

# Análise Financeira pelo Método: *Economic Value Added* – EVA e Market Value Added - MVA

Valdenir Menegat \*

Aliciane Aparecida Novello Colle \*\*

*O presente artigo se propõe a apresentar a ferramenta de análise denominada Economic Value Added – EVA, fazer um breve relato de seu surgimento, evolução e evidenciar através de exemplos didáticos o porque de seu sucesso como instrumento de análise empresarial, tornando-se para algumas empresas uma filosofia de gestão norteadora das decisões. Toda sua base teórica está embasada no valor econômico agregado ou adicionado para o acionista, deixando de lado a idéia de gestão com base apenas no resultado, mas no resultado com valor agregado para aquele que investiu seu capital na empresa e dela espera o retorno capaz de suprir sua expectativa que o motivou a empregar seu dinheiro na empresa e não em outra opção do mercado.*

## **Palavras Chaves:**

valor econômico agregado, filosofia de gestão, análise empresarial.  
Keys Words: economic value added, philosophy of management, enterprise analysis.

---

(\*) Mestrando em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau - FURB

(\*\*) Mestranda em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau - FURB

## 1 CONCEITO E HISTÓRICO

O conceito de lucro residual existe a mais de 75 anos, porém, somente no início dos anos 90 foi redescoberto e reformulado para *EVA* - *Economic Value Added* e registrado como marca pela empresa de consultoria americana STERN STEWART & Co. Conforme KASSAI (1999, p.178) "O conceito de *Economic Value Added* (*EVA*), a pesar de ter se popularizado nesta década, na verdade não é uma novidade nos meios acadêmico e empresarial. David Ricardo, em seus tratados de economia, já em 1823 tratava da riqueza da empresa desta forma, considerando o valor econômico agregado". Essa terminologia de origem inglesa traduzida para o português quer dizer Valor Econômico Agregado ou Adicionado. Segundo HEHRBAR (1999, p.7) "...é uma ferramenta que tem sido usada pelos acionistas a mais de 200 anos, mas somente agora como ferramenta da moda na análise de balanços para fins de investimento".

Em uma economia de risco como a americana, onde as empresas são negociadas em bolsas de valores, é imprescindível ter formas de avaliar essas empresas evitando-se assim o risco demasiado de perda de valores por má aplicação do dinheiro. Como afirma SANVICENTE (1995 p.183), "Os investidores só assumirão posições num título com risco se seu retorno esperado for suficientemente elevado para compensar o risco".

Nesse contexto, o *EVA* surgiu como instrumento de avaliação econômico-financeira, capaz de medir a capacidade da empresa de remunerar o acionista acima do custo dos seus investimentos. Em linhas gerais, o *EVA* é uma medida da criação ou destruição de riqueza. Quando positivo, indica que a operação, no período, apresentou retorno superior ao custo de oportunidade do investimento e quando negativo, apresentou retorno inferior ao cus-

to de oportunidade do investimento. Então, podemos concluir o *EVA* como sendo a diferença entre o lucro líquido da empresa menos o custo do capital investido.

para calcular o *EVA* é necessário, pois identificar qual o retorno desejado pelo acionista, ou o Custo do Capital Próprio (*Ke*). Existem diversos métodos de se obter esse custo levando-se em consideração inclusive a taxa de risco envolvida na empresa ou no projeto., mas o mais indicado é perguntar ao próprio acionista quanto ele deseja ganhar. (KASSAI, 1999 p.180)

O *EVA* sugere uma série de ajustes de cunho gerencial dos números contábeis, com o propósito de desfazer o princípio da prudência, já que tem grande foco no risco do investimento, e a desencorajar a manipulação dos dados contábeis, pois baseia-se no lucro líquido e se este não for o realmente acontecido seu resultado de nada valerá. Esta proposta coloca os executivos das empresas no papel dos acionistas, o que provoca certo desconforto aos primeiros. O mercado de capital e financeiro tem no lucro líquido das empresas a forma de avaliar seu desempenho, sua performance, fato este que leva os administradores a manipular os resultados e evitar certas decisões que possam afetar os lucros líquidos das empresas. Como exemplo, investimentos em treinamento, reestruturação, publicidade, desenvolvimento, cruciais à sobrevivência das empresas, podem ser cortados por uma simples ordem dos gestores quando estes verificarem que o resultado líquido poderá não ser aquele esperado, sem levar em conta que o número alcançado pode ser aquele que os acionistas querem, mas no médio e longo prazo, toda a companhia estará comprometida.

