

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EVA[®] - VALOR ECONÔMICO AGREGADO (ECONOMIC VALUE ADDED)

Bernardo Costa Szajnfarber

No. de Matrícula 9916328-9

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2003

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EVA[®] - VALOR ECONÔMICO AGREGADO (ECONOMIC VALUE ADDED)

Bernardo Costa Szajnfarber

No. de Matrícula 9916328-9

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2003

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Dedicatória e Agradecimentos

Dedico esta monografia a meus pais , especialmente a minha mãe Ieda Costa Szajnfarder que não pode estar presente nesta data tão especial que é a da minha formatura e também por ela sempre ter apoiado e certamente sempre estará apoiando minhas escolhas. A concretização deste trabalho é consequência de grande dedicação e empenho. Agradeço ao meu orientador Jose Henrique Tinoco que esteve sempre presente e foi fundamental para conclusão desta presente monografia .

ÍNDICE :

| | |
|---|-----------|
| I. INTRODUÇÃO..... | 6 |
| II. O QUE É LUCRO ?..... | 10 |
| III. CONCEITOS GERAIS E INDICADORES RELACIONADOS..... | 11 |
| IV. CALCULANDO O EVA[®] | 14 |
| i. Cálculo do NOPAT..... | 14 |
| ii. Cálculo do Capital..... | 14 |
| iii. Custo de Capital..... | 15 |
| iv. Cálculo do EVA [®] | 16 |
| v. Ajustes e adequações necessários..... | 17 |
| V. CALCULANDO O VALOR DA EMPRESA (MVA[®]) | 18 |
| VI. CASO PRÁTICO (CIA“EXEMPLO”)..... | 19 |
| VII. EVA[®] & MVA[®] NOS BANCOS BRASILEIROS..... | 25 |
| VIII. OPINIÕES..... | 30 |
| IX. CONCLUSÃO..... | 33 |
| X. GLOSSÁRIO..... | x |
| XI. BIBLIOGRAFIA..... | x |

I. INTRODUÇÃO

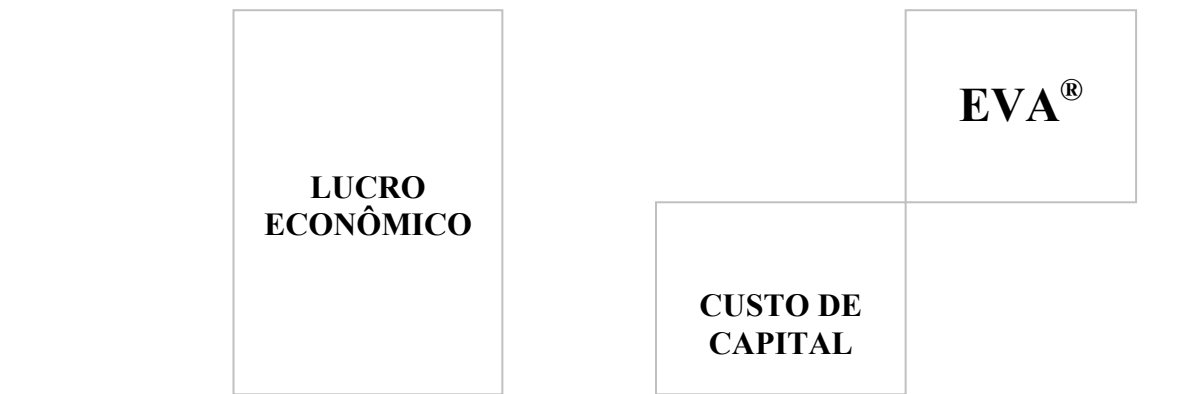
Esta monografia versa sobre o tema EVA[®] Valor Econômico Agregado , uma medida de desempenho empresarial, considerada por muitos especialistas como a verdadeira chave para criação de riqueza . O estudo dentre muitos outros pontos , pretende abordar os aspectos relacionados ao mesmo , como seu conceito , histórico , vantagens e desvantagens pontos estes abordados ainda nesta introdução , tudo buscando proporcionar uma visão abrangente que possibilite uma excelente fundamentação teórica ao final deste trabalho .

Com o passar do tempo , surgiu uma necessidade de obtenção de informações a respeito do desempenho de uma empresa, que não só o lucro e alguns outros mecanismos de avaliação freqüentemente utilizados, e isto levou alguns estudiosos a desenvolverem uma ferramenta, que é capaz de medir a criação ou destruição de valor por parte uma empresa.

Conforme Ehrbar (1999, p.1) o EVA[®] (Economic Value Added) , em seu nível mais básico , é uma medida de desempenho empresarial , que difere da maioria das demais , ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza . Já Young e O'Byrne consideram-no medir a diferença , em termos monetários , entre o retorno do capital da empresa e o custo deste capital . É similar a outros indicadores contábeis de lucro , porém com uma importante diferença : Ele considera o custo de todo capital e é mais do que um sistema de medição , pois é também um instrumento para alterar o comportamento gerencial , que faz com que os gerentes pensem de maneira diferente sobre seu trabalho . A Stern Stewart & Co ¹, conceitua EVA[®] como uma estrutura integrada de gerenciamento de negócios e remuneração variável , que estabelece um novo direcionamento dentro da organização . Seu objetivo é maximizar o valor criado pela empresa através de uma mudança na cultura organizacional , visando alinhar os objetivos de acionistas com os dos gerentes, para que estes pensem , ajam e sejam remunerados como donos da empresa .

¹ A Stern Stewart & Co. , New York detém as marcas registradas do EVA[®] e MVA[®]

A figura abaixo representa graficamente EVA[®]



A idéia básica que está por trás dele não é nova , pois ele é essencialmente uma síntese da teoria financeira com os princípios financeiros que têm sido divulgados desde longa data . Segundo Young e O`Byrne (2001 ,p.5) , é sim uma inovação , bastante significativa e importante , porque tornou moderna a teoria financeira e suas implicações na administração , facilitando o entendimento de gerentes que não são treinados em finanças ou que mantêm pouco contato com todo este arcabouço financeiro em seu dia-a-dia .

Como explica Joel M. Stern (1999 , p.1) a gênese teórica do EVA[®] é encontrada no modelo econômico do valor para a empresa , criado pelos prêmios Nobel Merton H. Muller e Franco Modigliani . Também deve muito ao trabalho pioneiro sobre comportamento organizacional e custos de agenciamento de Michael C. Jensen e de William H. Meckling . Joel Stern e G. Bennett Sterwart III , os fundadores da Stern Stewart & Co. traduziram aqueles trabalhos teóricos em um sistema de fácil compreensão que otimiza o direcionamento dos recursos de qualquer empresa . Economistas financeiros há muito sabiam que custos , adequadamente medidos , incluem um assim chamado retorno normal sobre investimentos , e que os lucros não começam até que as empresas tenham coberto aquele retorno normal . Joel e Bennett compreenderam aquelas idéias e as moldaram de forma que qualquer pessoa possa compreendê-las e utilizá-las em suas decisões no dia-a-dia .

