

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EVA - O VALOR DA EMPRESA

Alessandra Pereira Fiuza
Matrícula : 941642 – 3

Professor Orientador : José Henrique Tinoco de Araújo.

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| I. Introdução | 5 |
| II. A Teoria da Criação de Valor..... | 7 |
| III. O Cálculo | 9 |
| IV. EVA, Cash Flow e outros Indicadores de Avaliação de Desempenho..... | 14 |
| V .O Bônus : Solução ou Problema ? | 19 |
| VI. O Caso da Empresa Hoechst Roussel Vet | 24 |
| VII. A Criação do Valor de uma forma mais ampla (The Value Enterprise) | 31 |
| VIII. Colocando Todos os Ingredientes Juntos | 36 |
| IX. Conclusões | 40 |
| X. Bibliografia | 42 |

I. INTRODUÇÃO

Investidores e acionistas de todas as partes do mundo tinham por hábito analisar o desempenho de uma empresa tomando em conta a última linha do Demonstrativo de Resultado do Exercício, ou seja, o lucro. Nada contra o azul do resultado líquido do exercício, mas a empresa pode estar “perdendo dinheiro”, de acordo com as novas técnicas de avaliação de desempenho desenvolvidas na última década.

Ao longo dos anos, a necessidade de se obter informações a respeito do desempenho de uma empresa, que não só o lucro e alguns outros mecanismos de avaliação freqüentemente utilizados, levaram alguns estudiosos a desenvolverem uma ferramenta, que é capaz de medir a criação ou destruição de valor por parte uma empresa.

Tal ferramenta de análise, revelada por manuais alemães de economia do início do século, foi apropriada pela empresa de consultoria norte americana Stern Stewart & Co. , e relançada pela revista Fortune em 1993 como “A chave para criação de valor “

Esse “novo” instrumento de análise é conhecido como EVA ou *Economic Value Added*, e tem como a questão chave fundamental abordada , o custo do capital. Pelo EVA, muitas empresas que parecem rentáveis sob os olhos de medidas convencionais estão na verdade destruindo valor , pois pela teoria, se o lucro apresentado é menor que o custo do capital empregado, a empresa está destruindo valor.

O EVA procura corrigir esse erro reconhecendo, de maneira explicita, que existe um preço a ser pago por qualquer decisão de investimento. Ao considerar o ônus do capital investido,

o EVA mostra em valores absolutos , o quanto de riqueza foi criada ou destruída por uma empresa durante um determinado período. Em outras palavras o EVA é a definição de lucro dos acionistas.

Mas o que ocorre quando os acionistas só reconhecem o EVA como a ferramenta a ser analisada ? E o que ocorre quando estamos diante de investimentos que podem gerar um fluxo de caixa negativo (que pelo EVA significa destruição de valor) no presente mas a longo prazo se tornar um projeto extremamente rentável ?

É claro que o EVA é uma ferramenta que ajuda em muito a exibir o desempenho da empresa mas será que este deve ser avaliado sozinho , ou em conjunto com outros indicadores ?

Tais respostas serão argumentadas de forma clara, objetiva e didática de forma a mostrar que o EVA não é a mais precisa ferramenta de análise nem tampouco deve ser considerado como o melhor indicador de desempenho, mas deve sim ser aliado a outras considerações que não só as financeiras da empresa.

O EVA é uma espécie de “moda”, por ser de fácil implementação e de fácil compreensão torna – se prática a sua aplicação . Mas resultados podem ser manipulados e alterados de forma que, só olhando números não conseguiremos distinguir a empresa que está realmente criando valor ou destruindo – o .

Além do EVA, devemos considerar a criação de valor em outros níveis da empresa, como a criação de valor para seus funcionários e seus clientes se quisermos realmente ter uma empresa voltada para a criação de valor como um todo. Os dois capítulos finais se dedicam a mostrar como podemos criar valor a todos os níveis de uma empresa, e não só para seus acionistas...a conclusão mostra a integração entre todos os ingredientes de uma boa gestão empresarial.

II . A TEORIA DA CRIAÇÃO DO VALOR

Durante muito tempo, o investimento financeiro era guiado por medidas como lucro por ação (ou EPS, Earnings Per Share) ou preço/lucro (ou P/E , Price/Earnings) acreditando – se ser o lucro o principal interesse dos investidores. A fim de satisfazer o suposto desejo do mercado, muitos gerentes passam muita parte do seu tempo elaborando aritméticas contábeis para incrementar a linha do resultado do exercício. Atualmente, o mito de que Wall Street anseia por lucros crescentes , desapareceu. Analistas e investidores concordam que o mercado não busca o lucro e sim, valor. Nem mesmo os dividendos distribuídos impressionam mais, pois aos olhos de alguns críticos mais ousados , a distribuição de dividendos é sinônimo de que os gerentes não encontraram opções mais atraentes para empregar o caixa disponível (mas é claro que estes são bastante radicais !).

Marca registrada pela Stern Stewart & Co., o EVA satisfaz essa exigência, ao medir a rentabilidade real do investimento, ou seja, o EVA consegue, segundo seus criadores, medir a real natureza do valor de um investimento, consegue quantificar aquilo que para todos é o mais difícil : o valor !

A definição de valor é algo extremamente complexo, uma vez que temos valores contábeis e valores econômicos.

O valor contábil, apresenta a empresa num determinado período de tempo , e não quer dizer grande coisa, em primeiro lugar porque sabemos que as informações contidas num Balanço ou num Demonstrativo de Resultado podem perfeitamente ser manipuladas. Em segundo lugar porque tais relatórios não influem na avaliação que o mercado faz da empresa, ou seja, para o mercado “o valor da empresa não deve ter uma relação tão próxima com seus

lucros”. Afinal de contas empresas com um alto nível de investimento e altos estoques (que influenciam no resultado) , como empresas petrolíferas , aos olhos do EVA , seria considerada uma empresa que destrói valor, mas o EVA não mede o longo prazo, este também é uma ferramenta de análise estática, o que pode fazer com que sua análise seja distorcida e analisar erroneamente uma empresa.

Quando entramos no âmbito do enfoque econômico, nos deparamos com um fator determinante e decisivo na hora de investir em uma determinada empresa ou outra, o risco.

O EVA, teoricamente mede o valor, mas e o risco ? Se empresas do mesmo ramo apresentam riscos iguais, o investidor investirá naquela que apresenta o maior retorno ao capital investido ! Cabe ao investidor neste caso investigar o risco de cada empresa de cada investimento...

No caso do risco, este foge um pouco ao nosso propósito, mas no caso do EVA, este é simples em sua essência, basicamente uma empresa está criando valor se :

$\text{NOPAT (Lucro Após Impostos)} > \text{Custo do Total do Capital Empregado}$, é uma teoria bastante simples, e devido a sua simplicidade, é que está sendo tão difundido. Basicamente , quando isto descrito acima ocorre, está se criando valor, quando o contrário ocorre está se destruindo valor, conforme criamos valor, pela lógica, o preço das ações sobem e a avaliação da empresa no mercado, pela lógica também, melhora.

III. O CÁLCULO

Tão simples quanto possa parecer o EVA pode ser definido como o Lucro Operacional depois dos Impostos menos o Custo do Capital :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{CAPITAL EMPLOYED} * \text{WACC}).$$

Custo do Capital Empregado

NOPAT

Calculado ao longo do período, o NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) é o lucro operacional descontado do imposto de renda. Vale lembrar que o NOPAT deve ser ajustado de forma a não incluir resultados ocasionais que não refletem a curva operacional normal (custos pontuais , como despesa de pesquisa e desenvolvimento devem ser amortizados ao longo do período, para que não haja distorção).