O *MVA*<sup>®</sup> - *Market Value Added*, representa a diferença entre o preço atual das ações no mercado acionário e o valor investido pelos

acionistas no negócio. Se a contabilidade avalia o valor de cada lote de ações da empresa por R\$ 10,00 mas, quando cotadas na bolsa de valores o preço que o mercado paga é R\$ 15,00, então podemos dizer que o MVA da empresa é R\$ 5,00, pois este é o valor da diferença entre o definido pela contabilidade e aquele que o mercado está disposto a pagar, ou seja, quanto vale a empresa para o mercado. Nesse caso podemos dizer que a empresa apresenta um MVA positivo, caso a situação fosse o contrário, ao invés do mercado pagar R\$ 15,00 por cada lote de ações pagasse apenas R\$ 7,00 a empresa apresentaria um MVA negativo.

Para Kassai (1999, p.183):

críticas tem sido feitas no sentido de que o EVA é uma medida dirigida ao passado, pois é calculado sobre as informações contábeis oriundas de transações já ocorridas. Assim a Stern & Stewart registrou uma outra marca denominada Market Value Added (MVA), ou valor de mercado agregado, que avalia o valor econômico da empresa como um todo e em relação ao potencial de resultados futuros.

Ainda sobre MVA o autor diz o seguinte:

O MVA é interpretado como a diferença entre o valor da empresa menos o valor de seus investimentos, a preços de mercado. É aquela parcela adicional, aquele "algo mais", normalmente de difícil mensuração, e também conhecido como goodwill. Pode ser calculado da seguinte forma:

- *Valor da empresa*
- *(-) Valor de mercado de seus investimentos*
- *= MVA*

(KASSAI, 1999, p.183)

É certo que não podemos avaliar o valor de uma empresa apenas usando uma ou outra

ferramenta de forma isolada, nenhum método possui todas as informações desejadas e é sempre bom pensar num complementado o outro. Em se tratando de EVA e MVA, as duas ferramentas quando usadas em conjunto, contemplam uma análise bem mais completa que aquela fornecida pelos meios tradicionais.

## 2 APLICAÇÃO DO EVA - CASO PRÁTICO

O exemplo a seguir foi publicado no Jornal Gazeta Mercantil, edição outubro de 1999, não sendo esta uma citação direta.

Analisando a performance financeira da Antártica e a Brahma com base na criação de valor, no período de 1992 a 1998, utilizando informações de mercado, segundo os dados disponíveis na C.V.M e as demonstrações financeiras publicadas.

Em 1994 as duas empresas praticamente possuíam os mesmos valores de patrimônio líquido, a Brahma com R\$ 1,4 bilhões e a Antártica com R\$ 1,5 bilhões, assim como o seu valor de mercado, Brahma com R\$ 2,2 bilhões e a Antártica com R\$ 2,5 bilhões.

Em 1998, os valores eram bem diferentes. O valor de mercado da Brahma era de aproximadamente R\$ 3,7 bilhões e o valor investido pelos acionistas era de R\$ 1,9 bilhões (valor do Patrimônio Líquido). O resultado do MVA da Brahma no valor de R\$ 1,8 bilhões representa, portanto, a diferença entre o investimento e o valor que poderá ser realizado, teoricamente, pela venda das ações, representado assim, um incremento de riqueza para os acionistas. O mesmo não se pode dizer da Antártica que revela destruição de valor, na quantidade de R\$ 1,4 bilhões, devido ao valor de mercado representar R\$ 330 milhões e ser inferior ao Patrimônio Líquido que era de R\$ 1,7 bilhões. Como resultado, os acionistas da Antártica possuíam naquela data, aproximada-

mente R\$ 0,20 para cada R\$ 1,00 investido, enquanto que os acionistas da Brahma, para cada R\$ 1,00 investido possuíam R\$ 2,00.

É importante destacar que a Brahma iniciou a implantação da metodologia do EVA em 1995, (relatório administração 03/1996) e pode-se comprovar que sua performance econômica se transforma e revela benefícios tangíveis bem como o potencial no uso gerencial e estratégico da metodologia de criação de valor ao acionista.