EVA[®] tem como a questão chave fundamental , o custo do capital . Sob seu ponto de vista muitas empresas que parecem rentáveis não o são e na verdade podem estar destruindo valor caso o lucro apresentado seja menor que o custo do capital empregado . Em outras palavras , ele mostra em valores absolutos , o quanto de riqueza foi criada ou destruída por uma empresa durante um determinado período.

Existem outros métodos para avaliação de uma empresa , aqueles que sempre foram tradicionalmente usados como parâmetros em sua determinação d como : EPS (Lucro Por Ação), P/E (Preço por Ação) , ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) , ROI(Retorno sobre o Investimento) , RONA(Retorno sobre os Ativos Líquidos) e ROCE(Retorno sobre o Capital Empregado) dentre outros .

O problema com estas medidas é que elas podem ser distorcidas a curto prazo segundo os princípios contábeis geralmente aceitos . A situação se complica ainda mais em casos especiais como aquisições e fusões , que no entanto , não são objeto deste trabalho .

Um exemplo disto é o uso do EPS (Earning Per Share) , que pode ser distorcido facilmente por uma das seguintes razões :

- a) Reduzindo os gastos de pesquisa e desenvolvimento . Reduzindo os custos e aumentando os ganhos em curto prazo , porém comprometendo os novos produtos que serão necessários para o futuro .
- b) Os gerentes exageram nos gastos com reestruturações fazendo com que os lucros caiam abruptamente naquele período , porém nos períodos seguintes demonstram crescimentos excepcionais , inclusive se o negócio opera em níveis normais .
- c) Os passivos futuros são subestimados , criando um fundo onde o objetivo é aliviado para estimular os ganhos no futuro.

Quando os acionistas só o reconhecem como a ferramenta a ser analisada , isto pode ser desastroso ? O que ocorre quando estamos diante de investimentos que podem gerar um fluxo de caixa negativo no presente mas a longo prazo se tornar um projeto extremamente rentável ? Ressalta-se que , de acordo com os princípios do EVA[®] . o fluxo de caixa negativo significa destruição de valor .

É claro que o ele 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 ?

O EVA[®] apresenta a grande vantagem de ser de fácil entendimento e aplicação dos seus conceitos , até mesmo para colaboradores não experientes em finanças . Outra importante vantagem está relacionada com a capacidade de se conseguir medi-lo nos diferentes níveis das organizações e conseqüentemente traduzi-lo em ações orientadas para todos os níveis organizacionais . Suas destacadas desvantagens são relacionadas com os complexos e necessários ajustes contábeis que devem ser efetuados para avaliar corretamente a situação da empresa e com a falta de padronização e regulamentação para seu cálculo . A comparação direta de seus relatórios de várias empresas poderá ser problemática , na medida em que os ajustes sejam incompatíveis , e os cálculos considerarem diferentes fatores.

Além do EVA, devemos considerar a criação de valor em outros níveis da empresa, como a criação de valor para seus funcionários , seus clientes , seus fornecedores , se quisermos realmente ter uma empresa voltada para a criação de valor como um todo .

II . O QUE É LUCRO ?

Quem nunca escutou uma piada quando se trata de fechamento de Balanço/Balancete , sobre o contador em que o dono de uma empresa lhe pergunta : “ Qual o lucro desse mês ? ... ” e ele , prontamente responde : “ Quanto o senhor quer que seja ?!...”

Existe um fundo de verdade nessa história ... são várias as teorias que envolvem a mensuração de lucros , desde as mais objetivas como as de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos até as mais subjetivas que levam em consideração as teorias econômicas , a mais valia , as intenções empresariais , as expectativas futuras , o resultado econômico , etc ...

A visão de “lucro” é muito mais abrangente do que uma simples visão restrita aos princípios contábeis tradicionais e as formas de mensuração são as mais diversas . É assim que o mundo dos negócios funciona , mundo no qual as empresas são direcionadas pelas decisões de seus proprietários ou gestores .

Na metodologia utilizada pela legislação atual , o lucro é apurado na contabilidade societária de acordo com a metodologia do custo histórico , que nada mais é que a receita menos os custos e despesas do período . É oportuno lembrar que anteriormente a 01.01.1996 , quando foi extinta a prática de correção monetária das demonstrações contábeis brasileiras , o lucro seria a receita menos custos menos o resultado da correção monetária do Balanço Patrimonial .

Apesar das dificuldades abordadas , os próprios princípios e convenções contábeis orientam uma adoção de um critério a ser seguido de forma “consistente” .

Finalmente , e reportando-se à piada mencionada no início deste capítulo , pode-se dizer que aquele contador pode ter razão em sua afirmação . Se perguntarem novamente : “ Qual o lucro do mês ? ” , ele poderá dizer : “ Depende depende do senhor ! ”

III. CONCEITOS GERAIS E INDICADORES RELACIONADOS

III.1 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras compreendem todas as operações efetuadas por uma empresa , traduzidas em moeda e organizadas segunda as normas contábeis . Em conseqüência , há um grande número de informações que podem ser extraídas destas . Os principais demonstrativos financeiros utilizados pelas empresas e que , através destes , se pode medir os seus desempenhos , são : o Balanço Patrimonial e o Demonstrativo de Resultados do Exercício .

III.2 Balanço Patrimonial

O Balanço tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinado momento , os bens e direitos , assim como as obrigações .

Matarazzo(1998,p.144) e Young O'Byrne (2001,p.44-45) propõem uma padronização que difere um pouco do modelo imposto pela Lei das Sociedades por Ações 6.404/76 . O Objetivo é reclassificar as contas integrantes do balanço para uma melhor adequação ao cálculo de indicadores gerenciais , fugindo um pouco do padrão contábil .

Balanço Patrimonial

| ATIVO | PASSIVO |
|---------------------------------|----------------------------------|
| Circulante | Circulante |
| Financeiro/Errático | Operacional/Cíclico |
| Disponível | Fornecedores |
| Aplicações Financeiras | Outras obrigações |
| Operacional/Cíclico | Financeiro/Errático |
| Clientes | Empréstimos Bancários |
| Estoques | Duplicatas descontadas |
| Realizável a Longo Prazo | Exigível a Longo Prazo |
| Permanente | Patrimônio Líquido |
| Investimentos | Capital Social |
| Imobilizado | Reservas de Lucros / Reavaliação |
| Diferido | Lucros ou Prejuízos acumulados |

Fonte : Adaptado de Matarazzo , Dante C. Análise financeira de balanços . 5 ed . São Paulo : Atlas , 1988 . p.144

Basicamente, a reclassificação do balanço ocorre nas contas do ativo e do passivo circulante, acrescentando as macroclassificações financeiro/errático e operacional/cíclico. Esta reclassificação das contas é realizada para atender à demanda de uma análise com enfoque gerencial. Apesar de os ativos circulantes serem caracterizados como aqueles que têm o período de realização no curto prazo, existem alguns destes ativos que possuem a característica de continuidade durante a existência da empresa e que são naturalmente cíclicos.

No lado do passivo também será dividido o passivo circulante em passivo financeiro/errático que ocorrerá quando houver a necessidade de cobertura de caixa ou existirem obrigações não cíclicas, e em passivo operacional/cíclico ligado às operações contínuas da empresa, como, por exemplo, as obrigações com os fornecedores.

