ser revelada de maneira explícita pelos demonstrativos financeiros convencionais, exigindo um conhecimento mais apurado de seus usuários e informações mais privilegiadas.

Este trabalho objetiva discutir os fundamentos de um modelo de gestão baseada no valor, comparativamente aos procedimentos tradicionais de administração focada nos lucros. No desenvolvimento do assunto, são formuladas as expressões de cálculo de criação de valor obtidas, em sua essência, a partir do desempenho da empresa relatado em seus principais demonstrativos financeiros. É um enfoque mais próximo da controladoria e gestão da empresa, não visando o estudo de modelos de avaliação voltados as diversas negociações de mercado.

VALOR PARA O ACIONISTA

O investimento do acionista revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for

suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio. Por custo de oportunidade entende-se o retorno da melhor alternativa de investimento, abandonada em troca da aceitação de uma outra oportunidade de investimento, de mesmo risco.

Se uma empresa for capaz de remunerar aos seus proprietários somente até o limite de suas expectativas mínimas de retorno, o seu valor de mercado restringe-se ao montante necessário que se despenderia para edificá-la, ou seja, ao valor de reposição de seus ativos (fixos e de giro). O valor é criado ao acionista somente quando as receitas de vendas superarem a todos os dispêndios incorridos, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio. Neste caso, o valor da empresa excederia ao de realização de seus ativos, indicando este resultado adicional uma agregação de riqueza pelo mercado conhecida por *MVA* – (*market value added*) ou *goodwill*.

Uma empresa destrói valor quando, mesmo apurando um lucro contábil, quando o seu montante não conseguir cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido. O retorno oferecido não se mostra capaz de remunerar o risco assumido pelo acionista, indicando um *MVA* negativo, indicativo de uma destruição de valor.

□ Os acionistas têm a expectativa que a empresa gere um retorno superior ao custo dos recursos investidos, promovendo uma valorização em seu valor de mercado, ou seja, a criação de riqueza. Fica explícito nesta colocação o entendimento de criação de valor e criação de riqueza.¹ O valor é identificado nos próprios resultados levantados pela empresa e expressos em

¹ Estas considerações são também apresentadas em: STATEMENTS ON SMA/Institute of Management Accountants of Canada. **Measuring and Managing Shareholder Value Creation.** Statement 4AA, march 31, 1997.

seus diversos relatórios financeiros, como consequência das várias estratégias e políticas adotadas. A riqueza, por seu lado, refere-se principalmente ao valor de mercado formado com base nas expectativas dos investidores em ações.

Toda decisão que seja capaz de promover um valor presente líquido (NPV) positivo, agrega valor à empresa. Este valor agregado é incorporado pelo mercado na avaliação das ações, gerando riqueza aos acionistas, principalmente se a empresa demonstrar competência de repassar a informação e credibilidade em seus resultados aos investidores

O objetivo de qualquer empresa é criar valor aos seus acionistas, promovendo a maximização de sua riqueza. Existem diversas razões consagradas na literatura financeira que apontam o valor, e não o lucro ou qualquer outra medida derivada, como LPA, retorno sobre patrimônio líquido etc., como a melhor medida de desempenho de uma empresa. O valor é uma medida bem mais completa, levando em consideração em seus cálculos a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento. É uma visão de longo prazo, vinculada à continuidade do empreendimento, indicando o poder de ganho e viabilidade de um negócio.

A existência de lucro não garante a remuneração do capital aplicado e, conseqüentemente, a atratividade econômica de um empreendimento. A sustentação de uma empresa no futuro somente se dará se ela for capaz de criar valor para os seus proprietários através da concepção inteligente de um negócio. Um ativo somente agrega valor se os seus fluxos operacionais de caixa esperados, descontados a uma taxa que

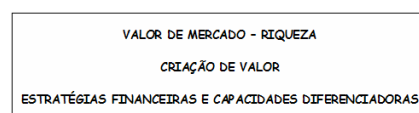
reflete a expectativas de risco dos proprietários de capital, produzir um valor presente líquido, entendido neste caso como *goodwill*, maior que zero, ou seja, uma riqueza absoluta.

MODELO DE GESTÃO BASEADA NO VALOR

O modelo empresarial de gestão baseada no valor, conforme resumido na Figura I, tem como objetivo a maximização da riqueza dos proprietários de capital, expressa no preço de mercado das ações. O sucesso de um empreendimento é medido pela sua capacidade de adicionar riqueza aos seus acionistas dentro de um horizonte indeterminado de tempo, e não entendido dentro de uma visão efêmera dos resultados, muitas vezes consequência de variáveis que não se repetirão no futuro. O modelo de valor prioriza essencialmente o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados em transformação, e agregar riqueza aos seus proprietários.