Podemos concluir, ressaltando os benefícios proporcionados pela metodologia com foco na criação de valor, em especial quando há:

- a) perda ou erosão de valor econômico do negócio;
- b) mudanças na liderança da empresa e/ou influência dos acionistas;
- c) necessidades de aprimorar a mensuração e melhorar a performance da empresa;
- d) adaptação para nova realidade do mercado.

O entendimento da metodologia com foco na criação de valor possibilita analisar com maior profundidade as alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados. A finalidade é aumentar as vantagens competitivas do negócio, buscando diferenciação e/ou segmentação que proporcione melhoria operacional e amplie a criação de valor, através de:

- a) tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criem valor para a empresa;
- b) análise da estrutura dos recursos aplicados nos ativos com o desempenho e evolução da receita, dos custos e do resultado operacional;
- c) análise da estrutura de capital, do custo do capital próprio e de terceiros e sua influência no resultado passado e futuro;

- d) transformação da administração com visão de proprietário, pela participação na melhoria dos resultados através de metas a serem alcançadas de criação de valor.

Portanto, a grande contribuição que a teoria das finanças apresenta aos investidores, é que o resultado das estratégias podem ser avaliados de maneira eficaz, desde que analisados sob a ótica de criação de valor.

### 3 CUSTO DO CAPITAL INVESTIDO

assim como outros recursos corporativos, o capital é limitado e há um custo envolvido na escolha do projeto em que será feito o investimento. O capital - tanto próprio ou de terceiros - não é gratuito, tem um custo. Até certo ponto, o capital é encontrado e adquirido tal qual um vídeo-teipe. Nós "compramos" o capital de credores e investidores próprios e investimos esse capital em projetos, tais como cadeias regionais de vídeo e música, que não somente cobrem o custo do capital, mas também proporcionam um retorno acima do referido custo. Se não pudermos aumentar a rentabilidade e conseguir um bom retorno sobre o patrimônio dos acionistas, então não devemos realizar o projeto. (GITMAN, 1997, p. 380)

O custo do capital investido nas empresas brasileiras é razoavelmente maior em relação aquele praticado nas empresas de países cuja estabilidade econômica é maior. Essa disparidade tem uma explicação: o custo Brasil é muito alto, dessa, conclui-se que é arriscado emprestar dinheiro às empresas brasileiras. Assim, o valor para financiar as empresas no Brasil vem primeiramente do capital próprio, e em escala muito maior que o capital de terceiros. Isso quer dizer que para financiar seus ativos, as empresas dependem na maior parte do dinheiro investido pelos acionistas.

Para reduzir o custo do capital investido,

pode até parecer errado, mas deve-se captar recursos de capital de terceiros, mesmo que se aumente o grau de endividamento. Esse índice é baixo nas empresas brasileiras, se comparado às norte-americanas, por exemplo e a resposta para isso está na dificuldade das empresas nacionais em captar financiamentos pelos motivos já citados. Porém, se os ativos fossem financiados com capital de terceiros e não capital próprio, as empresas, além de pagarem juros mais baixos poderiam deduzir esses valores do Imposto de Renda, enquanto que os dividendos pagos aos acionistas não são passíveis de qualquer dedução.

Para a cultura empresarial brasileira, pode parecer estranho a expressão "juros sobre o capital próprio", mas é realmente isso que acontece quando o investidor aplica dinheiro na empresa, ele espera uma remuneração desse capital no mínimo ao que o mercado financeiro está pagando, do contrário não estaria fazendo um bom negócio, essa remuneração normalmente é maior que os juros pagos aos financiamentos adquiridos de terceiros.

Segundo GITMAN (1997, p. 431-432):

*o custo relativamente baixo do capital de terceiros deve ser atribuído basicamente ao fato de que os credores são os que tem o menor risco que quaisquer outros fornecedores de capital a longo prazo...devido a sua posição secundária em relação ao capital de terceiros, os fornecedores de capital próprio assumem um risco maior e, portanto, devem ser compensados com retornos esperados mais elevados do que os fornecedores de capital de terceiros.*

Assim, podemos dizer que se o lucro líquido obtido por uma empresa for menor, em termos percentuais, que o mercado estaria pagando, seu EVA foi negativo, mesmo com lucro estaria deteriorando o capital próprio, ou capital do acionista, pois se ele tivesse aplicado seu dinheiro em outra fonte de rendi-

mentos teria ganhado mais, a isto a contabilidade chama de "Custo de Oportunidade".