CAPITAL EMPLOYED

Todo o capital investido, o resultado da soma do Capital Circulante Líquido, o Ativo Imobilizado Líquido e outros ativos operacionais, com o objetivo de discriminar todo o capital investido no negócio, independente da sua fonte de financiamento

CUSTO DO CAPITAL

As empresas são normalmente financiadas por um *mix* de dívidas e patrimônio, a taxa de custo do capital é resultado do *mix* de retornos exigidos por acionistas e terceiros. O custo

do capital de terceiros é simplesmente a taxa de juros paga por um empréstimo/financiamento, mas o custo do capital dos acionistas leva em consideração o

prêmio de risco exigido pelo mercado, que pode ser descrito como a diferença entre a taxa de juros cobrada da empresa e apaga pelo governo em títulos de renda fixa (cujo risco é muito próximo de zero), ou seja, é o custo de oportunidade do acionista. Tal *mix* é calculado através de uma média ponderada do custo do capital, ou WACC (Wiegthed Average Cost of Capital), que de forma simples pode ser definida como :

$$WACC = \frac{CP}{CP + CT} \times r_p + \frac{CT}{CP + CT} \times r_t (1 - IR) \text{ onde,}$$

CP = Capital Próprio

CT = Capital de Terceiros

Rp = Custo do Capital Próprio

Rt = Custo do Capital de Terceiros.

(1 – IR) = “Tax Shield “. Considerando que as despesas financeiras são dedutíveis do IR, tenta – se avaliar o benefício da dívida.

Tomemos por exemplo valores hipotéticos de um DRE para a melhor compreensão do cálculo do EVA de forma didática:

Vendas = \$ 2.800

Margem Bruta = 8 %

Despesas Operacionais = 6 % das vendas

Imposto de renda de 35% que totaliza \$20

Capital Circulante Líquido = \$ 300

Ativo Imobilizado Líquido = \$300

Custo do Capital = 10 %

Cálculo do EVA :

$$1) \text{ Capital} = \text{CCL} + \text{AII}$$

$$\text{Capital} = \$300 + \$300 = \$600 \text{ (a)}$$

$$2) \text{ Custo do Capital} = \% \text{ (b)}$$

$$3) \text{ Lucro Operacional} = \text{Lucro Bruto} - \text{Despesas Operacionais}$$

$$= \$224 \text{ (8 \% das vendas)} - \$168 \text{ (6\% das vendas)} = \$56$$

$$\text{NOPAT} = \text{Lucro Operacional} - \text{Impostos}$$

$$\text{NOPAT} = \$56 - \$20 = \$36 \text{ (c)}$$

$$4) \text{ EVA} = \text{(c)} - \{ \text{(a)} \times \text{(b)} \}$$

$$\text{EVA} = 36 - (600 \times 0.10) = - \$24$$

Segundo este resultado a empresa está destruindo valor, uma vez que seu lucro é menor do que o custo do capital empregado nela. Este resultado negativo também significa que os acionistas estão perdendo dinheiro. Vale ressaltar que só avaliar o EVA num determinado período de tempo não diz muita coisa, temos que avaliar uma séria histórica, pode ser que mesmo estando negativo, este apresente uma tendência crescente, e portanto evidencie que a empresa está efetivamente empenhada em criar valor.

Estratégias para aumentar o EVA seria 1) Aumentar o lucro sem que haja novos investimentos, como aumento de vendas ou de margem, ou redução de despesas, 2) Investir o capital extra em projetos que oferecem taxas de retorno maiores que custo do capital 3) Retirar o capital dos projetos que apresentam retorno menor que o custo do capital .

Segundo a teoria, conforme o valor agregado da sua empresa aumenta o preço de sua ação deveria aumentar (e o contrário também ocorre, conforme se destrói valor o preço das

ações cairia) afinal de contas o que os “stockholders” mais querem no curto prazo é aumentar seus resultados financeiros de forma que o preço de suas ações disparem no mercado. Na realidade, os resultados dos indicadores de desempenho divulgados trimestralmente fazem o preço das ações flutuarem consideravelmente, usa – se freqüentemente os indicadores de curto prazo como indicativos de performances futuras .

Para entender como o EVA e outros indicadores de performance podem afetar o preço das ações devemos entender o que determina o preço das ações.

Suponha que o preço atual de seus ativos seja P_0 , que o preço esperado no final do ano seja P_1 , e que o dividendo esperado por ação seja DIV . A taxa de retorno que os investidores esperam obter ao longo do ano é DIV mais a apreciação esperada do preço per “share” , menos P_0 , tudo dividido pelo preço no início do ano P_0 ;

$$\text{Retorno Esperado (r)} = \frac{DIV + P_1 - P_0}{P_0}$$

Ou seja, o preço de hoje é :

$$\text{Price (} P_0 \text{)} = \frac{DIV + P_1}{1 + r}$$

Mas e o preço do ano que vem ? E o próximo ?

$$P_1 = \frac{DIV + P_2}{1 + r}$$

É possível perceber a relação entre preço de hoje e a estimativa de preços futuros, se levarmos esta fórmula para tempo indeterminado (n) teríamos :

$$P_0 = \frac{DIV_1 + \frac{DIV_2}{(1+r)} + \frac{DIV_n + P_n}{(1+r)^n}}{(1+r)}$$

Esta fórmula nos dá um “*fórmula geral do preço de ações*”, A expressão apenas expressa o preço das ações em função do valor presente dos dividendos futuros. Como a fórmula é uma função dos dividendos sabemos que o valor do negócio só pode ser completamente realizado ao longo do tempo. A habilidade da empresa pagar seus dividendos futuros deriva da capacidade desta conseguir gerar fluxos de caixa positivos no futuro. (que veremos nos próximos capítulos).

Sustentar superávites de fluxo de caixa no futuro só é possível se a empresa é capaz de sustentar o valor de seu cliente como superior no futuro. Valor de clientes e “shareholders” não podem ser sustentados a menos que a empresa gere valor no seu quadro de funcionários ao longo do tempo. É por isso que os “stockholders” na empresa estão intrinsecamente ligados a sustentar a criação de valor como um todo. Na realidade, o que estamos querendo propor é uma empresa voltada para a criação do valor como um todo, já que para a valorização da empresa no mercado (através do preço de suas ações) é necessário que haja a criação de valor para o cliente, para o funcionário, para os stockholders e dessa forma para a empresa. (Mas esse tema será mais profundamente abordado no decorrer deste trabalho).

A relação entre o fluxo de caixa (determinante no cálculo do preço) e o EVA, é que ambos podem revelar a criação e destruição de valor, desta forma revelando a tendência da trajetória do preço das ações.

IV. EVA, Cash Flow e Outros Indicadores de Avaliação de Desempenho.

Como já dito anteriormente o EVA não é a única ferramenta que mede valor, até porque o EVA ainda não é utilizado por um número grande de empresas o suficiente para se tornar uma ferramenta única de utilização.

Muitas empresas utilizam o Fluxo de Caixa Descontado (Cash Flow) para avaliar investimentos e performances durante um período.

No final , o custo do capital é o principal agente do Fluxo de Caixa Descontado assim como o EVA, sendo assim, o EVA pode ser entendido como uma variação do Fluxo de Caixa Descontado.

- Fluxo de Caixa Descontado

A base para o raciocínio do Fluxo de Caixa Descontado reside na regra do valor presente líquido. O valor presente de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixas esperados, descontados a uma taxa de juros. (que normalmente é composta pelo custo do capital).

Sabemos que os preços das ações estão sujeitas a grande volatilidade “*in momentum*”, ou seja, o preço de uma ação não permanece estável ao longo de um dia ou uma semana, ele varia de acordo com o rumo do desempenho da empresa. Tal flutuação diária iria contra o que está sendo dito acima, mas na realidade, quando analisamos o preço de uma ação, estamos preocupados com o longo prazo, ou seja, na hora de vender a ação, terá essa se valorizado ou desvalorizado ? Na realidade, as pequenas flutuações diárias não significam muito do ponto de vista do retorno do acionista, pois como o mercado é caótico, a bolsa de

valores está sujeita a variações as quais podem não tem nada a ver com o desempenho em si de uma empresa e sim de fatores externos...as flutuações de curto prazo são afetadas por dois fatores : o já descrito acima, que independe da gestão da empresa (normalmente são fatores macroeconômicos) e fatores internos (e é nestes que estamos interessados), como eventos ligados diretamente a companhia.

Por exemplo, quando há um evento econômico que vai gerar um impacto negativo na empresa, e por exemplo, os estoques da empresa aumentam, conclue – se que tal fato terá impacto diretamente nos prospectos da empresa, tais como taxa de crescimento, margem ou intensidade de investimentos. As flutuações causadas por estes prospectos, amplificadas ao longo do tempo, tem impacto direto no preço das ações.