O principal indicador de agregação de riqueza é a criação de valor econômico, que se realiza mediante a adoção eficiente de estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras. Para avaliar a capacidade de agregação de valor da empresa são desenvolvidos direcionadores de valor dos negócios, cobrindo as diversas variáveis das estratégias selecionadas pela sua administração.

Figura I – Visão Sintética de uma Gestão Baseada no Valor



Direcionador de valor pode ser entendido como qualquer variável que exprime efetivamente uma influência sobre o valor da

empresa. A análise desses indicadores deve permitir que se estude toda a cadeia de resultados que agrega valor para a empresa, assim como as áreas responsáveis pelas várias decisões, identificando seus pontos fortes e débeis. Deve orientar, ainda, os esforços de toda a organização em cumprir as metas estabelecidas. Por exemplo, a redução da morosidade na cobrança de carteira de valores a prazo influi basicamente na seguinte sequência de valores: giro do investimento ⇒ retorno do investimento ⇒ retorno do capital próprio ⇒ estrutura de capital ⇒ valor de mercado.

CAPACIDADES DIFERENCIADORAS

Capacidades diferenciadoras são entendidas como estratégias adotadas que permitem às empresas atuarem com um nível de diferenciação em relação aos seus concorrentes de mercado, assumindo uma vantagem competitiva e uma maior agregação de valor aos seus proprietários. O objetivo de uma capacidade diferenciadora é permitir que a empresa apure um retorno esperado que exceda ao custo de oportunidade do capital investido, elevando o seu preço de mercado. O desempenho verificado no passado não garante o sucesso no futuro. Uma empresa somente demonstra continuidade se, através de estratégias diferenciadoras for capaz de executar uma gestão mais eficaz de seus negócios, atuando com vantagem competitiva no mercado.

O grande direcionador de valor das capacidades diferenciadoras é a relação entre o valor de mercado e as receitas operacionais de vendas, indicando o sucesso esperado do negócio em relação ao seu volume de atividade. Quanto maior se apresentar esta relação, mais otimista se evidencia o sucesso esperado da empresa, movido

principalmente pelas capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras implementadas. O direcionador é importante ainda para análises comparativas do potencial de agregação de riqueza entre diferentes empresas, ressaltando as oportunidades mais atraentes de investimentos.

Algumas das mais importantes capacidades diferenciadoras utilizadas pelas empresas, e sugestões de direcionadores de valor, estão ilustrados no quadro I, a seguir. Todas estas premissas de gestão estão direcionadas a criar valor aos acionistas, e propõem o estabelecimento de novas e relevantes medidas contábeis de controle empresarial.

Muitos dos direcionadores de valor sugeridos no quadro I exigem da Contabilidade o uso de indicadores de natureza não financeira, estabelecidos com base nas capacidades diferenciadoras adotadas. Estes indicadores originam-se da maior complexidade tecnológica da empresa moderna e visam, em essência, revelar sua eficiência operacional. Devem complementar os informes financeiros, promovendo alterações significativas na forma como as organizações controlam e avaliam seus resultados.

Por exemplo, os direcionadores de fidelidade e satisfação dos clientes podem ser avaliados através do número de reclamações recebidas e solicitações para reparos/trocas de produtos adquiridos. Uma avaliação sugerida no direcionador do nível de satisfação dos empregados é efetuada pela comparação do tempo despendido para cumprir determinada atividade, ou pela produtividade apresentada. Reduções nos custos e melhorias de eficiência operacional podem ser medidas pelo estudo de tempo de produção, índices de rejeição no processo produtivo, porcentagem de atendimento de pedidos etc. O

direcionador de satisfação dos empregados é muitas vezes avaliado pelo número de dias de

em suas decisões que atraíam os credores.