#### 4 LIMITAÇÕES DO EVA

O EVA não pode ser usado em todas as situações para análise. Para empresas que estão iniciando suas atividades, ou a um projeto novo, não terá como fornecer informações úteis, pois foi concebido para ser um indicador do momento passado, ou atual, mas não para projeções futuras. Essa informação poderia ser obtida de melhor forma pela "projeção de fluxo de caixa descontado". Por meio dele faz-se uma projeção da receita das vendas, descontam-se as despesas operacionais, os impostos a pagar e, assim como no EVA, também o custo do capital próprio mais o custo do capital de terceiros. O resultado encontrado, trazido a valor presente, fornece uma informação denominada "preço justo", que quer dizer exatamente quanto vale a empresa naquele momento. Essa informação é muito útil nos processos de privatização, fusão ou aquisição de empresas.

Isso explica por que as empresas privatizáveis, embora grandes destruidoras de valor segundo a análise do EVA, tem suas ações bastante valorizadas na bolsa. Destroem valor porque possuem um capital investido muito grande, como as empresas de energia elétrica ou telefonia, mas são pouco remuneradas em razão da falta de liberdade de preços e as limitações em endividar-se, impedindo maiores investimentos. Apesar disso, valorizam-se diante da perspectiva de gerar riqueza no futuro, deixando de agir sob as amarras do governo.

Via de regra as únicas exceções ao uso do EVA seriam os negócios recém formados, pois não tem ainda um histórico de receitas, também as instituições financeiras que tem por regulamento fazem reservas de capital.

## 5 EVA COMO FILOSOFIA

Uma empresa que apresenta EVA positivo em períodos seqüenciais, mostra que as ações gerenciais são sólidas e voltadas para a geração de riqueza. Utilizando essa ferramenta, é possível analisar não somente a empresa, mas dentro dela quais atividades estão contribuindo para a criação e quais estão destruindo valor.

A Brahma quando adotou o EVA como filosofia de gestão, optou por fechar fábricas ineficientes e também a diminuição do custo de suas dívidas. Para isso captou recursos no mercado externo, a juros mais baratos, fazendo com que o custo de seu capital diminuísse consideravelmente.

No Brasil ainda é raro encontrar empresas que utilizem o EVA no seu dia-a-dia de negócios, mas ele pode ser usado não apenas como instrumento de análise final dos resultados, mas como uma bússola que irá nortear as ações gerenciais como por exemplo o controle de estoque ideal, a compra de equipamentos, a manutenção ou a venda de unidades produtivas. Os administradores, antes de tomarem qualquer decisão de maior relevância, devem medir, através do EVA, qual o valor agregado ou destruído em razão da decisão tomada.

A facilidade do uso do EVA permite a empresa verificar a rentabilidade de cada negócio realizado por ela, isso pode servir como base para a remuneração variável por desempenho dos funcionários e executivos. Desta forma, não basta a empresa ter lucro para distribuir bônus, além do lucro terá que haver valor agregado, caso contrário não distribui nada. Essa situação faz com que os funcionários criem um vínculo maior entre os interes-

ses pessoais e dos acionistas, aumentando o comprometimento de cada um com os resultados. Se ao final o funcionário foi premiado com bônus extra-salário, não deve pensar que é um presente, mas que naquele período ele criou valor para a empresa.

A lógica mórbida dessa filosofia, é que se o funcionário está ganhando o bônus com frequência, sua empregabilidade está em ata, é um funcionário que agrega valor à empresa. Mas se começar a não receber mais o bônus, deve estar preparado para deixar a empresa, pois não está mais agregando valor e seu emprego estará comprometido.

## 6 ENTENDENDO O EVA A PARTIR DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

O exemplo a seguir, foi extraído do material disponível aos autores, a partir de um curso realizado por um professor da Fundação Universidade do Oeste de Santa Catarina - FUNOESC, com a empresa Cavalcante & Associados: Análise avançada das demonstrações financeiras, curso esse realizado no ano de 1999, na cidade de São Paulo.