O fluxo de caixa pode ser apresentado como um resumo dos fluxos de caixa da empresa relativos às atividades operacionais , de investimento e financiamento, e reconcilia – os com as variações em seu caixa e títulos negociáveis, durante o período em questão. A determinação do fluxo de caixa das operações consiste do NOPAT acrescentado de todas as despesas não desembolsáveis (amortização e depreciação), além da variação dos fluxos operacionais (transações das contas circulantes), de investimentos (compra e venda de ativos imobilizados ou CAPEX – Capital Expenditures - , e participações societárias) e de financiamentos (operações de empréstimo e capital próprio).

O valor presente líquido (VPL) de um fluxo de caixa é obtido subtraindo – se o investimento inicial do valor presente das entradas de caixa (FCt) , descontadas a uma taxa igual ao custo de capital da empresa (k), ou taxa de juros .

VPL = Valor presente das entradas de caixa – I_o

$$VPL = \frac{\sum FC_t}{(1 + k)^t} - I_0$$

Se o Valor Presente do Fluxo de Caixa de um projeto ou da empresa como um todo for positivo significa que a empresa obterá um retorno maior do que seu custo de capital.

(Este é o mesmo princípio do EVA) Dessa forma, estaria – se aumentando o valor de mercado da empresa, e conseqüentemente, o preço das ações de seus “*stockholder's*”.

O cálculo do Valor Presente de qualquer ativo pode ser feito tanto pelo fluxo de caixa descontado quanto pelo EVA, bastando colocar a hipótese de que custo de capital será o mesmo em ambas as avaliações. A equivalência se dá no exemplo didático abaixo :

Uma empresa recém criada possui um capital de \$1.500. Esse total foi investido na aquisição de uma máquina, que compõe o único ativo da empresa. A maquina possui uma vida útil de cinco anos depreciando \$ 160 no primeiro ano, \$ 260 nos três anos seguintes e \$ 560 no último. Com a operação da nova máquina, a empresa espera gerar um NOPAT de \$ 84 no primeiro ano e \$ 324 nos quatro anos seguintes. Considerando que o custo do Capital é de 12 %, avaliaremos a empresa pelo modelo do NPV e EVA,

1) Avaliação pelo NPV :

| | Ano 0 | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 |
|--------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NOPAT | \$0 | \$84 | \$324 | \$324 | \$324 | \$324 |
| - CAPEX (Investimentos) | \$1500 | \$0 | \$0 | \$0 | \$0 | \$0 |
| + Depreciações | \$0 | \$160 | \$260 | \$260 | \$260 | \$560 |
| Fluxo de Caixa Líquido | (\$1500) | \$244 | \$584 | \$584 | \$584 | \$884 |
| VPL dos Fluxo de Caixa = | \$ 472 | | | | | |

2) Avaliação pelo EVA :

| | Ano 0 | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 |
|---------------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| NOPAT | \$0 | \$84 | \$324 | \$324 | \$324 | \$324 |
| - Capital (Ativo Imob.Líquido) | \$0 | \$1500 | \$1340 | \$1080 | \$820 | \$560 |
| + Custo do Capital | \$0 | \$180 | \$161 | \$130 | \$98 | \$67 |

| | | | | | | |
|---------------------|-----|--------|-------|-------|-------|-------|
| EVA | \$0 | (\$96) | \$163 | \$194 | \$226 | \$257 |
| VPL do EVA = \$ 472 | | | | | | |

É claro que este exemplo é um exemplo extremamente simples mas para fins de didática pode – se perfeitamente entender que podemos utilizar ambos os indicadores para avaliar a performance das empresas.

Tanto o Fluxo de Caixa descontado quanto o EVA permitem ajustes que melhor se adequam as realidades da empresa, de forma que no fim, podem não ser exatamente idênticos, mas no fundo ambos significam a mesma coisa, mostram se a empresa está criando ou destruindo valor, e se sua performance está melhorando ou piorando.

Dessa forma fica visível a relação como o EVA e o Fluxo de Caixa “afetam” o preço de suas ações e seus conceitos no mercado.

O preço de uma ação como já visto anteriormente é calculado a partir do preço passado e de dividendos, ...a única forma de o preço de uma ação subir (excluindo os efeitos externos sobre a performance da empresa...por exemplo, o humor do mercado que varia do dia para a noite), é gerando lucros positivos ou caixa positivo de forma que os dividendos sejam sempre crescentes, uma vez que os dividendos são uma porcentagem do Patrimônio da empresa destinado aos acionistas como retorno sobre seus investimentos.

Assim como o EVA , o Fluxo de Caixa também contém defeitos, ele não leva em consideração o ônus do capital investido, já o EVA o considera ...é difícil saber ao certo qual indicador determina melhor a criação ou destruição de valor de uma empresa, pois cada empresa tem suas características definidas que podem ser melhor ou pior avaliadas dependendo do método que esta utiliza.

Existem outros mecanismos de avaliação de performance que são levados em conta tais como :

ROA ou Return on Assets (que é igual ao ROI – Return on Investments), ROE ou Return on Equity, cada qual consiste em uma fórmula extremamente simples que é capaz de indicar a performance da empresa sobre seus ativos , seu patrimônio, ou seus investimentos.

O ROI é o mais utilizados entre os administradores, e considerado um ótimo instrumento de avaliação da eficiência na geração de lucros com seus ativos totais. O principal aspecto deste índice é que a maximização deste não leva em a maximização do retorno aos acionistas.

O ROI é obtido da seguinte forma :
$$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Ativo Total}}$$

ROE ou Return on Equity é a medida do retorno sobre o investimento dos proprietários (os “*shareholder's*”)

O ROA é obtido da seguinte forma :
$$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Estes índices, além de não levarem em consideração o capital investido, estão vulneráveis a distorções contábeis. O método utilizado para contabilizar estoques, ou o tipo de depreciação adotada modificam o resultado, sem que a avaliação da empresa pelo mercado tenha realmente variado.

V. O Bônus : Solução ou Problema ?

Uma forma de incentivar os “*managers*” a estarem sempre voltados para a criação de valor é dando uma espécie de recompensa pelos esforços empregados em gerar valor para a empresa. O valor desta “recompensa” pode variar de empresa para empresa e geralmente é um acordo entre acionistas e “*mangers*” que determinam um “*Business Plan*” (plano de vendas, custos, despesas...) baseado na situação do mercado de atuação da empresa e nas projeções futuras da economia como um todo, o valor do bônus pode ser uma porcentagem do lucro...ou do EVA ou do Fluxo de Caixa.

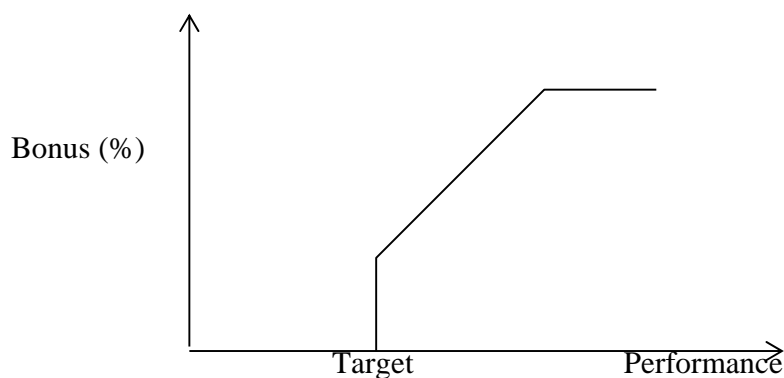
O lado positivo (solução) desse incentivo é que, ao tomarem decisões sobre investimentos, os gerentes são mais cuidadosos, uma vez que se traçarem metas impossíveis, seu bônus poderá ser nulo. Tal sistema não deveria ser considerado como um custo pelos acionistas e sim uma espécie de “*investimento*” pois ao “*investirem*” em seus gerentes eles estão automaticamente criando valor para sua empresa indiretamente falando.

O lado negativo (problema), este é alvo de críticas de autores tais como Bennet Stewart (The Quest for Value) , onde ele considera o sistema de remuneração “um grande erro”. A avaliação por metas, segundo ele, distancia os gerentes do objetivo principal da empresa – a criação do valor. “Ao avaliar e remunerar gerentes pelo valor agregado, você vincula seus interesses ao dos acionistas, tornando seus funcionários pequenos donos da empresa “.