Quadro I – Capacidades Diferenciadoras e Direcionadores de Valor

CAPACIDADES DIFERENCIADORAS	OBJETIVO ESTRATÉGICO	DIRECIONADORES DE VALOR
Relações de negócios	Conhecer a capacidade de relacionamento da empresa com o mercado financeiro, fornecedores, clientes e empregados, como fundamento diferenciador do sucesso empresarial.	Fidelidade dos clientes; Satisfação dos empregados; Atendimento dos fornecedores; Alternativas de financiamento
Conhecimento do negócio	Ter a visão ampla da empresa, a sinergia do negócio. Visa o efetivo conhecimento de suas oportunidades e mais eficientes estratégias de agregar valor.	Necessidades dos clientes; Dimensão e potencial do mercado; Ganhos de escala; Ganhos de eficiências operacionais.
Qualidade	Desenvolver o produto que o consumidor deseja adquirir pelo preço que se mostra disposto a pagar.	Preço de venda mais baixo; Produtos com maior giro; Medidas de redução de custos; Satisfação dos clientes com novos produtos.
Inovação	Atuar com vantagem competitiva em mercado de forte concorrência, criando alternativas inovadoras no atendimento, distribuição, vendas, produção etc.	Rapidez no atendimento; Redução na falta de estoques; Tempo de produção; Valor da marca; Tempo de lançamento de novos produtos.

trabalho sem acidentes, índices de rotatividade e falta ao serviço, desenvolvimento profissional, e assim por diante.

A habilidade demonstrada pela administração da empresa em contemporizar interesses, muitas vezes conflitantes, do mercado consumidor, funcionários, credores e acionistas, demonstra uma vantagem competitiva direcionadora de valor. A empresa deve perceber o que seus clientes estão desejando adquirir, preocupar-se em manter funcionários com nível de satisfação e motivação em atender aos consumidores, compreender o valor desejado pelos acionistas, e oferecer um nível de segurança

ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS

As estratégias financeiras, assim como as capacidades diferenciadoras, estão voltadas ao objetivo da empresa de criar valor aos seus acionistas. As estratégias são identificadas em três dimensões: *operacionais*, *financiamento* e *investimento*, conforme apresentadas no quadro II.

O sucesso na criação de valor pelas empresas envolve a implementação de uma combinação destas estratégias

financeiras. Por exemplo, algumas empresas destacam-se por direcionadores de valor vinculados às estratégias operacionais de

implementadas pela busca eficiente de novas oportunidades de mercado criadoras de valor (a 3M é um exemplo de empresa

De forma conflitante, nesses casos a distribuição de dividendos com base no lucro contábil aumenta, criando a falsa impressão de melhor desempenho da empresa. Em verdade, a distribuição de dividendos é melhor justificada somente no caso da empresa não vislumbrar oportunidades de reinvestimento dos lucros a uma taxa de retorno, pelo menos igual, à que seus acionistas aufeririam em alternativas de risco semelhante se tivessem a parcela de seus lucros em mãos. Em caso contrário, surgindo oportunidades economicamente atraentes de alocação de capital, a empresa oferece um forte indicativo para que os lucros permaneçam reaplicados em seu negócio, criando expectativas aos acionistas de maiores dividendos no futuro, e valorização do preço de mercado de suas ações.

Quadro II - Estratégias Financeiras e Direcionadores de Valor

ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS	OBJETIVO ESTRATÉGICO	DIRECIONADORES DE VALOR
Operacionais	Maximizar a eficiência das decisões operacionais, estabelecendo políticas de preços, compras, vendas e estoques etc. voltadas a criar valor.	Crescimento das vendas; Prazos operacionais de cobrança e pagamentos; Giro dos estoques; Margem de lucro.
Financiamento	Através das decisões de financiamento procura-se minimizar o custo de capital da empresa, promovendo o incremento de seu valor de mercado.	Estrutura de capital; Custo do capital próprio; Custo do capital de terceiros Risco financeiro
Investimento	Implementar estratégias de investimento voltadas a agregar valor aos acionistas, através da obtenção de uma taxa de retorno maior que o custo de capital.	Investimento em capital de giro; Investimento em capital fixo; Oportunidades de investimentos; Análise giro x margem; Risco operacional

sistemas de distribuição e logísticas mais eficientes, e maior giro de seus estoques. Tipicamente, é o caso de grandes cadeias de negócios de comércio varejista e atacadista, onde o diferencial de maior atratividade está em manter estoques baixos, reduzida porcentagem de falta de produtos, e preços de venda competitivos.

Outras empresas como a Brahma, por exemplo, vem priorizando a estratégia de financiamento, através da substituição de capital próprio por capital de terceiros, mais baratos. As taxas de juros inferiores ao retorno da aplicação desses recursos, e os benefícios fiscais decorrentes das despesas de juros, permitem que ocorra uma alavancagem financeira favorável, incrementando os resultados dos proprietários e valorizando o preço de mercado das ações.

