

Vantagens e Cuidados na utilização do Valor Econômico Agregado - EVA



↳ *REVISANDO O CÁLCULO DO EVA*

↳ *QUAIS AS VANTAGENS DA UTILIZAÇÃO DA MÉTRICA EVA ?*

↳ *COMO FAZER OS AJUSTES NA AVALIAÇÃO DOS ATIVOS / INVESTIMENTOS ?*

↳ *A IMPORTÂNCIA DE UMA POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO VARIÁVEL*

Francisco Cavalcante(f_c_a@uol.com.br)

Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.

É Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis e compra e venda de participações acionárias.

O consultor Francisco Cavalcante já desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

Fábio Vianna (f_c_a@uol.com.br)

Administrador de empresas. É consultor da Cavalcante & Associados nas áreas de elaboração de sistemas de projeções financeiras, valorização de empresas e cálculo do preço de venda.

	ÍNDICE	PÁG
APRESENTAÇÃO		03
REVISÃO: O CÁLCULO DO EVA		04
VANTAGENS DA UTILIZAÇÃO DA MÉTRICA EVA		09
CUIDADOS NA UTILIZAÇÃO DA MÉTRICA EVA		10

APRESENTAÇÃO

"Em Up-To-Dates anteriores apresentamos aos leitores procedimentos para cálculo do EVA, formatação dos indicadores para seu acompanhamento, etc.

Ao longo deste tempo, muitos leitores têm nos perguntado sobre as vantagens e desvantagens da utilização da métrica EVA.

*Foi este o motivo que nos levou a escrever este **Up-To-Date®**. Como você pode notar pelo título, não estamos falando de "Vantagens e Desvantagens", mas sim de "Vantagens e **Cuidados**", uma vez que não há desvantagens (se alguém discordar, por favor, exponha sua opinião). O que temos são cuidados a serem tomados no cálculo, implantação e acompanhamento. É o que mostraremos a seguir."*

REVISÃO: O CÁLCULO DO EVA

Vamos considerar uma empresa com a seguinte estrutura patrimonial compactada:

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/99

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

Ativo Operacional (AO) de \$10.000

São todos os investimentos necessários para que uma empresa consiga gerar receita operacional (caixa mínimo, duplicatas a receber, estoques e imobilizações produtivas). Em resumo, o ativo operacional compreende o capital de giro mais o capital fixo.

Passivo Operacional (PO) de \$1.000

São todos os financiamentos espontâneos, aqueles que são típicos da operação (fornecedores, impostos a pagar incidentes sobre vendas, salários e encargos a pagar e adiantamento de clientes são os principais exemplos).

Ativo Operacional Líquido (AOL) $\$10.000$ (AO) - $\$1.000$ (PO) = $\$9.000$

É a diferença entre o ativo operacional e o passivo operacional. Representa a parcela do ativo operacional que a administração da empresa terá que buscar em financiamentos fora da operação (via capital próprio – acionistas e de terceiros - empréstimos)

Capital de Terceiros (CT) de $\$4.000$

São os financiamentos de curto e longo prazos obtidos através de bancos, isto é, empréstimos. São financiamentos costumeiramente associados a programas de investimento.

As despesas financeiras destes financiamentos estruturais representam o chamado custo do capital de terceiros.

Capital Próprio (CP) de $\$5.000$

Representa os “financiamentos” dos acionistas. É o dinheiro colocado pelos acionistas na empresa mais os lucros retidos (Patrimônio Líquido).

Custo do Capital de Terceiros (CCT)

O CCT é explícito e formal (documentado). O CCT costumeiramente está representado na figura do que chamamos juros ou despesas financeiras.

Custo do Capital Próprio (CCP)

O CCP é implícito e costumeiramente não documentado. Todavia existe. É a expectativa de retorno desejada pelos acionistas em cima do seu capital investido no negócio (Patrimônio Líquido).

É representado pelo desejo dos acionistas de receberem dividendos (dinheiro) mais a obtenção de crescimento no valor de suas ações (ganho de capital associado a lucros obtidos, mas não distribuídos, que ficam retidos para financiar projetos que contribuirão para elevar dividendos futuros).

Portanto, podemos fazer a seguinte apresentação do Balanço Patrimonial:

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/99

ATIVO		PASSIVO	
Ativo Operacional Líquido	\$9.000	Capital de Terceiros	\$4.000
		Capital Próprio	\$5.000
TOTAL	\$0.000	TOTAL	\$9.000

Vamos assumir que os capitais da empresa tenham os seguintes custos:

- CCT = 10% a.a. (bruto)
- CCP = 14% a.a.
- Alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro = 30%

O CCT de 10% a.a. implica numa despesa financeira bruta de \$400 ($\$4.000 \times 0,10$).

Esta despesa financeira provocará uma economia tributária de \$120 ($\$400 \times 0,30$).

Portanto, a despesa financeira líquida será de \$280 ($\$400 - \120). Este valor aponta para um CCT líquido de 7% a.a. ($\$280 / \4.000).

Em resumo, o CCT líquido é de 7% a.a. ($10\% \times (1 - 0,30)$).

O CCP de 14% a.a. nos informa o retorno esperado pelo acionista sobre o capital investido de \$5.000. Ele aponta para uma expectativa de lucro líquido após o imposto de renda de \$700 ($\$5.000 \times 0,14$).