Em sua crítica, Bennet Stewart detalha alguns conceitos do sistema de remuneração “usual”, baseada em metas negociadas anualmente. Uma porcentagem dessa meta define o mínimo necessário para que o gerente ganhe qualquer bônus. Uma performance abaixo deste valor impossibilita o prêmio . Por outro lado, ultrapassando a meta definida, o gerente

tem direito a bônus crescentes, até um valor máximo determinado pela empresa. Essa relação pode ser ilustrada pelo gráfico abaixo,

The Typical Payoff Profile



Os limites máximos e mínimos, existentes neste sistema de remuneração são considerados por Bennet Stewart, como desmotivantes para o profissional,... ora, ao determinar tal tipo de remuneração, com teto mínimo e máximo, o gerente, segundo o autor se sente desmotivado a ultrapassá-lo. Pode ser que num determinado ano, as condições de mercado estejam extremamente favoráveis de forma que é visível que o objetivo mínimo será alcançado, permitindo assim que o gerente focalize suas prioridades em outras direções que não a criação constante de valor para a empresa.

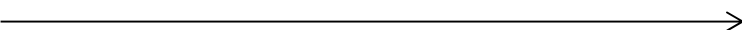
Tal crítica é válida principalmente porque o que foi descrito acima realmente acontece na maioria das empresas que trabalham com tetos para a bonificação. É muito freqüente os gerentes desenvolverem “*Business Plans*” (por vezes subestimados), de forma que, ao verem que a meta será atingida, estes se acomodam e não se preocupam mais em ultrapassar a mesma.

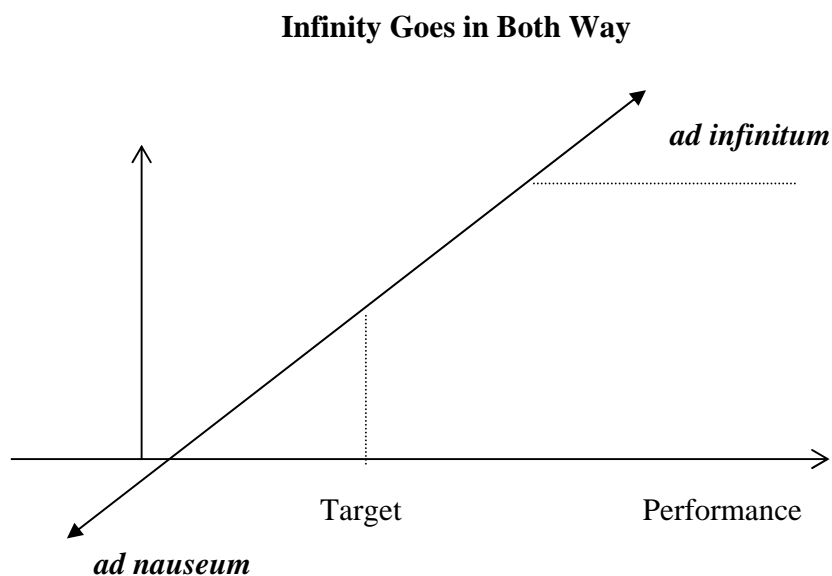
Sendo assim, da mesma forma que temos o bônus, o autor sugere que deveria haver também penalidades para aqueles que não atingem o mínimo...”Uma vez que se torna óbvio que o resultado não será atingido, é provável que este fique bem abaixo do esperado já que os gerentes tendem a concentrar as perdas num mesmo ano, adiando novas estratégias para o ano seguinte.” afirma ele. Para que os gerentes pensem como donos ele deve não só aceitar as recompensas mas aceitar os riscos, como um verdadeiro dono.

O autor é um pouco radical nesse ponto de vista uma vez que não devemos considerar gerentes como acionistas da empresa...e sim como aqueles que fazem o negócio ir para frente...a crítica do autor é válida sob um certo ponto de vista mas para corrigir tal problema, muitas empresas atualmente eliminaram os tetos de seus sistemas de bonificação, e implementaram um sistema de bônus crescentes e até decrescentes...que variam com o resultado , como dito acima pode ser uma porcentagem do EVA ou do Fluxo de Caixa....ou do Lucro em si.

Muitas vezes as metas são feitas em cima de outras variáveis como vendas ou clientes convertidos, que podem ser tão eficientes quanto o valor agregado, uma vez que estas contribuem diretamente para o aumento do mesmo. (Fazem parte diretamente das variáveis utilizadas para calcular o NOPAT, componente dos principais indicadores de despenho, como o caso em questão o EVA e o Fluxo de Caixa.)

Tal sistema defendido pelo autor que permitem tanto bonus crescentes “*ad infinitum*” quanto decrescentes “*ad nauseum*” pode ser ilustrado abaixo como :





Foi pensando nesse sentido que Stewart desenvolveu a idéia do “*bonus bank*” , este seria o pagamento para o funcionário mas não de forma direta. O montante do bônus seria depositado numa conta bancária e o gerente só receberia um percentual deste. Assim o gerente estaria sempre motivado a não só buscar bons resultados mas em superá – los. Em superando suas próprias metas o gerente estará sempre aumentando o valor da empresa.

Tal conceito permite que o gerente esteja sempre voltado para uma criação de valor no longo prazo, aumentando o valor da sua empresa no mercado e o preço de suas ações consequentemente.

Temos vários exemplos de seriemas de bonificação com base na criação de valor :

- No caso de uma nova empresa ou uma empresa atuando num novo mercado, e neste caso o sistema de bonificação baseado na criação de valor não deve ocorrer uma vez que a empresa está incorrendo em perdas devido a implementação de altos investimentos.

- Uma empresa razoavelmente velha que tem criação de valor positivo. Neste caso, a boa rentabilidade do negócio pode vir do fato da empresa ter seus ativos fixos quase totalmente depreciados e assim Ter seu custo de capital muito baixo. Neste caso o bonus pode ser dado da seguinte forma :

Varição no EVA * X% ou (EVA – EVA meta) * Y% + Varição no EVA * α * Y%

- Uma empresa com bens novos e antigos . Esta opera com EVA negativo mas falta pouco para atingir o EVA positivo : Pode –se incentivar um EVA positivo mas somente aumentando o EVA o funcionário pode aumentar seu bônus . Deixar o EVA negativo não traz bônus a menos que EVA aumente para um valor acima de zero.

EVA Absoluto * X% + Variação Periódica do EVA * α * X%.

Nos casos descritos acima, os bônus baseados na criação de valor podem ser implementados adotando –se o EVA ou qualquer outra variável de desempenho como meta, ou ainda combinando ambos.

VI. O Caso da Empresa Hoechst Roussel Vet

A Empresa Hoechst Roussel Vet é uma empresa do grupo Hoechst, sediada em Frankfurt, Alemanha, e que opera no ramo Veterinário há aproximadamente 4 anos. Produz medicamentos para animais, desde de animais de grande porte, como cavalos ou gado, quanto para animais de pequeno porte, como gatos ou pássaros.

É uma empresa de capital fechado, fazendo com que todo o negócio seja financiado basicamente pelos acionistas e terceiros (bancos) e o preço de suas ações calculado em cima unicamente de seu Patrimônio (que evidentemente inclui os lucros/prejuízos acumulados). A empresa existe em quase todos os países... ela está presente em toda América Latina, na França, Portugal Espanha, França e Alemanha nos EUA, em países da Ásia e da África e na Austrália.

A empresa resolveu implementar o EVA como ferramenta de análise de performance, em 1997 , por duas razões :

- 1) Ter um relatório confiável que indicasse a performance da empresa.
- 2) Política : O EVA é de relativamente fácil de ser implementado e ao sê - lo causou um grande contentamento para os acionistas que teoricamente começaram a ver como o seu capital estava sendo empregado. O “*big manager*” Clauz Dietz , CEO da Hoechst Roussel Vet a nível mundial, ganhou muito prestígio e consideração e é claro...muitos benefícios financeiros.

A Hochst AG , o grupo , estava desde 1996, reestruturando todas suas empresas, se desfazendo de suas empresas menos competitivas e rentáveis, e mantendo as empresas de

química mais pesada. A Hoechst Roussel Vet é uma empresa relativamente pequena em comparação a outras empresas do grupo, de forma que a participação dos seus lucros no lucro total da empresa como um todo não ultrapassava 10%. Tendo em vista esse fato, foi decidido pelo Comitê Executivo que a Hoechst Roussel Vet seria vendida a fim de melhorar sua competição e sua lucratividade dentro do mercado veterinário a nível, é claro, mundial.