III.3 Demonstrativo de Resultados do Exercício

O demonstrativo de resultados do exercício, anteriormente conhecido como demonstrativo de lucros e perdas, retrata o resultado das operações da empresa durante um exercício social que corresponde ao período decorrido entre as datas de dois balanços consecutivos. Sua finalidade é apurar o lucro ou prejuízo do exercício. O lucro líquido, última linha do demonstrativo, é o resultado da confrontação das receitas menos todos custos e despesas incorridos, obedecido o princípio do regime de competência.

O Demonstrativo de Resultado, apresentado abaixo, denomina de lucro operacional o resultado após as receitas e despesas financeiras, entretanto, está é uma representação que atende a princípios contábeis. Para cálculos do NOPAT (lucro operacional pós-impuestos) e do EVA[®] será utilizado o EBIT ou LAJIR (Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda), que representa o verdadeiro lucro gerado pelas operações da empresa, independente da estrutura financeira e ajustado, após impostos, para o regime de caixa. O EBIT é o lucro operacional que a empresa teria, caso não possuísse dívidas. Ele inclui todos os itens operacionais, inclusive a maioria das receitas e despesas. Em geral excluem-se receitas e despesas financeiras, ganhos ou perdas de operações encerradas, eventos extraordinários e receitas de investimentos não operacionais. Algumas empresas consideram as despesas financeiras de curto prazo como operacionais e, por conseguinte, estas fazem parte do cálculo do NOPAT. Os impostos sobre o EBIT representam o imposto de renda e a contribuição social atribuível

ao EBIT. São os impostos que a empresa pagaria se não possuísse dívidas , títulos mobiliários em excesso e receitas ou despesas não-operacionais . O imposto sobre o EBIT é igual ao total da provisão para o imposto de renda e contribuição social (corrente e diferida) deduzido do imposto de renda atribuído às despesas e receitas financeiras e a itens não operacionais .

Demonstrativo de Resultado
200X

| |
|--|
| Receita Bruta de vendas |
| (-) Impostos sobre vendas |
| (-) Abatimentos , devoluções e descontos comerciais |
| = Receita Líquida de vendas |
| (-) Custo dos produtos e serviços vendidos |
| (-) Amortização |
| = Lucro Bruto |
| (-) Despesas Operacionais |
| Despesas de venda |
| Despesas administrativas |
| Despesas gerais |
| Depreciação |
| (+/-) Outras receitas/despesas operacionais |
| = Lucro operacional antes dos resultados financeiros = EBIT |
| Lucro operacional sem depreciação = EBITDA |
| (+) Receitas financeiras |
| (+) Despesas financeiras |
| = Lucro Operacional |
| (+) Receitas não operacionais |
| (-) Despesas não operacionais |
| = Lucro antes do imposto de renda e contribuição social |
| (-) Imposto de renda e contribuição social |
| = LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO |

Fonte : Adaptado de Matarazzo , Dante C. Análise financeira de balanços . 5 ed . São Paulo : Atlas , 1988 . p.48

IV. CALCULANDO O EVA[®]

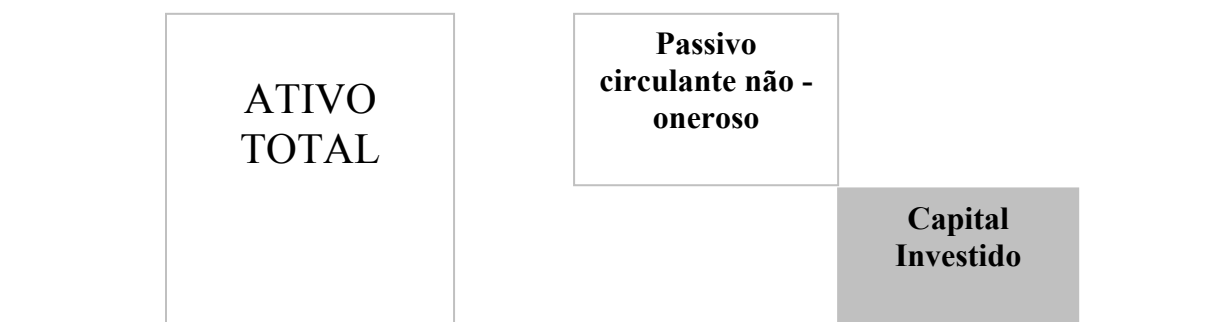
IV.1 Cálculo do NOPAT

O NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) é o lucro operacional pós-impostos , representa o lucro operacional da empresa após os impostos terem sido ajustados para o regime de caixa . Para seu cálculo , utiliza-se o EBIT .

IV.2 Cálculo do Capital

O capital investido representa o valor investido nas operações da empresa conforme Copeland , Koller e Murrin (2000 , p.147) . Young e O' Byrne (2001 , p.43) definem como capital investido a soma de todas as formas de financiamento da empresa , excluídas as de curto prazo denominadas de capital de giro não-oneroso. Por capital de giro não-oneroso, também denominado passivo circulante não – oneroso , entende-se como as contas a pagar e despesas provisionadas . O motivo de subtrair essas contas do ativo total é a garantia de consistência com a definição de NOPAT . Os custos implícitos de financiamento associados a esses passivos já estão incluídos nas despesas que são deduzidas no cálculo do NOPAT . Por exemplo , os juros implícitos , nos quais as empresas incorrem quando pagam as contas de seus bens ou serviços a curto prazo e não à vista , estão incluídos no custo da mercadoria vendida . Portanto , subtraindo-se o passivo não-oneroso no momento de calcular o capital , obtemos consistência com o NOPAT .

$$\underline{\underline{\text{ATIVO TOTAL} - \text{PASSIVO CIRCULANTE NÃO - ONEROSO} = \text{CAPITAL INVESTIDO}}}$$



IV.3 Custo do Capital

Custo de capital é a taxa de retorno que o provedor de capital espera receber , caso este capital seja investido em outro projeto qualquer , ativo ou companhia de comparável risco . Em outras palavras , o custo de capital é um custo de oportunidade .

O elemento risco é crucial para entendimento do custo de capital e como este é calculado . Todos os investidores são avessos ao risco , preferindo , sempre , o menor risco possível , o que não significa não suportá-los e sim que para tanto exigem altos retornos . O ponto-chave é determinar o quanto mais esses investidores esperam de retorno para sentirem-se adequadamente compensados .

A média ponderada do custo de capital (WACC) é a média ponderada do custo marginal pós-impostos do capital de terceiros e do capital próprio baseada na estrutura de capital empregada pela companhia .

$$WACC = CCP \otimes \left(\frac{PL}{(PL + CT)} \right) \oplus CCT \otimes \left(\frac{CT}{(PL + CT)} \right)$$

Onde,

WACC = Custo Médio Ponderado do Capital

CCP = Custo do Capital Próprio

PL = Patrimônio Líquido

CP = Capital Próprio(Capital investido)

CCT = Custo do Capital de Terceiros

CT = Capital de Terceiros

IV.4 Cálculo do EVA[®]

Existem duas maneiras de se calcular o EVA[®] Através da “Teoria de Finanças ” e através de “Relatórios Contábeis” .