ESTRUTURA PATRIMONIAL EM 31/12/ANO 1

ATIVO		PASSIVO	
Ativo Operacional	\$10.000	Passivo Operacional	\$ 1.000
		Capital de Terceiros	\$ 4.000
		Capital Próprio	\$ 5.000
TOTAL	\$ 10.000	TOTAL	\$ 10.000

(tabela 1)

- + **Ativo Operacional.** Representa todos os investimentos necessários para que a empresa consiga gerar receita operacional (caixa mínimo, duplicatas a receber, estoques e imobilizações produtivas).
- + **Passivo Operacional.** Representa todos os financiamentos espontâneos. São aqueles

financiamentos que a própria operação oferece (fornecedores, impostos incidentes sobre vendas a pagar, salários e encargos a pagar e adiantamento de clientes são os principais exemplos). O passivo operacional também contempla as provisões para pagamentos de imposto de renda e dividendos, as provisões trabalhistas, além dos financiamentos temporários. (Aqueles associados à falta de capital de giro e não às decisões de estrutura de capital).

- + **Ativo Operacional Líquido.** É a diferença entre o Ativo Operacional menos o Passivo Operacional. Representa a parcela do Ativo Operacional que a administração terá que buscar financiamentos fora da operação. Este financiamento poderá ser proveniente de capital de terceiros e/ou capital próprio. O Ativo Operacional Líquido também aponta a parcela do Ativo Operacional que os administradores terão que remunerar para fazer face ao custo de capital de terceiros e ao custo do capital próprio.
- + **Capital de Terceiros.** Representa financiamentos de curto e longo prazo obtidos através de bancos, emissão de debêntures e outros papéis. São financiamentos costumemente associados a programas de investimento
- + **Capital Próprio.** Representa os financiamentos dos acionistas. É o dinheiro integralizado pelos acionistas na empresa mais os lucros retidos. São todas as contas do Patrimônio Líquido.
- + **Custo do Capital de Terceiros.** Costumemente está representado na figura dos juros e despesas financeiras. A amortização do principal faz parte do serviço da

dívida, mas não é considerado parte do custo do financiamento. Em uma análise considera-se como custo apenas o componente juros, pois presume-se que o principal é renovado. Usualmente, os juros do capital de terceiros são devidos, independentemente da capacidade financeira do tomador, estando na maioria dos casos, protegidos por garantias. Pode ser explicitado em percentual ou valor.

- + **Custo do Capital Próprio.** É implícito e costumemente não documentado. Todavia existe. É quanto os acionistas ou investidores esperam ter de retorno mínimo no seu negócio. É representado pelo desejo dos acionistas em receberem dividendos mais a obtenção de crescimento no valor de suas ações. No fundo o custo do capital próprio é representado pela expectativa de recebimento de dividendos de curto prazo mais longo prazo. O Custo do Capital Próprio também poderá ser explicitado em percentual ou valor.

Podemos fazer a seguinte leitura da estrutura patrimonial:

#### ESTRUTURA PATRIMONIAL EM 31/12/ANO1

ATIVO		PASSIVO	
Ativo Operacional	\$10.000	Passivo Operacional	\$ 1.000
Ativo Operacional Líquido (AOL)	\$9.000	Capital de Terceiros	\$ 4.000
		Capital Próprio	\$ 5.000
TOTAL	\$ 9.000	TOTAL	\$ 9.000

(tabela 2)

O Ativo Operacional Líquido - AOL é de R\$ 9.000. Deste valor, R\$ 4.000 são financiados por capital de terceiros e R\$ 5.000 por capital próprio.

A análise do quadro nos permite a seguinte observação: **O retorno obtido na gestão dos ativos operacionais deverá ser, no mínimo, igual ao somatório do custo do capi-**

tal de terceiros mais o custo do capital próprio, para não se destruir valor. Os administradores tem a sua disposição, para gerenciar, R\$ 9.000 de Ativo Operacional Líquido, que é financiado por capital de terceiros mais capital próprio. Assim, o retorno obtido sobre o Ativo Operacional Líquido deverá ser, no mínimo, ao custo médio ponderado dos financiamentos.