Desde o início do ano, a empresa começou a se preparar para ser vendida, mas a principal questão permanecia, por quanto? Qual era o valor da empresa Hoechst Roussel Vet?

O EVA implementado na empresa é composto da seguinte forma: Exemplo mês de Setembro para o Brasil:

| WORKING CAPITAL | |
|--|----------|
| (USD 000,00) | Setembro |
| A) Inventários | 5.880 |
| A1) Grupo | 66 |
| A2) Terceiros | 5.814 |
| | |
| B) Conats a Receber | 6.634 |
| B1) Grupo | 484 |
| B2) Terceiros | 6.150 |
| | |
| C) Contas a Pagar | 594 |
| C1) Grupo | 16 |
| C2) Terceiros | 578 |
| | |
| D) Working Capital = A + B – C = 11.920 | |

| | |
|------------------------------------|--------|
| E) Ativos Fixos | 17.479 |
| F) Investimentos | 32 |
| G) Provisões para Pensionistas | 0 |
| H) Outras Provisões de Curto Prazo | 0 |

$$\text{D) Capital Employed} = \text{D} + \text{E} + \text{F} - \text{G} - \text{H} = 29.431$$

$$\text{J) Capital Employed EVA} = 0.55 * \text{A1} + \text{A2} + \text{B2} - \text{C2} + \text{E} + \text{F} - \text{G} - \text{H} = 28.933$$

$$\text{K) Local EVA} = \text{Lucro} * 0.6 - \text{Capital Employed EVA} * 0.11 =$$

$$\underbrace{\hspace{10em}}_{\text{NOPAT}} \quad \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Capital Employed} * \text{WACC}}$$

$$\text{K) Local Eva a nível Brasil} = (3.253 * 0.6) - (28.933 * 0.0825) = (435)$$

(- Os 11% de WACC são decompostos através de juros simples, para obter estes 0.081415 basta dividir 0.11 pelo número de trimestres e teremos 0.0275 (0.11/4) e depois multiplicar pelo trimestre relativo, que no caso é o terceiro trimestre, sendo assim teremos : $0.0275 * 3 = 0.0825$.)

Como o cálculo foi implantado a nível mundial , necessitava –se de uma média de imposto de renda e de uma média de custo de capital, que se adequasse a todos os países.

Foi calculado uma média de imposto de renda de 40% e um custo de capital médio de 11 %

É oficialmente calculado e divulgado trimestralmente . A nível trimestral a WACC usada foi simplesmente dividida por 4, ou seja, foi utilizado juros simples e não compostos para o cálculo trimestral.

O resultado deste cálculo é que o valor da empresa ou o resultado de sua performance está extremamente subestimado, e no caso até negativo.

Vejamos no caso do Brasil : Só para começar o imposto de renda no Brasil é de 37%, 3% a menos do que o proposto pelo cálculo padrão, e a WACC que também foi calculada em função de uma média, está superestimada no Brasil, estima - se que a WACC no caso da Hoechst Roussel Vet Brasil seja de 10% .

Conclusão : só no Brasil, o EVA já está bem abaixo do seu real valor, ou pelo menos, do valor que deveria ser considerado o correto.

Refazendo os cálculos com os valores ajustados a realidade da empresa teríamos :

$$\mathbf{K) Local Eva nível Brasil = (3.253 * 0.72) - (28.933 * 0.074099) = 198}$$

Repare no absurdo que é a reversão do valor que de negativo, passa a ser TUSD 198 acumulado em Setembro.

Para fazer este cálculo utilizamos o NOPAT efetivo, ou seja, utilizamos a alíquota de imposto de renda que nos é pertinente (28% ; 9% a menos do que os 37%) e utilizamos a WACC que também nos compete (10%), e não valores padronizados a nível internacional.

Para confrontarmos a realidade com o EVA utilizamos o Business Plan para o ano 2000, 2001, 2002 e 2003 e fizemos uma simulação do Valor Presente do Fluxo de Caixa. Infelizmente não fui autorizada a divulgar os números da empresa no que dizia respeito ao Plano mas chegamos a conclusões interessantes.

Vale a pena ressaltar como foi calculado o Fluxo de Caixa da empresa (apesar de eu não ter sido autorizada a apresentar os números, não me foi dito nada a respeito de fórmulas):

CASH FLOW STATEMENT

| | Plan 31/12/99 | Reest 31/12/99 | Plan 31/12/00 | Plan 31/12/01 | Plan 31/12/02... |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| A) Statutory Income | NOPAT | NOPAT | NOPAT | NOPAT | NOPAT |
| B) + Depreciation | | | | | |
| C) + Var in Provisions | | | | | |
| D) + Var. in Woerking Capital | | | | | |
| (+ Inventories) | | | | | |
| (+ Acc.Receivables) | | | | | |
| (- Acc.Payable) | | | | | |
| E) + Variation in Others | | | | | |
| (+ Other Assets) | | | | | |
| (- Other Liabilities) | | | | | |
| F) Cash Flow from Operation | A +B+C-D-E | A +B+C-D-E | A +B+C-D-E | A +B+C-D-E | A +B+C-D-E |
| G) Investment | | | | | |
| H) Cash Flow Investment | = - G | = - G | = - G | = - G | = - G |
| I) Increase in Capital | | | | | |
| J) Net Debt Issues | | | | | |
| K) Dividends (n - 1) | | | | | |
| L) Cash Flow from Financing | = I + J - K | = I + J - K | = I + J - K | = I + J - K | = I + J - K |
| M) Net Cash Flow | = F+H+L | = F+H+L | = F+H+L | = F+H+L | = F+H+L |

Com os valores projetados, foi possível calcular o Valor Presente do Fluxo de Caixa a uma taxa de 10% que é a mesma do WACC , e fizemos o mesmo com o EVA, projetamos seu fluxo e o trouxemos ao valor presente. É claro que de acordo com os cálculos, ambos deveriam ser iguais se as varáveis chaves (se imposto de renda e WACC fossem as mesmas; Valor Presente do Fluxo de Caixa = Valor Presente do EVA), mas como fizemos as estimações do Fluxo de Caixa com os valores reais a nível Brasil, e para as projeções do

EVA usamos os valores padronizados, chegamos a um resultado totalmente diferente, distorcido e sem sentido. Os cálculos estimaram uma diferença de 30% menos quando calculamos o fluxo com o EVA padronizado, o que significa que o valor da empresa fica extremamente subestimado.

No caso do imposto, este ficou estimado em torno de 28% (já descrito acima), não que a empresa sonegue imposto de renda, mas há inúmeras deduções feitas do imposto e incentivos dados pelo Governo à produção de vacinas para gado que são ministradas uma vez ao ano e que são extremamente custosas pois quase todos os seus componentes são importados...No caso da WACC esta ficou em torno de 10 % uma vez que o custo do capital de terceiros (bancos) é de relativo pouco uso. (Na empresa Hoechst Roussel Vet, a principal via de financiamento de operações é através de aumento de capital via *shareholder's*)

Com estes valores o CEO Brasil foi capaz de estimar, através do Valor Presente do Fluxo de Caixa, o valor da empresa. A diferença entre os cálculos, como já dito acima, foi de 30%, ou seja, a avaliação pelo EVA padronizado nos dá uma empresa com valor 30% mais baixo.

Estes resultados forma estimados somente para a filial Brasil. A nível mundial acredita - se que a distorção possa ser bem maior, já que estamos falando de países em diferentes continentes com um base de tributação e de preços relativos significantemente diferentes.

Portanto, o valor da venda da empresa foi estimado com base no Valor Presente do EVA e ainda sofrendo ajustes, como no caso de filiais menos rentáveis aos olhos de possíveis compradores, o que nos leva a acreditar (a filial Brasil) que a empresa foi vendida por um preço bem menor do que aquilo que ela vale e deve – se observar que nessa estimativa considerou – se os ajustes necessários (como possíveis reestruturações...).