A “Teoria de Finanças ” baseia-se nos valores de retorno do investimento menos o custo médio ponderado deste investimento , não necessitando assim dos valores das demonstrações contábeis .

$$\mathbf{EVA = (ROCE-WACC) * CAPITAL INVESTIDO}$$

Já por intermédio dos “Relatórios Contábeis” , o EVA[®] é calculado a partir do Lucro Líquido Contábil menos o Custo de Capital Próprio da empresa .

$$\mathbf{EVA = NOPAT - \underbrace{(CAPITAL INVESTIDO * WACC)}_{\text{Custo do Capital Empregado}}}$$

IV.5 Ajustes e adequações necessárias

As regras e exigências de classificação e lançamentos contábeis são reguladas no Brasil pelo CFC , Conselho Federal de Contabilidade , e nos Estados Unidos pelo Financial Accounting Standard Board (FASB) . A Securities and Exchange Comission (SEC) nos Estados Unidos é árbitra final das regras contábeis das empresas de capital aberto .

O acionista necessita de uma medida de desempenho que ofereça indicações e feedback que confirmem ou refutem o acerto das decisões de alocação de capital e sirvam como guia confiável para o valor econômico da empresa .

Em especial , os gerentes das empresas precisam de um indicador de desempenho que mostre se as ações por eles praticadas estão aumentando o valor do negócio e, para tanto , necessitam de um balanço que ofereça uma medida dos desembolsos de caixa acumulados , esperando que contribuam para lucros futuros os quais são a base de capital adequada sobre a qual se deverá medir taxas de retorno e EVA[®] .

A lista de ajustes contábeis potenciais é demasiadamente extensa . A Stern Stewart detentora de seu registro[®] , por exemplo , identificou mais de 160 ajustes em potencial a serem feitos nos GAAP (General Accepted Accounting Principles) e nos tratamentos contábeis internos . Em sua experiência , a maioria das empresas requer não mais do que 15 ajustes contábeis para calculá-lo ótimo e muitas podem fazê-lo com menos ainda . O passo inicial para seu cálculo em uma empresa qualquer é decidir quais os ajustes a serem feitos nas contas baseadas nos GAAP . Ehrbar (1999,p.132) salienta que , o que cada empresa necessita é de uma definição sob medida , específica para sua estrutura organizacional , mix de negócios , estratégia e políticas contábeis . Uma que equilibre de forma ótima a compensação entre simplicidade (a facilidade com a qual pode ser calculado e compreendido) e precisão (exatidão que captura o verdadeiro lucro econômico) . Young e O'Byrne(2001 , p.257-258) citam que defensores do EVA[®] argumentam que empresas , ao implementá-lo , deveriam ser conservadoras nos ajustes contábeis .

Existem duas boas razões para este conservadorismo. A primeira razão se dá pois os ajustes tornam-no mais difícil de ser entendido e a segunda é que ajustes que incrementam o Valor Econômico Agregado podem parecer ser em benefício próprio diminuindo assim a credibilidade do mesmo perante os olhos dos demais .

V. CALCULANDO O VALOR DA EMPRESA (MVA[®])

O MVA[®] (Market Value Added):

O MVA[®] pode ser definido como a diferença entre o valor de mercado de uma empresa (valor a ser obtido pela venda da empresa no mercado) e o capital total investido pelos acionistas. Se o resultado for positivo, pode-se dizer que a empresa criou valor real para os investidores.

$$\text{MVA}^{\text{®}} = \text{Valor da empresa} - \text{Capital investido}$$

O valor de mercado agregado (MVA) também pode ser medido pelo EVA[®] projetado e descontado a valor presente, desta forma mensurando o valor de mercado que a administração adiciona ao capital empregado.

$$\text{MVA}^{\text{®}} = \text{Valor presente do EVA}^{\text{®}} \text{ futuro}$$

$$\text{MVA}^{\text{®}} = \frac{\text{EVA}^{\text{®}}1}{(1+C^*)} + \frac{\text{EVA}^{\text{®}}2}{(1+C^*)^2} + \frac{\text{EVA}^{\text{®}}3}{(1+C^*)^3} + \dots$$

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Capital} + \text{Valor presente do EVA}^{\text{®}} \text{ futuro}$$

* C é a taxa a ser descontada para encontrar o seu Valor presente .

Outra maneira de se calcular o Valor da Empresa é utilizando o goodwill e o patrimônio líquido .

Para o cálculo do goodwill é necessário trazer para valor presente através de uma taxa de desconto estimada o rendimento obtido através da diferença entre a rentabilidade do ativo operacional e o lucro “normalizado” . Para se obter o lucro “normalizado” ou “corrigido” deve ser somado ao lucro líquido o custo financeiro que a empresa possui ao se financiar utilizando-se de capital de terceiros subtraído do imposto de renda incidente sobre esta operação.

Exemplo de Cálculo utilizando o Goodwill :

a) Cálculo do Lucro Corrigido ou Normalizado

Se tivermos uma empresa com um Lucro Líquido de R\$ 200.000 , a um custo com despesa financeira de R\$ 80.000 e uma alíquota de Imposto de Renda de 15% , ficaremos com o seguinte resultado .

$$\text{Lucro Corrigido} = \text{Lucro Líquido} + \text{Despesas financeiras}$$

$$\text{Despesas financeiras} = 80.000 (1-0,15) = 42.500$$

$$\text{Lucro Corrigido} = 200.000 + 42.500 = 242.500$$

b) Cálculo do Retorno do Ativo Operacional

Considerando um ativo operacional no valor de R\$ 3.000.000 e uma taxa de juros de 5% obtemos o seguinte resultado .

Retorno do Ativo Operacional = Ativo Operacional x Taxa de Juros

$$150.000 = 3.000.000 \times 0,05$$

c) Cálculo do Excesso de Rendimento

Subtrai-se o resultado do Lucro “Normalizado” do Retorno do Ativo Operacional e obtém-se o resultado .

Excesso de Rendimento = Lucro Normalizado – Retorno do Ativo Operacional

$$92.500 = 242.500 - 150.000$$

d) Cálculo do Goodwill

Com um excesso de rendimento de 92.500 e uma taxa de juros de por exemplo 10% , chega-se ao seguinte valor para o Goodwill .

Goodwill = Excesso de rendimento / Taxa de Juros

$$925.000 = 92.500 / 0,1$$

e) Cálculo do Valor da Empresa

Supondo um Patrimônio Líquido de 2.000.000 , teremos o seguinte resultado .

Valor da Empresa = Patrimônio Líquido + Goodwill

$$2.925.000 = 2.000.000 + 925.000$$

Algumas marcas representam uma parcela relevante do valor econômico das empresas como por exemplo :

| EMPRESA | VALOR DA MARCA(%) | OUTROS ATIVOS(%) |
|----------------|--------------------------|-------------------------|
| COCA-COLA | 51% | 49% |
| DISNEY | 42% | 58% |
| FORD | 75% | 25% |
| MC DONALDS | 63% | 37% |
| NIKE | 71% | 29% |
| IBM | 27% | 73% |

Fonte : Interbrand

VI. O CASO DA CIA. EXEMPLO

A Companhia Exemplo foi desenvolvida especialmente para os propósitos deste trabalho , pois com o mesmo poderemos analisar na prática todos os conceitos teóricos anteriormente vistos .