As estratégias de investimentos podem ser

cujo sucesso está fortemente lastreado em investimentos em novos produtos); pela redução dos investimentos sem alteração do volume de atividade (a redução de investimento operacional em circulante, por exemplo, permite maior giro aos ativos e, em contrapartida, maior taxa de rentabilidade); e através também da identificação de ativos destruidores de valor, que não conseguem produzir um retorno suficiente a remunerar o custo de capital empregado.

É fundamental esclarecer que nem todas as decisões que elevam o lucro da empresa são capazes de criar valor aos seus acionistas. Estratégias de investimento, mesmo que venham incrementar o volume de vendas e os resultados operacionais da empresa, se não produzirem um retorno suficiente para remunerar o custo de oportunidade dos proprietários de capital atuarão de maneira a destruir o seu valor de mercado.

Com o intuito de melhor explicar este conflito entre valor e lucro, admita que uma empresa esteja avaliando a venda de um ativo (uma unidade de negócio, por exemplo) avaliado pela contabilidade em \$ 7,0 milhões. O lucro operacional decorrente deste investimento é de \$ 0,98 milhão. O ROI (retorno sobre o investimento) corporativo está fixado num padrão de 12%, e o custo de capital identificado com este ativo atinge a 16%.

Dentro de uma visão gerencial focada no lucro, a unidade de negócio pode ser considerada atraente, contribuindo de forma positiva na formação do resultado operacional da empresa. A venda deste ativo acarretaria uma redução no lucro da sociedade, com repercussões negativas sobre os indicadores tradicionais de desempenho financeiro, fluxos de dividendos e participações sobre os lucros.

Se a prioridade da empresa é o retorno sobre o investimento, a decisão de manter o ativo é reforçada pela presença

de um ROI superior ao da corporação. Eliminando a unidade de negócio, a taxa de retorno total do investimento se reduz, gerando dúvidas sobre a qualidade da decisão e desempenho da empresa.

No entanto, se o objetivo é agregar riqueza aos seus acionistas, a manutenção do investimento é um indicativo de desvalorização do valor de mercado da empresa. O seu retorno ($\$ 0,98/\$ 7,0 = 14,0\%$) é insuficiente para remunerar os proprietários de capital em sua rentabilidade mínima exigida de 16%, ou seja:

Lucro Operacional: \$ 0,98 milhão
Custo de Capital: (\$ 1,12 milhões)
(16% x \$ 7,0 milhões)
Valor Criado: (\$ 0,14 milhão)

Se o financiamento do ativo em avaliação estiver lastreado com recursos de terceiros, a destruição de valor é sentida em algum momento no caixa, revelando a realização de um resultado operacional (\$ 0,98 milhão) inferior aos juros desembolsados da dívida (\$ 1,12 milhão). A empresa, nesta condição, não gera explicitamente um resultado operacional de caixa suficiente para cobrir o desembolso dos juros, repercutindo sobre sua liquidez e tornando a situação bastante visível.

Para uma empresa que trabalha preferencialmente com capital próprio, no entanto, a destruição de valor não é tão evidente, exigindo controles financeiros mais apurados que os fornecidos tradicionalmente pela contabilidade. O custo de oportunidade não exige desembolsos periódicos obrigatórios de caixa, assim como não é registrado como despesa nos demonstrativos de resultados, permitindo que os resultados financeiros (liquidez) e econômicos (lucros) não sejam afetados mesmo diante de estratégias que destroem valor de seus proprietários. A empresa convive conflitantemente com medidas de

lucros positivas e, ao mesmo tempo, tem seu preço de negociação reduzido no mercado.

Omitindo-se por simplificação outros aspectos incrementais e estratégicos relevantes a este tipo de decisão, interessa a venda do ativo por qualquer preço acima de \$ 6,125 milhões, o que reduziria o valor destruído. A alienação pelo valor exato de \$ 6,125 milhões produz um custo de oportunidade periódico idêntico ao valor atual oferecido pela unidade de negócio, ou seja:

Prejuízo na venda: \$ 6,125 - \$ 7,0 = (\$ 0,875 milhão)
Custo de oportunidade = $\frac{\$ 0,875}{\$ 7,0} \times 16\%$
= (\$ 0,14 milhão)

tornando indiferente a decisão de manter ou vender o ativo.