Até a empresa ser vendida, a base de cálculo para o EVA nunca foi questionada, mas desde que esta começou a ser analisada para venda, seu cálculo começou a ser analisado mais de perto, especialmente pelo CEO da filial Brasil, pois é claro que , se chegou - se a conclusão que seu valor era subestimado, assim o era o seu bônus que é calculado como uma porcentagem EVA e numa das variáveis do mesmo, o resultado. Este, que é descontado 40% ao invés de 28%, faz com sua performance e competência sejam distorcidas. Na realidade a performance do CEO Brasil , além de bem maior do que apresentada pelo EVA, não só pelo âmbito contábil, mas também pelo seu auto estima sofreu distorções as quais só criaram números sem sentidos como já descrito acima. (A sorte do CEO da filial Brasil é que seu bônus é calculado quase todo em cima do resultado e das vendas planejadas, e só uma pequena porcentagem inclui a análise do EVA)

Na realidade, tanto faria utilizar o EVA ou o Fluxo de Caixa, desde que os valores utilizados para o cálculo não fossem padronizados a nível mundial e sim contasse com a variação de país para país tanto de imposto de renda quanto de WACC. Assim acredita – se que a performance dos “*controllers*” não contaria com as distorções já mencionadas acima (E provavelmente os bônus seriam maiores).

Este é um único e simples exemplo de como a tão famosa ferramenta pode levar a distorções se não for corretamente aplicada...Aliás, para fins deste trabalho, sempre deixo claro que tal ferramenta não é, e nem deveria ser a única analisada, na minha opinião o que aconteceu foi que o EVA “virou moda”...e como toda a moda ela tem seu momento de ápice até aparecer outro instrumento que vai variar pouco deste e se tornar “a” nova ferramenta de análise... Todos estes instrumentos possuem seus defeitos e não podemos analisá – los sozinhos, o ideal é analisar um conjunto deles.

VII. A Criação do Valor de Uma Forma Mais Ampla

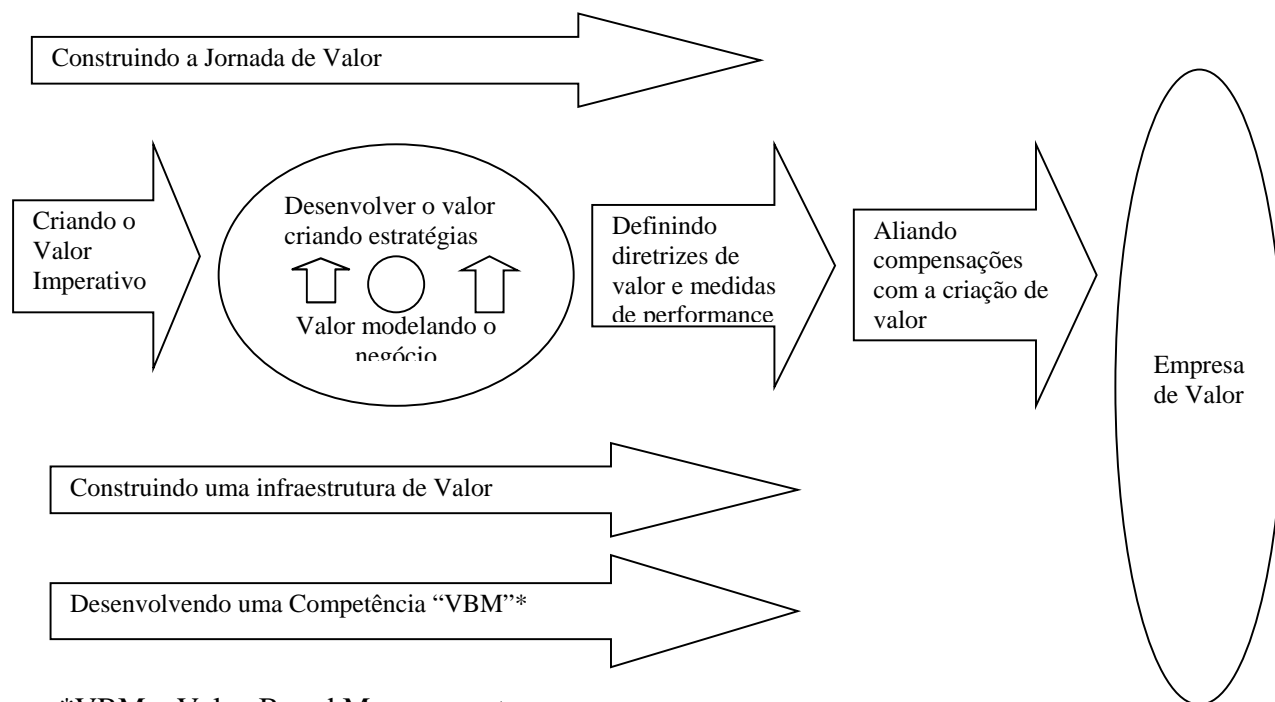
Já mencionamos as ferramentas que são utilizadas para analisar a criação de valor. E foi brevemente comentado como poderíamos aumentar “contabilmente” falando, o valor de qualquer empresa. Este poderia ser através de qualquer artifício que aumentasse o resultado (como aumento de margem unitária – neste caso devemos ter cuidado pois um aumento de margem pode levar a uma queda nas vendas, deve – se analisar qual impacto é maior - ou aumento de vendas ...ou redução de despesas...).

Mas agora temos que levar em consideração uma empresa voltada para a criação de valor de uma forma mais ampla, como por exemplo criar valor para os clientes, para os funcionários, para o bem estar em geral...e fazendo isso estaríamos gerando um valor bem maior do que aquele mencionado só a nível de números.

Já foi visto como podemos gerar valor para os “stockholder’s”, mas como criar um empresa voltada para a criação de valor como um todo ?

Podemos começar em construir a “Jornada do Valor”, ou seja, a jornada que uma empresa deveria seguir para criar valor quase que “sem querer”.

A “**Jornada de Valor** “ poderia ser ilustrada da seguinte maneira :



*VBM – Value Based Management

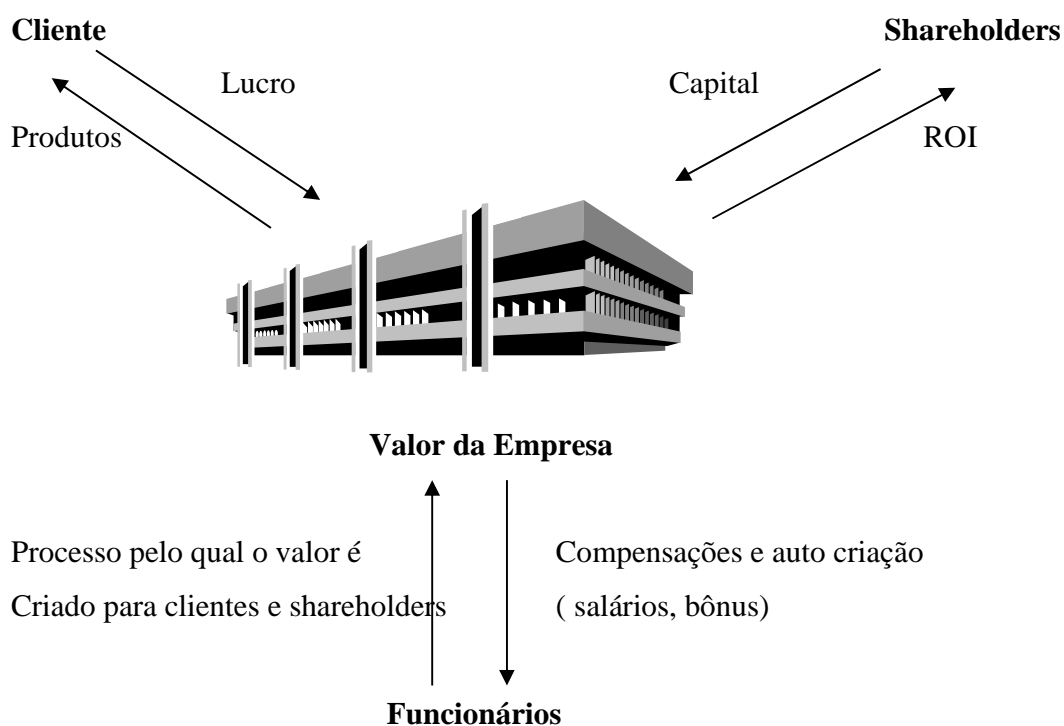
A Jornada de Valor aponta três elementos fundamentais : cultura, infraestrutura gerencial e competência.