Essa Cia apresenta a seguinte situação patrimonial no início do período:

| Balanco Patrimonial da Cia Exemplo | | | |
|---|-------------|-------------------------------|-------------|
| R\$ Mil | | | |
| ATIVO | | PASSIVO | |
| Circulante | | Circulante | |
| Disponível | 900 | Fornecedores | 500 |
| Duplicatas a receber | 2100 | Financiamentos | 800 |
| Estoques | 1500 | Salários e Contribuições | 600 |
| Outros | 400 | Impostos | 700 |
| | | Dividendos | 200 |
| Realizável a Longo Prazo | | Exigível a Longo Prazo | |
| Contas a Receber | 100 | Financiamentos | 1000 |
| Permanente | 5000 | Patrimônio Líquido | 6200 |
| Total 10.000 | | Total 10.000 | |

| Demonstrativo do Resultado do Exercício da Cia Exemplo | |
|---|-------------|
| Receita de Vendas | 8600 |
| (-) Custo das Vendas | (4900) |
| Lucro Bruto | 3700 |
| (-) Despesas com vendas | (750) |
| (-) Despesas Adm e Gerais | (600) |
| (-) Depreciações , exautões e amortizações | (250) |
| (+) Receitas Financeiras | 80 |
| (-) Despesas Financeiras | (240) |
| Lucro Operacional | 1940 |
| (+) Resultado na venda de Imobilizado | 500 |
| Lucro antes do IR | 2440 |
| Imposto de Renda e Contribuição Social | (854) |
| Lucro Líquido | 1586 |

O lucro operacional evidenciado nesta demonstração não atende nem aos propósitos mencionados na legislação contábil, tampouco às necessidades das análises financeiras. Assim, com alguns ajustes propostos, adotou-se a seguinte estrutura:

| Demonstrativo do Resultado do Exercício da Cia Exemplo(ajustada) | |
|---|-------------|
| Receita de Vendas | 8600 |
| (-) Custo das Vendas | (4900) |
| Lucro Bruto | 3700 |
| (-) Despesas com vendas | (750) |
| (-) Despesas Adm e Gerais | (600) |
| (+) Receitas Financeiras | 80 |
| EBITDA | 2430 |
| (-) Depreciações , exaustões e amortizações | (250) |
| EBIT | 2180 |
| (-) Imposto de Renda proporcional s/EBIT | (763) |
| Lucro Operacional | 1417 |
| (-) Despesas Financeiras | (240) |
| (+) Benefício do IR proporcional s/ Desp Financeira | 84 |
| Imposto de Renda e Contribuição Social | 1261 |
| (+) Lucro Extraordinário (Venda Imobilizado) | 500 |
| (-) Imposto de Renda proporcional s/ Lucro Extraordinário | (175) |
| Lucro Líquido | 1586 |

Esta nova estrutura apresenta o lucro operacional genuíno, líquido do efeito proporcional do imposto de renda, e antes da remuneração de seus financiadores (juros e dividendos). Observe onde se encaixam as figuras do *EBITDA* (medida de lucro operacional globalizado) e do *EBIT* (lucro operacional sem o efeito dos impostos) e como o lucro operacional indicado abrange e complementa essas medidas.

As despesas financeiras foram excluídas desta média de lucro pois não estão ligadas à capacidade de geração de resultados dos investimentos operacionais da empresa e, sim, com a forma de financiamento dos mesmos.

Excluiu-se, também o montante do lucro gerado na venda de ativos fixos, pois se considera-se que não seja um evento de ocorrência normal e, apesar de estar dentro das alternativas e decisões operacionais, sua inclusão iria afetar de forma relevante as análises de resultado e desempenho do período. Preferiu-se, então, sua classificação como um item "extraordinário" e líquido do efeito proporcional do imposto de renda.

Considerou-se uma alíquota de 15% de imposto de renda pessoa jurídica (IRPJ), um adicional de 10% sobre o que excedesse um determinado limite, acrescido de mais uma alíquota de 9% relativa à contribuição social sobre o lucro (CSL).

Na DRE (ajustada) pode-se conciliar os valores desses impostos facilmente, a saber:

| | |
|--|------------|
| Imposto de Renda proporcional s/EBIT | 763 |
| Imposto de Renda proporcional s/Lucro Extraordinário | 175 |
| Benefício do IR proporcional s/ Desp. Financeiras | (84) |
| Total de IR devido | 854 |

Para justificar a classificação proposta para a figura do lucro operacional, são demonstrados a seguir os benefícios de uma análise de finanças. Basicamente, a Cia. Exemplo irá aumentar sua riqueza se a sua taxa de retorno de investimento (ROI) for superior ao custo de seu capital (WACC).

Inicialmente, é preciso apurar o montante dos investimentos operacionais da CIA. Exemplo, como é demonstrado a seguir de duas formas. Partindo-se do ativo total e deduzindo os passivos de funcionamento ou não onerosos; ou compondo-se o montante dos investimentos pela somatória das fontes onerosas de financiamentos.

| | | | |
|------------------------------|---------------|-------------------------|--------------|
| Ativo total | 10.000 | | |
| (-) Fornecedores | (500) | | |
| (-) Salários e Contribuições | (600) | Financiamento (C.prazo) | 800 |
| (-) Impostos | (700) | Financiamento (L.prazo) | 1.000 |
| (-) Dividendos | (200) | Patrimônio Líquido | 6.200 |
| Investimento | 8.000 | Investimentos | 8.000 |

Em seguida, calcula-se o custo de capital da empresa que é a ponderação das participações do capital próprio com o custo definido pelos acionistas ($K_e = 15\%$) e do capital de terceiros com o custo da dívida (K_i).

$$K_i = \frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Passivo Oneroso}} = \frac{156}{1.800} = 8,67\%$$

$$WACC = \%Partic .x K_i + \%Partic .x K_e = 0,225x 8,67\% + 0,775 x15\% = 13,58\%$$

Podemos verificar que é plenamente viável pois demonstra superioridade de sua taxa de retorno de investimento ($ROI = 17,71\%$) em relação ao custo total de financiamento ($WACC = 13,58\%$), gerando um excedente positivo ($Spread = 4,13\%$)

$$ROI = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimentos}} = \frac{1.417}{8.000} = 17,71\%$$

Esse *Spread* ($4,13\%$) aplicado sobre o montante dos investimentos operacionais da Empresa ($\$8.000$) pode também ser interpretado como uma outra medida de lucro conhecida como *Economic Value Added* ($EVA = \$331$) que é o lucro depois de remunerar todos os seus financiadores.

Considerando-se que no lucro líquido (contábil) já está deduzido o custo do capital de terceiros (despesas financeiras), há uma outra forma de se calcular o EVA: basta deduzir-se o montante equivalente a remuneração dos acionistas ($\$Patrimônio Líquido \times K_e\%$).

| | |
|--------------------------|-------|
| Lucro Líquido (contábil) | 1.261 |
| (-) Remuneração K_e | (930) |
| EVA | 331 |

Portanto, segundo o EVA® apurado, a Cia. Exemplo é uma empresa que agrega valor. Uma das críticas referidas a essa medida é que trata apenas do passado e, para isso, outro indicador foi desenvolvido para suprir essa deficiência, trata-se do *Market Value Added (MVA)*, ou *GoodWill*, que é relacionado com o potencial de lucros presentes e futuros.