Algumas estratégias financeiras ainda, voltadas a criar valor aos acionistas, podem reduzir os lucros dos demonstrativos de resultados da empresa. É o caso, por exemplo, da substituição do capital próprio por recursos de terceiros mais baratos, conforme descrito no exemplo citado da Brahma. O baixo custo em relação ao capital dos acionistas, e os demais efeitos colaterais da dívida, alavancam o valor de mercado das ações da empresa ao mesmo tempo em que reduzem o lucro pelo aumento das despesas financeiras de juros.

Parecem ser conflitantes os argumentos que justifiquem uma decisão que promova uma redução nos lucros e na rentabilidade da sociedade e ofereça, ao mesmo tempo, maior riqueza aos seus proprietários. A visão gerencial tradicional está fortemente vinculada a estas variáveis financeiras, inibindo as promissoras inovações potenciais da Contabilidade e a introdução de uma administração mais eficaz baseado na criação de riqueza aos acionistas. A evolução contemporânea da Contabilidade passa necessariamente pelo conceito e mensuração do valor,

consequência de vantagens competitivas e estratégias financeiras desenvolvidas, restaurando a competitividade das empresas e sua atratividade econômica.

VALOR ECONÔMICO AGREGADO

O valor econômico agregado (VEA) é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros. O seu cálculo exige algumas adaptações nos demonstrativos de resultados, procurando, entre outras medidas, evidenciar sua parte operacional legítima, a segmentação do imposto de renda sobre os resultados da atividade e os benefícios fiscais provenientes do uso de capital de terceiros.

O VEA pode ser entendido como o resultado apurado pela sociedade que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas). É um indicador se a empresa está criando ou destruindo valor através de um resultado definido como *supranormal* por David Ricardo no início do século passado (1820). A partir de então, a medida foi sendo adotada por um número cada vez maior de empresas e recebendo diferentes denominações. Sua popularização maior deu-se com a denominação de *EVA – Economic Value Added*²

O cálculo do VEA exige o conhecimento do custo total de capital da empresa³, o qual é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros) ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado

² Marca registrada de propriedade da Stern & Stewart.

³ WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

(fixo e giro). Representa, em essência, o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no negócio.

A estrutura básica de cálculo do VEA apresenta-se:

Lucro Operacional (líquido do IR)	: XXX
(-) Custo Total de Capital (WACC x INVESTIMENTO)	: XX
(=) VALOR ECONÔMICO AGREGADO	: XXX

O VEA pode ainda se apurado através de uma formulação mais analítica:

$$VEA = (ROI - WACC) \times INVESTIMENTO$$

onde **ROI** é o retorno sobre o investimento formado pelo produto do giro e margem operacional; e **investimento** o total dos recursos próprios e de terceiros deliberadamente levantados pela empresa e aplicados em seu negócio (capital de giro mais capital fixo).

A expressão [**ROI - WACC**] é conhecida também por ROI residual (RROI), indicando em quanto o retorno dos investimentos superou as expectativas de remuneração dos proprietários de capital. Pode ser entendido ainda por *spread* econômico da empresa, indicativo do potencial das estratégias financeiras adotadas em agregar valor aos acionistas.

Através da análise de medidas financeiras tradicionais (lucro e rentabilidade) é impossível identificar-se se a empresa está criando ou destruindo valor. O VEA é importante porque, entre outras contribuições relevantes, associa o custo de oportunidade do capital ao investimento realizado, ressaltando a eficácia da administração da empresa. Empresas que convivem com uma gestão baseada no valor têm uma visão mais direcionada à concepção dos negócios, à

continuidade do empreendimento e ao objetivo de maximização da riqueza de seus acionistas.

O VEA também é capaz de revelar inúmeras outras oportunidades de ganhos econômicos, como aquelas provenientes de uma melhor gestão do risco, escolha da melhor estrutura de capital, maior giro, entre outras, não vislumbradas pela Contabilidade tradicional. É preciso registrar que num mundo globalizado e altamente competitivo, torna-se cada vez mais difícil a uma empresa agregar valor mediante aumento de lucros provenientes de preços de venda mais elevados ou maior participação de mercado. São as estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras, conforme estudadas respectivamente nos quadros I e II, que formarão as vantagens competitivas da empresa em relação aos seus concorrentes e a continuidade do empreendimento.

O sucesso do VEA está atrelado no envolvimento de todo o pessoal da empresa, avaliando e remunerando cada função operacional com base no valor criado e identificado nos direcionadores de valor selecionados para as diversas atividades.