Considerando:

- Custo do Capital de Terceiros - CCT = 10% a.a. (bruto)
- Custo do Capital Próprio - CCP = 20% a.a. (bruto)
- Alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social = 30%

Tanto o CCT quanto o CCP deverão ser descontados o percentual de Imposto de Renda e Contribuição Social. Assim, descontado-se 30% das alíquotas teremos CCT = 7% a.a. e CCP de 14% a.a, ambos valores líquidos.

CMPC (bruto)

$$CMPC = (4.000/9.000) \times 0,10 + (5.000+9000) \times 0,20 = 0,0444 + 0,1111 \Rightarrow 0,1555$$

CMPC (líquido)

$$CMPC = (4.000/9.000) \times 0,07 + (5.000+9000) \times 0,14 = 0,0311 + 0,0778 \Rightarrow 0,1089$$

*"O Custo Médio Ponderado de Capital parte da idéia de que os projetos de empresas com dívidas são financiados simultaneamente com o capital de terceiros e capital próprio. O custo do capital é uma média ponderada entre o custo do capital de terceiros e o custo de capital próprio.*

(SANVICENTE, 1995, p. 358)

A mensuração do Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC serve para balizar o retorno mínimo a ser obtido pela gestão sobre o Ativo Operacional Líquido - AOL.

## DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Lucro Operacional	(1)	1.400
(-) Juros / Custo do Capital de Terceiros	(2)	(400)
(=) Lucro Líquido Antes do IR/CS		1.000
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social (3)	(300)	
(=) Lucro Líquido após o IR/CS		700

(1)  $0,1555 \times 9.000 = 1.400$

(2)  $0,10 \times 4.000 = 400$

(3)  $0,30 \times 1.000 = 300$

(tabela 3)

O formato da Demonstração de Resultados apresentado é o tradicional, societário. Este formato de apresentação nos permite observar:

- O Lucro Operacional antes do imposto de renda e contribuição social
- Os juros e despesas financeiras ou Custo do Capital de Terceiros (bruto)
- O lucro líquido antes do imposto de renda de R\$ 1.000 que representa 20% de retorno sobre o capital próprio de R\$ 5.000, e
- O lucro líquido depois do imposto de renda de R\$ 700 que representa 14% de retorno sobre o capital próprio de R\$ 5.000.

Porém, este formato não nos permite observar:

- O lucro operacional depois do imposto de renda
- Os juros, ou despesas financeiras que é o Custo do Capital de Terceiros (líquido).
- O Custo do Capital Próprio, e
- O EVA

Este formato tradicional utilizado para a apresentação da demonstração do resultado é seguido por 100% das empresas que publicam suas demonstrações financeiras na mí-

dia impressa. Possivelmente é o formato de apresentação preferido por 95%, ou mais, das empresas em suas análises internas também.

Existem outros dois formatos alternativos:

## DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Formato alternativo 1

Lucro Operacional	(1)	1.400
(-) Imposto de renda	(2)	(420)
(=) Lucro Operacional após IR e antes dos juros		980
(-) Juros / CCT	(3)	(280)
(=) Lucro Líquido após o IR		700

(1)  $0,1555 \times 9.000 = 1.400$

(2)  $0,30 \times 1.400 = 420$

(3) Bruto =  $0,10 \times 4.000 = 400$

Recuperação do IR =  $0,30 \times R\$ 400 = R\$ 120$  (portanto, os juros líquidos são de R\$ 280)

(tabela 4)

A grande diferença entre este formato e o primeiro, está no tratamento do imposto de renda. No primeiro formato a alíquota de 30% é calculada diretamente sobre R\$ 1.000, que é a diferença entre o lucro operacional antes do imposto de renda de R\$ 1.400 menos o Custo do Capital de Terceiros bruto de R\$ 400. A provisão para pagamento de Imposto de Renda é de R\$ 300.

No formato acima (alternativo 1), o imposto de renda é tratado diretamente contra o Lucro Operacional de R\$ 1.400, gerando uma provisão de R\$ 420, e diretamente contra o Custo do Capital de Terceiros de R\$ 400, criando uma economia tributária de R\$ 120. A diferença entre a provisão para o pagamento do imposto de renda de R\$ 420 menos a economia tributária de R\$ 120 mostra uma provisão líquida de R\$ 300.