O valor é criado a partir da combinação destes três fatores em primeiro lugar porque é necessário que os gerentes tenham em mente a cultura da empresa (não só o background acadêmico) e como aprimorá – la. Em segundo lugar porque é necessário não só que os gerentes tenham em mente a cultura da empresa mas que seus funcionários também o tenham, daí vem a infraestrutura gerencial. (todos os gerentes e seus funcionários) trabalhando para um fim : a criação de valor para a empresa. Em terceiro lugar e não menos

importante que os outros fatores anteriores vem a competência de saber ser líder, sem esse quesito nada funciona. Mas este é a menor das dificuldades hoje em dia. Atualmente temos diversos profissionais formados em boas universidades com seus MBA's e etc...a espera de uma oportunidade de trabalho.

A questão da empresa voltada para a criação de valor é algo mais profundo, deve atingir a todos os níveis de gerenciamento, até seus clientes...não faz sentido hoje em dia, criar valor somente para “*stockholder's*” e sim para a companhia como um todo.

Para que isto seja possível poderíamos ilustrar da seguinte forma :



- Clientes :

Criar valor para clientes é simplesmente derivado da melhor combinação de preços e qualidade possíveis relativos a competição. Os clientes oferecerão lealdade, e “cash” e em troca eles querem produtos e serviços com preços e uma gama de qualidade que acreditam ter um razoável valor. Qualquer empresa ganha fatia de mercado se manter seus clientes satisfeitos .Por exemplo : Wal Mart obteve sucesso em oferecer aos seus clientes preços baixos em relação aos seus competidores porque inovou na técnica de entrega e estoque e melhorou sua relação com vendedores seletos que passaram a entregar as mercadorias diretamente nos armazéns da Wal Mart , eliminando o custo de distribuição e os custos associados a ela. A empresa também introduziu o processo conhecido como “*cross - docking* “ , que ao invés de levar a mercadoria nos caminhões dos fornecedores, a Wal Mart começou a utilizar seus próprios caminhões , levando a mercadoria direto para seus centros de distribuição, reduzindo o inventário e os custos associados a manutenção dele.

Tais cortes nos custos gerou uma redução nos preços e a um aumento de clientes que reverteu em um aumento tanto nos lucros quanto na participação da Wal Mart no mercado nacional dos EUA.

- Funcionários

A maioria das empresas olham para seus funcionários como um custo e não como um bem.

O gerenciamento voltado para o valor requer que o funcionário esteja intrinsecamente ligado aos “*shareholder’s*” e aos clientes. Sem uma força de trabalho motivada é virtualmente impossível para uma empresa continuar “bem” nos negócios por muito tempo. Funcionários oferecem seu tempo, sacrifício pessoal, envolvimento e criatividade e esperam em troca um lugar que os desafie, a oportunidade de aprender, desenvolver e crescer. Em troca a empresa terá a lealdade, produtividade e inovações que ajudam a empresa a criar vantagem competitiva.

Wal Mart de novo é o melhor exemplo de um bom ambiente de trabalho. O ingrediente mais importante no sucesso da Wal Mart foi a forma de como ela tratou seus funcionários. Acreditava - se que, se quisesse que a “*staff*” tomasse conta de seus clientes você deveria tomar conta da “*staff*” . A Wal Mart criou um ambiente onde seus funcionários poderiam oferecer suas idéias e serem efetivamente ouvidos. Não é a toa que esta é, reconhecidamente, uma das melhores empresas para se trabalhar nos EUA.

- **Shareholder's**

Este caso já foi discutido antes e envolve análise de retorno sobre o capital investido através do EVA ou outros indicadores.

Voltando a jornada de valor, vamos comentar cada passo começando pela construção da jornada de valor : Começa - se a criar valor quando a cultura da empresa é voltada para a criação do valor. ..”Se o “valor “ é a missão de uma empresa, então este deve ser também sua cultura...” é o que afirma John Donovan autor do livro (The Value Enterprise)

O primeiro passo para definir a cultura da companhia seria redefinir a missão com relação aos três grupos envolvidos : *Shareholder's* ⇒ Funcionários ⇒ Clientes (não necessariamente nesta ordem) e redefinir a dinâmica entre eles , por exemplo, agregar valor ao cliente depende de bons funcionários que dependem dos clientes e do capital dos acionistas que por sua vez dependem dos clientese se completa a dinâmica (não necessariamente repito, nessa ordem, ela pode variar de empresa para empresa, apesar de estar cada vez mais claro hoje em dia, que o cliente é a chave principal de qualquer negócio, e portanto merece a prioridade).Pode se focar a criação de valor só no cliente ou só no funcionário ou só no *shareholder*...mas o interessante seria agregar valor aos três grupos...normalmente se observa que só dois deles são escolhidos, clientes e *shareholder's*. (calro que há exceções como por exemplo a Microsoft, que é conhecida por ter uma atmosfera criativa e relaxada , onde escritórios são comparados à campus universitários e os funcionários tratados com excelência).

VIII. Colocando Todos os Ingredientes Juntos

Já vimos a criação de valor de uma forma mais ampla, mas agora como podemos medi-la ?

Medir a criação de valor para os acionistas foi feito durante o trabalho...podemos medir o retorno do investimento feito através de indicadores tais como ROI ou ROA ou EVA ou Fluxo de Caixa...

Mas como poderíamos medir o valor criado para funcionários e clientes ?

- **Funcionários** : Existe um “case study” da empresa americana NationJet, especialista em vôos executivos de pequeno porte, que sempre se importou com as condições de trabalho de seus funcionários, e criar valor para os mesmos.

Para tal , o departamento de recursos humanos da empresa desenvolveu um questionário de satisfação do funcionário onde as perguntas deviam ser preenchidas e devolvidas ao seu superior...a empresa nunca teve problemas com relação a agitações de seus funcionários com relação a qualquer descontentamento.

Apesar do questionário sempre indicar a satisfação de seus funcionários, a empresa vinha sofrendo nos últimos meses uma série de greves e de desordens. Sem entender o porque das greves, a empresa chegou a conclusão que seus questionários estavam sendo feitos de forma inadequada, e isso significava que nem sempre os funcionários seriam cooperativos para com a empresa.

A empresa então começou a refletir na importância do enfoque no valor que a empresa poderia criar para seus funcionários de forma a terem o melhor “*feedback*” possível destes (e reduzirem o número de greves e claro o prejuízo que estas causam). Sendo assim , resolveram substituir o questionário de satisfação por uma completa pesquisa trimestral em mercados de trabalhos similares; incluíram nesta pesquisa o que as empresas ofereciam aos seus funcionários como salários , assistências extras (como seguro saúde.....), ambiente de trabalho e etc....e só assim poderiam chegar a uma conclusão realmente significativa a respeito de como estavam as condições de trabalho de seus empregados.

O resultado da pesquisa foi insatisfatório do ponto de vista do que a empresa estava oferecendo aos seus empregados, as empresas concorrentes ofereciam mais vantagens que a NationJet e estes eram os motivos principais das greves que a empresa vinha sofrendo. Chegou – se a conclusão que ao falarem de seus funcionários estes sempre destacavam o que o funcionário acrescentava aos negócios e nunca o que os negócios acrescentavam aos funcionários.