MEDIDA DE VALOR PARA O ACIONISTA

Neste objetivo de agregação de valor, uma medida alternativa de valor e derivada do VEA é o *spread* do capital próprio, obtido pela diferença entre o retorno auferido pelo patrimônio líquido (RSPL = Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) e o custo de oportunidade do acionista.

A atratividade econômica da empresa é admitida quando o *spread* do capital próprio for positivo, indicando uma agregação de riqueza aos proprietários pela

valorização do preço de mercado de suas ações.

O resultado do *spread* do capital próprio deve ser idêntico ao do VEA, pois as duas medidas excluem o custo do capital de terceiros em seus cálculos. Ilustrativamente, admita uma empresa que apresenta um passivo oneroso (financiamento) de \$ 400, captado a um custo líquido do IR de 15%, e um patrimônio líquido de \$ 600. O custo de oportunidade dos acionistas é de 20%, e o ROI líquido tradicionalmente apurado pela empresa atinge a 21%.

A determinação do VEA obedece a seguinte sequência:

- $WACC = [20\% \times \$ 600/\$ 1.000] + [15\% \times \$ 400/\$ 1.000] = 18\%$
- $VEA = [ROI - WACC] \times \text{Investimento}$
 $VEA = [21\% - 18\%] \times \$ 1.000 = \$ 30$

Cálculo do *spread* do patrimônio líquido:

- $\text{Lucro Líquido} = [21\% \times \$ 1.000] - [15\% \times \$ 400] = \$ 150$
- $\text{Retorno s/ Patrimônio Líquido} = \$ 150 / \$ 600 = 25\%$
- $\text{Spread do Patrimônio Líquido} = 25\% - 20\% = 5\%$
 $\text{Valor Agregado} = 5\% \times \$ 600 = \$ 30$

AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO PELO MVA

A medida de valor agregado pelo mercado (MVA – *Market Value Added*) reflete a expressão monetária da riqueza gerada aos proprietários de capital determinada pela capacidade operacional da empresa em produzir resultados superiores ao seu custo de oportunidade. Reflete, dentro de outra visão, quanto a empresa vale

adicionalmente ao que se gastaria para repor todos os seus ativos a preços de mercado.

É uma avaliação do futuro, calculada com base nas expectativas do mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor. Neste enfoque, o MVA pode ser apurado pela diferença entre o valor total de mercado da empresa e o montante de capital investido pelos acionistas e credores (investimento total).

O valor total de uma empresa pode ser determinado pelo produto do preço de mercado de suas ações e a quantidade em circulação, mais o valor de mercado de seus passivos. Como as limitações práticas a esse cálculo costumam ser grandes, principalmente quando o controle acionário não é negociado no mercado, é sugerido o método do fluxo de caixa descontado, através da projeção do *free operating cash flow* e de uma taxa de desconto que representa as expectativas mínimas de retorno de credores e acionistas.

Este resultado em excesso (valor de mercado *menos* investimento total) constitui-se no valor do intangível do negócio, no *goodwill* produzido pela qualidade de sua gestão. Representa quanto uma empresa foi capaz, pelas estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras implementadas, de agregar riqueza a seus acionistas, objetivo básico de qualquer empreendimento.

A comparação do desempenho de diferentes empresas através do MVA deve cotejar também o tamanho da empresa. Para tanto, pode ser utilizada a relação entre o MVA e o patrimônio líquido apurados em determinado momento, ou ainda o **Q de Tobin**, calculado pela relação entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição de seus ativos. Estes indicadores revelam o potencial de valorização

da empresa, a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu desempenho.

Se o **Q de Tobin** for superior a 1,0, indica que a empresa possui um valor de mercado que excede ao preço de reposição de seus ativos. É reflexo de criação de riqueza para os acionistas, constituída pela capacidade do investimento produzir uma remuneração acima das expectativas de retorno de seus proprietários.

Em caso contrário, quando o **Q de Tobin** for inferior a 1,0, o investimento revela uma destruição de valor motivada por uma gestão incapaz de satisfazer ao custo de oportunidade do capital aplicado no negócio. Se a empresa fosse vendida pelo preço fixado pelo mercado, os recursos apurados seriam insuficientes para cobrir o valor de reposição de seus ativos.