Este formato permite responder diretamente as seguintes perguntas:

1) Qual o Retorno do Ativo Operacional Lí-

quido - RAOL (líquido), ou seja, qual o retorno sobre o Ativo Operacional Líquido - AOL?

A resposta é simples:  $R\$ 980 / 9.000 = 0,1089$  (é igual ao CMPC líquido)

Isso prova que toda a análise que toma como referência o Lucro Operacional, deveria considerá-lo após o imposto de renda.

2) Qual o custo bruto do capital de terceiros?

$R\$ 400 / 4000 = 0,10$  (é o custo financeiro bruto)

3) Qual o custo líquido do capital de terceiros?

$R\$ 280 / 4.000 = 0,07$  (custo financeiro líquido)

4) Qual o custo bruto do capital próprio?

$R\$ 1.000 / 5000 = 0,20$  (bruto)

5) Qual o custo líquido do capital próprio?

$R\$ 700 / 5000 = 0,14$  (líquido)

Uma leitura da Demonstração de Resultados diz o seguinte:

**"O Lucro Operacional de R\$ 980 é de equilíbrio. É o lucro operacional que a empresa precisa obter para remunerar o Custo do Capital de Terceiros e o Custo do Capital Próprio. O Custo do Capital de Terceiros líquido é de R\$ 280. O Custo de Capital Próprio após o imposto de renda é de R\$ 700. Ou seja, lucro operacional "mínimo" é aquele que consegue remunerar o capital de terceiros mais o capital próprio.**

Os administradores somente criarão valor se obtiverem uma taxa de retorno sobre o Ativo Operacional Líquido superior ao Custo Médio Ponderado de Capital.

O formato apresentado (alternativo 1), é melhor que o primeiro, todavia, ainda poderá ser melhorado, pois ele ainda não contempla o Custo do Capital Próprio e o EVA.

## DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

### Formato alternativo 2

Lucro Operacional		1.400
(-) Imposto de renda		(420)
(=) Lucro Operacional após IR e antes dos juros		980
(-) Juros / CCT		(280)
(=) Lucro Líquido após o IR		700
(-) Custo do Capital Próprio	(1)	(700)
(=) EVA		0
0,14 x R\$ 5.000 = R\$		700

(tabela 5)

Este formato é mais completo pois permite identificar o Custo do Capital de Terceiros e o Custo do Capital Próprio também. No exemplo o EVA de zero reflete um Retorno sobre o Ativo Operacional Líquido de 10,89% contra um Custo Médio Ponderado de Capital de 10,89% também.

Este formato permite evidenciar as seguintes informações:

- 1) O lucro operacional de R\$ 980 evidencia uma **linha de corte**.
- 2) **Acima** do lucro operacional de 980 encontramos os gastos da operação: matérias-primas, salários, energia, propaganda, etc.
- 3) **Abaixo** do lucro operacional de R\$ 980 encontramos os gastos com a estrutura de capital: R\$ 280 pela existência de capital de terceiros e R\$ 700 pela existência de capital próprio.

Com isso, pode-se concluir que as seguintes estratégias para a criação de valor poderão ser seguidas pelos gestores:

- 1) Mexer na parte de cima, ou seja, elevar receitas e/ou deduzir gastos operacionais, ou
- 2) Mexer na parte de baixo, ou seja, reduzir os custos com a estrutura de capital.

## MEXER COM A PARTE DE CIMA

Considerando que os custos com a estrutura de capital fiquem constantes, qual será o EVA partindo-se de um Lucro Operacional antes do imposto de renda de R\$ 1.600 e R\$ 1.200?

Lucro Operacional	1.600	1.200
(-) Imposto de renda	(480)	(360)
(=) Lucro Operacional após IR e antes dos juros	1.120	840
(-) Juros / CCT	(280)	(280)
(=) Lucro Líquido após o IR	840	560
(-) Custo do Capital Próprio	(700)	(700)
(=) EVA	140	(140)

(tabela 6)

## MEXENDO NA PARTE DE BAIXO

Partindo de um Lucro Operacional de R\$ 980 e diminuir os gastos com a estrutura de capital.