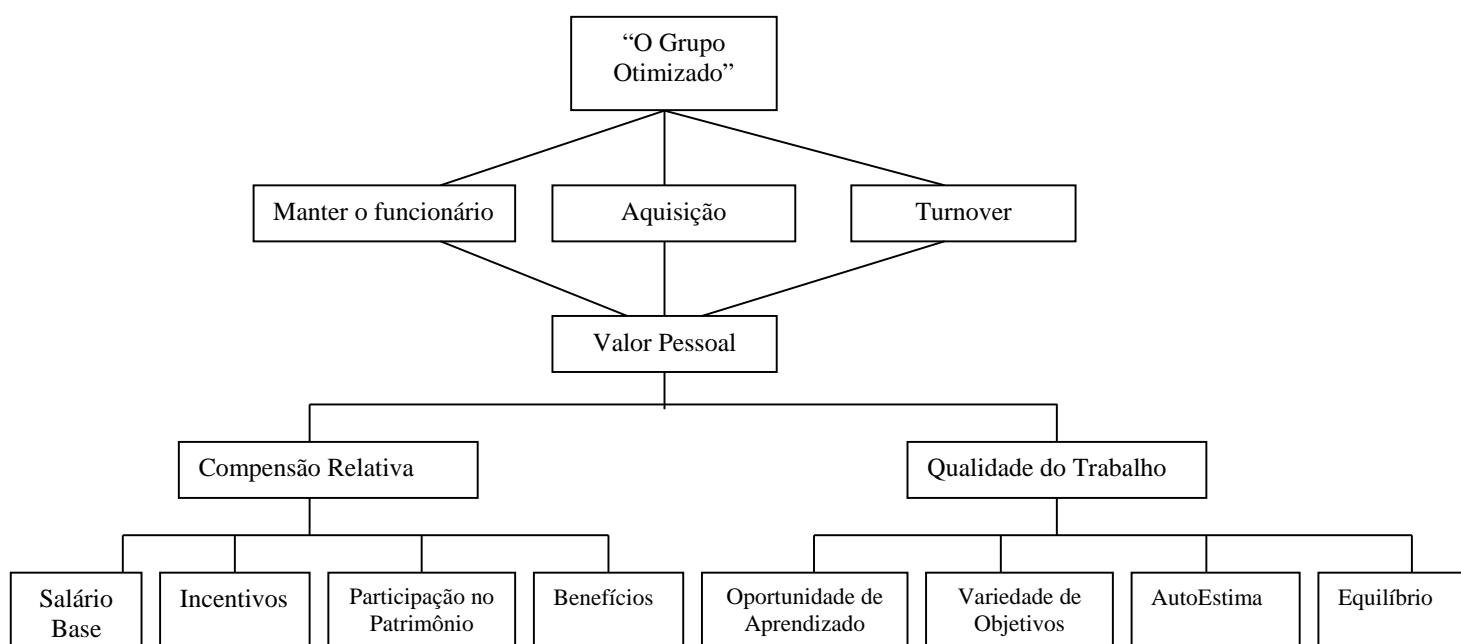
Como resultado, foi desenvolvido um mapa que modela um time de funcionários otimizados do ponto de vista geral.

No mapa, existem dois fatores que estimulam um funcionário : As compensações relativas, que são as mais comuns requeridas , como o salário, benefícios...mas existem também as qualidades que o trabalho vai proporcionar e que também são analisadas por um funcionário ao ingressar em uma empresa, como oportunidade de aprendizado, auto estima no ambiente de trabalho e especialmente um trabalho que lhe proporcione um ritmo de vida equilibrado...ao juntarmos esses dois quesitos teríamos o valor agregado ao empregado.

A capacidade do mesmo em fazer com que estes ingredientes entrem em harmonia é o que faria a empresa a reter o funcionário. Do contrário a empresa se desfaz dele e adquire um novo que preencha os quesitos básicos.

O resultado seria uma força de trabalho otimizada. Um grupo perfeito.

- Modelo de Valor do Funcionário :



- **Clientes** : A maioria das empresas sabem se criando ou destruindo valor para seus clientes observando a trajetória das vendas. Estas podem mostrar muito mais do que apenas números. Por exemplo, se a demanda cai, pode ser devido a um aumento de preço ou a um problema de qualidade (ou condições econômicas que fogem a este propósito), mas qual dos dois seria ?

Para obter a resposta nada mais simples seria do que encomendar uma pesquisa de mercado, onde analisaria – se o preço e a qualidade dos concorrentes de forma a entender o comportamento dos clientes.

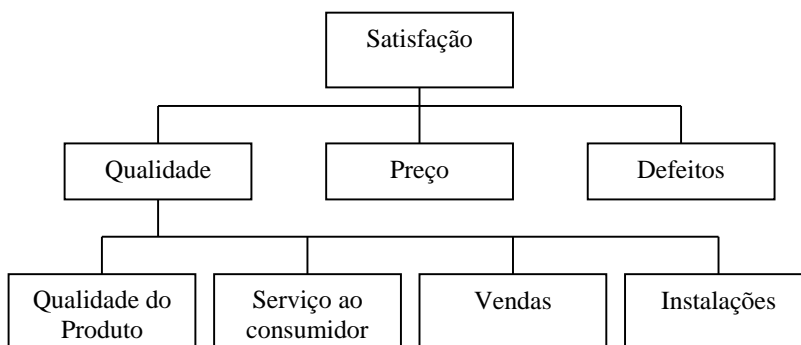
O índice mais utilizado para medir o a satisfação do cliente é o “Índice de Satisfação do Consumidor” ou ainda temos o “*Customer Value Analysis*” (CVA), desenvolvido pela AT&T.

A análise enfoca : a) Análise preço – qualidade

b) Demanda e “*market share*” (na demanda inclui também o comportamento da aquisição de novos aparelhos ou seja, quanto tempo em média leva para um consumidor trocar de aparelho independente da vida útil do mesmo)

c) Competição

O mapa de valor do cliente pode ser representado a seguir :



IX . Conclusão

Através deste trabalho, foi mostrado como se calcula a destruição ou a criação de valor de uma empresa através do Economic Value Added, seus defeitos e qualidades. Não podemos negar que o EVA quando corretamente aplicado pode dar uma noção real de como os investimentos da empresa estão sendo conduzidos, se seu retorno está sendo satisfatório ou não, mas o problema é exatamente conseguir implementá - lo de forma correta. Talvez seja por isso que até hoje poucas empresas utilizam este instrumento como forma de análise.

Sempre deixei claro ao longo deste trabalho que não considero o EVA a melhor ferramenta de análise da atualidade...na minha opinião ele virou uma moda, já que ele não passa de uma versão do Fluxo de Caixa ajustado. Vimos no caso da empresa Hoechst Roussel Vet, que seu valor a nível de Brasil é abusivamente subestimado devido a parâmetros padronizados e que se fosse feita uma análise dos seus parâmetros reais seu valor seria muito mais alto, passando de negativo a positivo. Isso sem mencionar a questão da venda da empresa que estima – se ter sido feita por um preço abaixo do que realmente a empresa vale. Diante de todos estes fatores, é que coloco em dúvida todo esse êxtase criado em torno do EVA...em minha opinião ele pode ser uma boa ferramenta, mas não deve ser a única, como não o deve qualquer índice de desempenho, a ser analisado numa empresa ...existem outros indicadores eficientes já descritos acima que utilizados em conjunto podem dar uma idéia mais ampla de como o negócio está sendo conduzido...

Indo um pouco mais além...sabemos que hoje em dia , foram desenvolvidas ferramentas de análise que visam não somente a criação de valor para os acionistas mas também para a

empresa como um todo (funcionários e clientes), até porque, como já foi mencionado antes, não adianta termos ferramentas extremamente sofisticadas de análise de retorno de investimento, e retorno sobre o capital próprio se não temos outras estruturas da empresa sendo analisadas.

A empresa só se sustenta se o negócio for sustentável de todos os pontos de vista, portanto só teremos uma empresa que cria valor , que possui um alto EVA se criarmos valor para os pilares da mesma, ou seja, se criarmos valor para seus clientes e seus funcionários ...com os clientes contribuindo com o andamento do negócio e os funcionários contribuindo com a manutenção do negócio.

Se colocamos todos os ingredientes juntos, podemos chegar a uma empresa totalmente voltada para a criação de valor.

Portanto se criamos valor para os funcionários, estes estarão criando valor para a empresa e o mesmo pode ser dito para os clientes, ao criarmos valor para estes, estes contribuem para a criação de valor da empresa como um todo, e como consequência temos um EVA mais alto, pois, se suas variáveis são lucro e capital investido, se criamos valor para o cliente a resposta vem sob a forma de maiores demandas e maior margem, e se criamos valor para o funcionário, este retribui com um maior produtividade que retorna sob a uma das formas do capital investido da empresa...portanto todos esses fatores juntos nos dão uma empresa “ideal”, uma empresa em que todos fatores estão apontados para a criação de valor, e o acionista continua sendo o maior beneficiário com isso.

A conclusão não poderia ser outra que não o fato de que empresas bem sucedidas hoje em dia levam em consideração todos os aspectos da criação de valor e na minha opinião, sendo os acionistas a menor parte dela.