É apurado pela diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de seus investimentos. Na impossibilidade de se obter esse valor junto ao mercado (em uma eventual transação real), ou na avaliação do valor das ações em bolsa (em um mercado de capitais realmente efetivo), pode-se calcular o valor utilizando-se algum dos métodos existentes. O mais utilizado é o *net present value (NPV)* dos fluxos de caixa (ou de lucros) futuros.

De maneira simplificada e pressupondo-se que o *EVA* (\$331) da Cia. Exemplo irá se repetir de forma constante, seu *MVA* pode ser calculado por meio da fórmula de valor presente de uma perpetuidade e de uma taxa de desconto ($WACC = 13,58\%$), a saber:

$$MVA = \frac{EVA}{WACC} = \frac{331}{0,1358} = 2.437$$

Se todos os indicadores até o momento indicaram que a empresa é viável , quanto vale então a Cia. Exemplo ? Esse cálculo é possível (*valuation*) e pode ser obtido pela simples somatória do *MVA* ou *goodwill* (\$ 2.437) com o valor de seus investimentos (\$ 8.000), ou seja, seu valor é de \$10.437.

Apesar de ser um valor bastante considerável , vem uma pergunta : Mas esse valor é muito próximo do valor apresentado no próprio balanço patrimonial (Ativo = \$10.000) e que, adicionando-se o *EVA* do período (\$331) e com outros pequenos ajustes, seria possível uma perfeita conciliação .

Vamos ver agora a diferença entre ROI e ROE. A taxa (ROI) representa o ganho da "empresa" e não o do acionista, determinado pelo *Return on Equity (ROE)* calculado abaixo:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} = \frac{1.261}{6.200} = 20,34\%$$

Obtivemos então um ganho maior (**ROE = 20,34%**) contra a taxa da empresa (**ROI = 17,71%**), mas você saber o por que ? Foi por causa da alavancagem financeira .

Após baixar o custo de capital da empresa (WACC) com a obtenção de dinheiro de terceiro a um custo inferior (**Ki = 8,67%**) ao custo exigido pelo capital próprio (**Ke = 15%**) , não seria interessante financiar 100% dos investimentos com capital próprio, pois o ROE seria limitado a 17,71% e, como estratégia, na medida do possível, deveriam diminuir a participação do capital próprio com aumento do endividamento.

Calculou-se o grau de alavancagem financeira (**GAF**) por meio da razão entre o ROE com o ROI e interpretou-se que o que ocorreu foi uma alavancagem de seus ganhos em 0,15 vezes, ou **15%** sobre os 17,71%.

$$GAF = \frac{ROE}{ROI} = \frac{20,34\%}{17,71\%} = 1,15$$

Como ficou evidenciado, a contribuição de alguns conceitos de finanças resgatam seu significado e dão sentido a novas descobertas. Discussões como esta, de uma simples terminologia, podem aprimorar a versão contábil, quer seja a estruturação de um banco de dados e armazenamento de informações, de um sistema para tomadas de decisões, ou simplesmente de uma linguagem que se busca ser a única no mundo dos negócios .

VII. EVA[®] E MVA[®] NOS BANCOS BRASILEIROS

Nesse capítulo , estaremos fazendo uma abordagem da avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico publicada pelo então Superintendente de Riscos do Unibanco , Norton Torres de Bastos , na Revista de Administração,São Paulo v.34,n.3 Julho/Setembro de 1999 .

O desempenho dos bancos , tanto no Brasil quanto no exterior , é avaliado por meio de índices , como os de retornos sobre o Total de Ativos (Lucro Líquido/Total de Ativos), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) , Índice Preço/Lucro (Valor de mercado da ação/Lucro Líquido por Ação) , Índice Preço/Valor Patrimonial (Valor de mercado da ação/Patrimônio Líquido por Ação) , dentre outros .

Todos esses modelos possíveis para avaliação de desempenho possuem entre si algumas características em comum pois baseiam-se exclusivamente em dados contábeis não incluindo a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos acionistas assim como não dando tratamento para risco associado à incerteza com relação aos resultados futuros .

Por isso surgiu a adoção de modelos, de uns tempos para cá, que buscavam eliminar essas deficiências. Foram os modelos baseados em criação de riqueza sendo os mais conhecidos o EVA e o MVA já discutidos em capítulos anteriores .

O cálculo do EVA para bancos exige algumas adaptações , como por exemplo cuidado especial nos ajustes das contas de provisões para perdas , ativos diferidos cujos benefícios sejam permanentes e resultados extraordinários .

O Capital Asset Pricing Model (CAPM) é o modelo mais usado para cálculo do Eva para bancos , pois ele estabelece que o custo de capital compatível com um investimento no banco objeto de análise será proporcional ao seu risco e será dado por :

$$r_b = r_f + \beta_b (r_m - r_f)$$

Onde :

r_b = Retorno Esperado do banco

r_f = Retorno do ativo sem risco

β_b = coeficiente beta do banco com relação ao mercado .

r_m = Retorno esperado do mercado .

RANKING DOS MAIORES MVA® E EVA® ENTRE OS BANCOS BRASILEIROS

Os dados das tabelas 1 e 2 abaixo , foram baseados em cálculos pelo critério de Patrimônio Líquido conforme balanços de 31/12/1997 , construídos a partir de dados publicamente disponíveis (Economática) . O custo de capital utilizada foi a taxa dos CDI acumulados para 1997 , líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) à alíquota de 20% , perfazendo um percentual anual de 19,7% .

Vamos perceber que nesses 5 anos que se passaram , alguns bancos foram incorporados por outros , como é natural acontecer no mercado , que foram as Fusões e Aquisições , apresentadas resumidamente na Tabela 3 .

| TABELA 1 | | MVA® em 31/12/1997 | |
|----------|------------------------|--------------------|----------------------------------|
| Posição | Banco | R\$ MM | Porcentagem do capital econômico |
| 1 | Bradesco | 5.207 | 94,3 |
| 2 | Itaubanco | 2.882 | 67 |
| 3 | Unibanco | 1.736 | 60,7 |
| 4 | Excel | 200 | 38,4 |
| 5 | Besc | (167) | -56,5 |
| 6 | Boavista | (182) | -35,9 |
| 7 | Bandeirante | (239) | -68,1 |
| 8 | Santander/Noroeste | (309) | -57,5 |
| 9 | América do Sul | (397) | -66,2 |
| 10 | Sudameris | (391) | -54,6 |
| 11 | Real | (450) | -40,8 |
| 12 | Banrisul | (462) | -92,4 |
| 13 | Mercantil de São Paulo | (493) | -48,8 |
| 14 | Nordeste do Brasil | (603) | -69,6 |
| 15 | Banespa | (2.311) | -57,6 |
| 16 | Brasil | (3.897) | -39,9 |