Uma metodologia gerencial de avaliação do MVA pode ser efetuada através do valor presente do VEA, conforme proposta por Stewart⁴:

$$\text{MVA} = \text{VEA} / \text{WACC}$$

Utilizando-se a ilustração desenvolvida acima no estudo do *spread* do patrimônio líquido, tem-se os seguintes valores:

$$\begin{aligned} \text{VEA} &= \$ 30,0 \\ \text{WACC} &= 18\% \end{aligned}$$

O MVA é obtido: $\$ 30,0 / 0,18 = \$ 166,67$. Logo, o valor de mercado da empresa é constituído de:

Investimento total:	\$ 1.000,0
Goodwill (MVA):	\$ 166,7
Valor de Mercado:	\$ 1.166,7

Os resultados das estratégias financeiras anteriormente enunciadas podem ser quantificados nesta formulação

⁴ STEWART, G. Bennett III. *The Quest for Value*. HarperBusiness, 1991

básica de cálculo da riqueza dos acionistas. Se a empresa for mais eficiente na gestão de seus ativos e reduzir, por exemplo, o volume de seus estoques e a morosidade apresentada na cobrança de suas vendas a prazo, sem afetar o volume de atividade, ela será capaz de agregar valor aos seus acionistas sem que seja expresso necessariamente em maiores lucros.

Eliminando 6% do total de seus investimentos, por exemplo, e considerando somente esta operação, o seu ROI sobe para: $[\$ 210 / (\$ 1.000 - 6\%)] = 22,3\%$. Admitindo que os 6% de redução dos investimentos eliminam passivos e patrimônio líquido na proporção atual, o custo total de capital da empresa (WACC) não sofre alteração, permanecendo em 18%, ou seja:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= [20\% \times (\$600 - \$ 36) / \$ 940] + [15\% \times (\$400 - \$24) / \$ 940] \\ \text{WACC} &= 18,0\% \end{aligned}$$

No entanto, por reduzir o montante dos investimentos e, por consequência, o custo de oportunidade do capital aplicado, a empresa passa a adicionar maior valor econômico, valorizando seu MVA para \$ 226,7, ou seja:

$$\begin{aligned} \square \text{ ROI} &= \$ 210 / (\$ 1.000 - \$ 60) = 22,34\% \\ \square \text{ VEA} &= (22,34\% - 18\%) \times (\$ 1.000 - \$ 60) = \$ 40,8 \end{aligned}$$

ou:

$$\begin{aligned} \square \text{ VEA} &= \$ 210 - [18\% - (\$ 1.000 - \$ 60)] = \$ 40,8 \\ \square \text{ MVA} &= \$ 40,8 / 0,18 = \$ 226,7 \end{aligned}$$

A maior eficiência demonstrada em liberar capital investido sem afetar os resultados operacionais, permitiu uma elevação na riqueza agregada pela empresa em relação aos recursos aplicados pelos credores e acionistas.

Uma redução de 6% nos investimentos proporcionou, de outra forma, uma valorização de

36% no MVA. A riqueza produzida pela empresa aos seus proprietários passou de 16,7% (\$166,7/\$1.000) para 24,12% (\$226,7/\$940), evidenciando uma maior eficiência da empresa na formação de valor.

Se, por outro lado, diante das inúmeras opções que se apresentam para aplicar os 6% obtidos da redução de seus investimentos, a empresa decidisse eliminar patrimônio líquido (pagando dividendos e/ou recomprando suas próprias ações), o custo de capital total cairia para 17,87%, ou seja:

$$WACC = [20\% \times (\$600 - \$60) / \$940] + [15\% \times \$400 / \$940] = 17,87\%$$

O capital próprio, por definição, é mais oneroso que o de terceiros, proporcionando uma redução na taxa de desconto da empresa. Considerando o incremento do VEA para \$ 42,0 [(22,34% - 17,87%) x \$940], determinado pela redução do custo de capital, o valor do MVA se eleva para \$ 235,0 [\$42,0/0,1787], demonstrando uma valorização de mercado igual a 41,0% [(\$235,0/\$166,7) - 1] no *goodwill* e de 0,7% [(\$940,0 + \$235,0)/(\$1.166,7) - 1] no preço de mercado da empresa, diante de uma redução de 6% no total de seus investimentos.

Em outras palavras, se antes a empresa apresentava um *goodwill* de \$ 166,67 para um investimento de \$ 1.000,0, o maior giro proporcionado aos seus ativos com a consequente devolução de capital aos acionistas, elevou a riqueza adicionada para \$ 235,0 diante de um investimento total de \$ 940.

Diversas outras estratégias financeiras podem ser avaliadas em seu impacto sobre a criação de riqueza ao acionista, seguindo-se o mesmo raciocínio demonstrado.