Para reduzir os custos com a estrutura de capital pode-se utilizar quatro estratégias:

- 1) Reduzir o custo de capital de terceiros através da seleção de melhores fontes de financiamentos, notadamente de longo prazo e com melhores condições e taxas de juros.
- 2) Reduzir o custo com o capital próprio, possível apenas no caso dos acionistas adotarem proposições ilógicas que sejam passíveis de negociação.
- 3) Alterar o mix entre capital de terceiros e capital próprio, utilizando mais capital de terceiros e menos capital próprio, ficando claro, sendo o capital de terceiros mais barato.
- 4) Reduzir o Ativo Operacional, investindo menos em estoques, por exemplo, e com isso reduzir a demanda por fontes de financiamento.

Para um exemplo do que foi afirmado, vamos considerar que a empresa utilizará R\$ 5.000 de capitais de terceiros e R\$ 4.000 de

capital próprio. Ou seja, altera-se apenas a estrutura de capital, mantendo-se os mesmos dados do exemplo anterior.

Lucro Operacional		1.400	1.400
(-) Imposto de renda		(420)	(420)
(=) Lucro Operacional após IR e antes dos juros		980	980
(-) Juros / CCT	(1)	(280)	(350)
(=) Lucro Líquido após o IR		700	630
(-) Custo do Capital Próprio	(2)	(700)	(560)
(=) EVA		0	70

(1)  $0,07 \times 5.000 = 350$

(2)  $0,14 \times 4.000 = 560$

(tabela 7)

Informações importantes a serem consideradas:

- 1) O lucro operacional de R\$ 980 não se altera, isso é evidente. Uma mudança na estrutura não aumenta ou diminui as vendas nem eleva ou reduz gastos operacionais.
- 2) O Custo do Capital de Terceiros relativo a 7% não se altera, mas o valor absoluto cresce de R\$ 280 para R\$ 350, aumentando o custo em R\$ 70, pois utiliza mais R\$ 1.000 de capital de terceiros.
- 3) O custo de capital próprio relativo de 14% não se altera, mas o valor absoluto diminui de R\$ 700 para R\$ 560, pois se utiliza R\$ 1.000 a menos de capital próprio.
- 4) O EVA de R\$ 70 reflete uma economia no custo do capital próprio de R\$ 140 contra R\$ 70 que aumentou o custo do capital de terceiros. Isso porque o Custo do Capital Próprio é maior que o Cus-

to do Capital de Terceiros. Isso também diminui o Custo Médio Ponderado de Capital.

Para concluir o estudo sobre o EVA, o Ativo Operacional deverá contemplar todos os investimentos necessários para a empresa conseguir gerar sua receita operacional.

Portando, deverão ser excluídos do Ativo Operacional:

- a) Excedentes de caixa;
- b) Créditos a receber de natureza não operacional;
- c) Participações em outras empresas, relevantes ou não;
- d) Imobilizações ociosas, como terrenos e instalações que não estão contribuindo para a formação da receita operacional.

Do Passivo Operacional poderão ser excluídos obrigações e financiamentos quando vinculados diretamente a um ativo não operacional.

Da demonstração de resultados deverão ser excluídos receitas e despesas não operacionais.

Após esse estudo, pode-se concluir que o **Princípio da Riqueza** é que somente se fica mais rico quando se detém ativos que valem mais que o capital investido.

A valorização ou desvalorização real de uma ação ou cota, tem o nome de MVA, assim, um MVA positivo é reflexo, na sua essência, de um excedente de retorno, que também tem o nome de EVA. Por isso, EVA e MVA deverão andar juntos nas análises das empresas. O MVA mostra quanto o acionista ficou mais rico ou mais pobre, o EVA explica o porquê.

## REFERÊNCIAS

CAVALCANTE & ASSOCIADOS. **Análise avançada das demonstrações financeiras** (curso realizado no ano de 1999): São Paulo.

ENRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

GITMAN, L.J., **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

KASSAI, J.R.; KASSAI, S.; SANTOS, A.; NETO A.A, **Retorno de investimento**. São Paulo: Atlas, 1999

MALVESSI, O. Empresas criam ou destroem a riqueza dos acionistas comparando duas empresas de capital aberto. **Jornal Gazeta Mercantil**, out.1999.

SANVICENTE, A.Z, **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.