| TABELA 2 | | EVA® em 31/12/1997 | |
|----------|------------------------|--------------------|----------------------------------|
| Posição | Banco | R\$ MM | Porcentagem do capital econômico |
| 1 | Banespa | 1.371 | 38 |
| 2 | Itaubanco | 497 | 23,5 |
| 3 | Bradesco | 384 | 12,9 |
| 4 | Unibanco | 145 | 8,2 |
| 5 | Real | 91 | 11 |
| 6 | Besc | 10 | 7,1 |
| 7 | Nordeste do Brasil | (14) | -3,2 |
| 8 | Mercantil de São Paulo | (24) | -6,3 |
| 9 | Santander/Noroeste | (25) | -6,4 |
| 10 | Sudameris | (27) | -5,4 |
| 11 | Excel | (94) | -24,1 |
| 12 | Bandeirantes | (170) | -53,2 |
| 13 | América do Sul | (220) | -61,2 |
| 14 | Banrisul | (224) | -32,8 |
| 15 | Boavista | (413) | -112,6 |
| 16 | Brasil | (819) | -11,7 |

| TABELA 3 | | |
|---------------------------------------|------------------------|-------------------------|
| Banco comprado | Banco comprador | Ano da Aquisição |
| Banespa | Santander | 2000 |
| Real | Abn Amro | 1998 |
| Sudameris | Abn Amro | 2003 |
| Bandeirantes | Unibanco | 2000 |
| Besc | Itaú | 2000 |
| Mercantil de São Paulo | Bradesco | S/Inf |
| Boavista | Bradesco | S/Inf |
| Excel | BBV | S/Inf |
| Fonte : Sites dos Bancos acima | | |

Como devemos saber , tanto o MVA® quanto o EVA® são importantes para as análise em geral , principalmente para as análise internas e externas do desempenho econômico dos bancos . Ambos os modelos são capazes de traduzir a realidade complexa das instituições financeiras quanto à capacidade de gerar valor econômico . No entanto , dos dois apenas o EVA® tem a capacidade de indicar onde algum valor adicional pode ser criado (ou está sendo destruído) para os acionistas , pela análise de seus quatro pilares básicos :

* Operacional : Aumentar o retorno para a mesma base de capital por meio de corte de custos , aumento de lucros ou economia de impostos .

* Financeiro : Reduzir o custo de capital .

* Investimento : Investir capital adicional em projetos com valor presente líquido positivo .

* Racionalização : Desinvestir capital de projetos com valor presente líquido negativo .

Para conclusão deste capítulo , estarei anexando uma tabela retirada do site do Banco Central , com a relação dos 50 maiores bancos em atividade no Brasil , conforme dados de Junho/2003 que são os mais atualizados divulgados pelo sisbacen .

VIII. OPINIÕES

Nesse capítulo , selecionei algumas opiniões presentes no site da Oscar Malvessi Consultoria Empresarial , opiniões estas publicadas nas mais diversas Revistas , Jornais , ... assim como frases citadas por grandes executivos sobre criação de valor .

"É preciso estar atento ao fato de que a empresa, mesmo apresentando na última linha da demonstração de resultados a expressão *lucro*, pode, na realidade, estar destruindo seu valor, e, conseqüentemente, os valores do acionista". **Revista da CVM - Janeiro de 2001.**"

" (...) a grande contribuição que a teoria de finanças apresenta aos investidores, analistas, empresários e à comunidade é que os resultados das estratégias podem ser avaliados de maneira mais eficaz, desde que analisados sob a ótica da *criação de valor*." **Revista Mercado de Capitais - ABAMEC-SP - Março de 2000.**"

"A tendência de redução de custos e melhoria contínua estão presentes e continuarão a forçar as empresas a buscar saídas inteligentes, visando sempre crescer e melhorar os resultados. Entender realmente o que está acontecendo com as atividades e com o resultado econômico é fundamental". **Revista Conjuntura Econômica - Janeiro de 2000.**"

"A metodologia de *Criação de Valor* já se tornou uma medida de acompanhamento gerencial. Para aprovar um projeto, o gerente tem de mostrar qual o retorno esperado acima do custo de capital." **Paulo Sachi - Vice-Presidente Comercial da Spal, 1998.**"

"Quem superar as metas vai ser remunerado proporcionalmente ao que agregar. O objetivo é alinhar o interesse e a ação do funcionário com o ponto de vista do acionista." **Diexmond Machado - Diretor Geral dos Centros de Serviços da Andrade Gutierrez, 1998.** "

"O EVA® nos ajuda a saber onde temos maior possibilidade de ganho." **Cláudio Garcia - Gerente de Orçamento da Brahma, 1997.** "

"Preferimos investir em empresas que utilizam o EVA® ou medida similar. Nossa política consiste em obter *retornos superiores ao custo de capital*." **Eugene Vesell - Vice-Presidente Senior da Oppenheimer Capital, 1993.** "

"A adoção da metodologia de *Criação de Valor* - EVA® força-nos a encontrar caminhos engenhosos, com habilidade e com menos Capital." **Jack Stahl - Diretor Financeiro da Coca-Cola E.U.A., 1993.** ”

"O EVA® e o MVA® são um enfoque sobre a *geração de riqueza* que emana diretamente de alguns conceitos muito básicos que, com o tempo, a maior parte das grandes companhias esqueceu." **Marcel Telles - Presidente Executivo da Brahma, 1998.** ”

"Disse ao Conselho de Administração que só aceitaria o emprego se me dessem carta branca para que eu pudesse implantar o EVA® e o MVA® em toda a companhia. Caso contrário não haveria acordo." **Gary Costley - Presidente Executivo da International Multifoods, 1998.** ”

"Nenhum outro tema que eu conheça funciona tão bem para recompensar as pessoas pela *criação de valor aos acionistas*. É sem dúvida uma ferramenta extremamente poderosa. É um enfoque disciplinado da gestão administrativa." **Gary Costley - Presidente Executivo da International Multifoods, 1998.** ”

Este espaço no final deste capítulo está reservado para mais duas opiniões , sendo elas :

Jose Henrique Tinoco de Araújo – Professor Orientador da Monografia PUC-RJ 2003 .

“ ”

Marcio Gomes Pinto Garcia – Professor Tutor da Monografia PUC-RJ 2003 .

“ ”

IX. CONCLUSÃO

Nesta monografia foi apresentado um importante sistema para a gestão das organizações, o EVA® (Economic Value Added) e através do mesmo , criou-se a possibilidade de verificação se as operações das organizações estão gerando algum resultado , o chamado valor adicionado , ou se estão somente cobrindo os seus custos .

A adoção do EVA® como metodologia para gestão empresarial é importante na medida que permite aos executivos e gerentes identificar as áreas que criaram ou destruíram valor dentro da empresa possibilitando traçar planos de ação mais focados e concretos para corrigir possíveis defeitos no processo da área que destruiu riqueza .

O EVA® vem sendo reconhecido com o passar dos tempos cada vez mais , pois é mais amplo levando em conta o custo de todo capital investido (seja próprio ou de terceiros) e seu benefício principal é justamente alinhar o modo de pensar e agir da gerência com a criação de valor para o acionista e , portanto , aumentar o valor de mercado da empresa .