CONCLUSÕES

Apesar do reconhecimento de que as medidas de desempenho com base na criação de valor não são perfeitas, é relevante reconhecer seus inúmeros méritos de avaliação da riqueza gerada, objetivo consagrado para toda empresa, e sua superioridade diante de outros modelos gerenciais propostos. Uma gestão baseada no valor permite ainda que as empresas desenvolvam e avaliem melhor suas estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras, conhecimentos fundamentais para desenvolverem suas vantagens competitivas e adicionarem valor aos proprietários.

O lucro, conforme é calculado convencionalmente pela Contabilidade, é uma medida limitada da capacidade de competitividade de uma empresa, ficando geralmente referenciada a um horizonte de curto prazo. A apuração de um resultado positivo não garante necessariamente o sucesso do empreendimento, medido pela atratividade econômica em remunerar o custo de oportunidade de seu investimento. O indicador do VEA, por considerar a remuneração exigida pelos proprietários de capital, constitui-se na melhor medida de avaliação, preocupando-se com o sucesso e continuidade da empresa.

A adoção de uma gestão baseada no valor, e não nos lucros, permite ainda que se identifique os ativos que destroem valor, ou seja, que se apresentam incapazes de remunerar os capitais que lastreiam estes investimentos. Esta visão permite que se conheça mais realisticamente a riqueza econômica capaz de ser gerada pelo negócio do que as medidas convencionais de desempenho baseadas no lucro. Atuando sobre estes ativos com VEA negativo, a gestão da empresa pode oferecer

um maior valor econômico aos seus acionistas, tornando o investimento mais atraente e valorizado pelo mercado.

A apuração do VEA exige alguns ajustes nos ativos e resultados da empresa, conforme geralmente relatados em seus demonstrativos financeiros. Algumas medidas foram sugeridas ao longo do trabalho, como a identificação do genuíno lucro operacional e a separação de imposto de renda sobre o resultado operacional (despesas) e sobre as despesas de juros (benefício fiscal). Outro ajuste proposto ainda é a avaliação dos ativos a preços de reposição, tornando todas as medidas de valor mais próximas possíveis do efetivo valor de mercado.

É importante que a empresa reconheça claramente suas estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras, de maneira a atingir ao objetivo de maximização da riqueza de seus proprietários. Todas as evidências de mercado indicam uma forte correlação positiva entre o VEA e o preço de mercado da empresa. Aumentando o valor agregado, a administração da empresa promove um aumento na riqueza de seus acionistas, tornando o investimento cada vez mais atraente.

Não se deve subestimar as dificuldades de implantação de uma gestão baseada no valor nas empresas, principalmente pelo lado das mudanças que o modelo normalmente exige, e também pela resistência cultural muitas vezes presente nas organizações. O sucesso da implantação do conceito de gestão baseada no valor depende bastante do envolvimento de todo o pessoal da empresa, assumindo as responsabilidades e méritos determinados pelo modelo. Há de se criar, ainda, incentivos e compensações sempre vinculadas ao valor criado pelos diferentes segmentos da empresa.

Medidas convencionais de avaliação de desempenho, como lucro, lucro por ação, crescimento do lucro, e todas os demais indicadores que não levam em consideração o custo de

oportunidade do capital investido e o risco da decisão, têm pouca utilidade como critérios de decisão e controle empresariais. Devem, outrossim, dar lugar a parâmetros financeiros voltados a criação de

valor para os acionistas, coerente sempre com o objetivo de maximização de sua riqueza.

BIBLIOGRAFIA

- a. ASSAF N., Alexandre . **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- b. COPELAND, Thomas; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Valuation**. New York, McKinsey & Co., Inc/John Wiley & Sons, 2ª edição, 1.994;
- c. DONOVAN, John; TULLY, Richard; WORTMAN, Brent. **The Value Enterprise**. New York, McGraw-Hill Ryerson, 1.998;
- d. RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value**. New York, The Free Press, 2ª edição, 1.998;
- e. Statements on SMA/Institute of Management Accountants of Canada. **Measuring and Managing Shareholder Value Creation**. Statement 4AA, march 31, 1.997;
- f. STEWART, G. Bennett III. **The Quest for Value**. HarperBusiness, 1.991;
- g. O'BYRNE, Stephen S. & YOUNG, S. David. **EVA e Gestão Baseada em Valor**. Porto Alegre: Bookman Editora, 2003
- h. STERN & STEWART & Co./AL EHRBAR. **EVA – The Real Key to Creating Wealth**. New York, John Wiley & Sons, 1.998