Ele , embora fundamentado no valor de mercado de uma empresa , pode ser aplicado de maneira mais ampla , tanto para empresas de capital aberto negociado em bolsa de valores como para empresas de capital fechado e unidades de negócio em que o estabelecimento e a medição da evolução do valor de mercado não são tão simples ou evidentes . Isso explica a diversidade de empresas que vem adotando esta metodologia .

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) .

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 seus clientes e seus funcionários ...com os clientes contribuindo com o andamento do negócio e os funcionários contribuindo com a manutenção do negócio e colocarmos tudo junto, 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 .

X. GLOSSÁRIO

Para fins didáticos, a seguir estão listados por ordem alfabética alguns dos principais conceitos e idéias, oriundas da teoria de finanças e utilizados na execução deste texto.

1. Alavancagem Financeira (AF): é a elevação dos ganhos do acionista utilizando-se os benefícios de escala sobre os custos fixos (juros). Pode ser apurado de forma simples pela razão entre o ROE e o ROI, ou pela fórmula: $ROE = ROI + (\text{Spread}) * (\text{Passivo} / \text{Patrimônio Líquido})$.
2. CAPM: Capital Asset Price Model, é um modelo de precificação de ativos, estabelecido por meio do cálculo da covariância (ou regressão linear) do retorno individual com o retorno de um determinado conjunto. Pode ser utilizado para a determinação do custo do capital próprio (K_e).
3. Custo do capital de terceiros (K_i): é custo dos financiamentos obtidos de terceiros, líquidos dos respectivos benefícios de imposto de renda. Em empresas brasileiras com prejuízos, essa análise pode ficar prejudicada, impedindo o uso da alavancagem financeira.
4. Custo do capital próprio (K_e): é o retorno desejado pelo acionista que abrange uma taxa de retorno mínima desejada mais outra equivalente ao risco da atividade ou do projeto. Entre as técnicas utilizadas para sua apuração usa-se o Capital Asset Price Model (CAPM).
5. Decisões de financiamento: um mix ideal de financiamento através de capital próprio e de capital de terceiros, pode elevar o valor da empresa, quando se consegue reduzir o custo de capitais.
6. Decisões de Investimento: a estratégia financeira orienta decidir por novos investimentos desde que apresentem taxa de retorno de investimento (ROI) superior ao custo médio ponderado de capital (WACC).
7. EBIT: Earnings Before Interest and Taxes é o lucro antes dos juros e do imposto de renda, ou seja, o lucro operacional gerado pela empresa antes da tributação e dos juros.

8. EBITDA: Earnings Before Interest and Taxes, Depreciations/Depletion and Amortization é o lucro antes dos juros, do imposto de renda, das despesas de depreciações, exaustões e amortizações. É considerada uma medida de lucro globalizada.
9. EVA®: Economic Value Added, ou valor econômico agregado. É uma medida de lucro da empresa que indica o crescimento da riqueza da empresa. É basicamente o Lucro Operacional - (Investimentos * WACC). Intuitivamente é relacionada com outras medidas como, por exemplo, o cálculo do NPV.
10. FCF: Free Cash Flow, ou fluxo de caixa livre, é utilizado nos cálculos de avaliação de empresas e pode ser apurado a partir do EBITDA excluindo-se os montantes dos investimentos em ativos fixos e no capital de giro.
11. Imposto de renda: é o tributo que incide diretamente sobre os ganhos líquidos da empresa e, no Brasil, abrange o imposto de renda pessoa jurídica (IRPJ = 25%) mais a contribuição social sobre lucros (CSL = 9%) calculados de acordo com as regras vigentes, com as adições, exclusões, compensações previstas, adicional etc. (é oportuno lembrar que a base de cálculo é, portanto, diferente do lucro operacional antes do imposto de renda)
12. Investimentos: é o montante dos investimentos operacionais da empresa que está gerando o respectivo lucro operacional. Difere do total do ativo, pois sofre alguns ajustes como a exclusão de itens alheios aos negócios/projetos, redução do passivo não oneroso tanto do passivo como do ativo e avaliação dos bens a valores de mercado.
13. Lucro Operacional (LO): é o lucro proposto para efeito de análises financeiras e representa o potencial da empresa de gerar resultados, líquido do imposto de renda, e antes da remuneração dos financiamentos próprio e de terceiros.
14. MVA: Market Value Added, ou goodwill, ou valor de mercado agregado. É o valor da Empresa e pode ser calculado por diversas formas, dentre as quais, por meio do NPV dos fluxos de caixas futuros e segundo uma determinada taxa de desconto (WACC).
15. NPV: Net Present Value, ou valor presente líquido. É o cálculo simples de valor atual, segundo uma taxa de desconto a juros compostos, a partir de fluxos de caixa (ou de lucros) futuros. Para cálculos de séries infinitas, pode-se usar a fórmula de perpetuidade: $NPV = (\text{Fluxo de Caixa})/(\text{Taxa de desconto})$.

16. ROA: Return On Assets, ou taxa de retorno sobre o ativo total. Difere do cálculo do ROI porque utiliza como denominador o total do ativo, ao invés do montante corrente de investimentos (total do ativo ajustado)
17. ROE: Return On Equity, ou taxa de retorno sobre o capital próprio. Representa o ganho do acionista e é apurado pela fórmula:
$$\text{ROE} = (\text{Lucro Líquido})/(\text{Patrimônio Líquido}) \text{ ou } \text{ROI} \times \text{MAF}$$
18. ROI: Return On Investment, representa a taxa de retorno da empresa, a sua capacidade de gerar resultados independentemente das decisões de financiamento e é apurado por meio da razão entre o Lucro Operacional (LO) e o montante dos investimentos.
19. Spread: representa o ganho do ROI em relação ao K_i , ou $(\text{ROI}\% - K_i\%)$, no cálculo da alavancagem financeira (AF).
20. WACC: Weighted Average Cost of Capital, ou custo médio ponderado do custo do capital da empresa, calculado pela ponderação da participação do capital próprio (K_e) com o capital de terceiros (K_i).

XI. BIBLIOGRAFIA

- CAOUILLE, John B., ALTMAN, Edward I., NARAYANAN, Paul. *Gestão do risco de crédito: o próximo grande desafio financeiro*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas – valuation – calculando e gerenciando o valor das empresas – Mckinsey & Company, Inc.* São Paulo: Makron Books, 2000.
- EHRBAR , Al . EVA valor econômico agregado . Rio de Janeiro : Qualitymark , 1999
- MATARAZZO , Dante C. Análise Financeira de balanços . 5 ed São Paulo : Atlas , 1998 .
- ROSS, A Stephen; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J.F. *Administração financeira – corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- YOUNG , S.David e O’BYRNE , Stephen F. *Eva and value-based management* . United States of America : McGraw-Hill Book , 2001 .

Sites e Artigos Publicados :

www.sternstewart.com

www.oscarmalvessi.com.br

www.portalexame.com

www.bradesco.com.br

www.unibanco.com.br

www.italu.com.br

www.bancoreal.com.br

www.bacen.com.br

* Artigo publicado na Revista de Administração , São Paulo v.34 , n.3 Julho/Setembro 1999 pelo Norton Torres de Bastos ex superintendente de riscos do Unibanco .