Portanto a taxa de 14% a.a. para o CCP já está identificada em termos líquidos.

Para o cálculo do EVA, utilizamos a demonstração do resultado estimada para o ano de 2000:

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO
Ano de 2000

Vendas Brutas	\$10.000
(-) Impostos	(\$1.000)
(=) Vendas Líquidas	\$9.000
(-) Custo das Mercadorias Vendidas	(\$5.000)
(=) Lucro Bruto	\$4.000
(-) Despesas Operacionais	(\$2.600)
(=) Lucro Operacional antes do IR	\$1.400
(-) IR sobre o Lucro Operacional (1)	(\$420)
(=) Lucro Operacional após o IR	\$980
(-) CCT (2)	(\$280)
(=) Lucro Líquido	\$700
(-) CCP (3)	(\$700)
(=) EVA	\$0

(1) 0,30 (Alíquota IR) x R\$1.400 (Lucro operacional)

(2) 0,10 (CCT Bruto) x (1 - 0,30/economia de impostos) x R\$4.000 (CT)

(3) 0,14 (CCP líquido) x R\$5.000 (CP)

Comentários:

- EVA é uma métrica, ou seja, uma medida de avaliação de desempenho.
- Os número acima mostram que no ano 2000 o lucro operacional de \$980 cobriu o custo de capital de \$980 não deixando qualquer excedente de retorno. EVA positivo aponta a existência de excedente de retorno. EVA negativo aponta “deficit” de retorno.
- O lucro operacional de \$980 se associa ao AOL de \$9.000 apresentando um retorno sobre este de 10,89%.
- O custo de capital de \$980 (\$280/terceiros e \$700/próprio) se associa ao capital de \$9.000 apontando um custo de capital de 10,89%.

- O investimento de \$9.000 gera um lucro operacional de \$980 no ano 2000, suficiente para cobrir o custo do capital de \$9.000 que está suportando o investimento.
- Como a proposta da administração é oferecer para o acionista um EVA positivo (excedente de retorno), o retorno sobre o investimento deverá ser superior ao custo de capital.

- Todas as ações da administração deverão ser guiadas para a ocorrência de um EVA positivo.

VANTAGENS DA UTILIZAÇÃO DA MÉTRICA EVA

Entre as principais vantagens da utilização do EVA podemos destacar:

- Melhor definição dos objetivos da empresa, permitindo aos administradores trabalharem todos focados nos mesmos objetivos. Dentro do contexto de “criação de valor”, administrador é todo aquele profissional que tem a capacidade de tomar ou participar decisões que impactem diretamente o fluxo de caixa e/ou fluxo de lucros da empresa, estando permanentemente envolvido com a análise de projetos, no seu significado mais amplo. O objetivo destes administradores consiste em tomar decisões que elevem o valor de mercado das suas companhias.
- Permite a integração entre Planejamento Estratégico e Finanças. Todos os administradores estarão trabalhando com os mesmos conceitos, procedimentos, objetivos e focos de ação em relação aos objetivos da empresa;
- Define uma taxa de retorno mínima a ser exigida em novos e atuais projetos. Os objetivos da empresa ficam definidos de maneira clara, objetiva, consistente e quantificável.
- Estabelece um critério justo para negociação da remuneração variável dos administradores;
- Estimula o envolvimento dos administradores na gestão dos negócios, pois cada um saberá como medir o valor de sua contribuição na criação de valor para os acionistas;
- Permite aos executivos de planejamento estratégico ter uma visão correta das principais variáveis que impactarão na criação ou destruição de valor da empresa. Ou seja, todos ficam sintonizados dentro de um raciocínio financeiro (otimização de recursos);
- Todos passam a pensar e agir como se fossem acionistas, e
- Para determinar o valor de uma empresa, a necessidade de estimar o fluxo futuro de dividendos estimula as administradores a pensarem e agirem também olhando o impacto de longo prazo em suas decisões.

CUIDADOS NA UTILIZAÇÃO DA MÉTRICA EVA

Mostraremos a seguir os cuidados a serem tomados para a determinação e implantação do EVA de uma empresa. São eles:

1. Ajustes na avaliação dos ativos / investimentos;
2. Cálculo do CCP pelo patrimônio líquido a valores de mercado;
3. Implantação de uma política de remuneração variável.

1. Ajustes na avaliação dos ativos

Não basta simplesmente, a partir do lucro líquido da empresa, calcular o EVA. Esta é uma maneira bastante simplista e sujeita a erros.

Na verdade, o que fazemos é recomendar a “quebra” do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado em vários negócios, para que possamos qualificar (calcular) o EVA de cada um deles.

É comum que o lado esquerdo do balanço patrimonial de uma empresa seja composto por ativos operacionais e por ativos não operacionais.

Ativos operacionais são todos os investimentos que uma empresa necessita fazer para poder gerar sua receita operacional.

Ativos operacionais são representados por capital de giro mais capital fixo. Capital de giro considera basicamente os investimentos em disponibilidades, contas a receber e estoque. Capital fixo representa os investimentos em máquinas, instalações, edificações, etc.

Ativos não operacionais são todos os investimentos que se forem vendidos ou “desaparecidos” não afetam a capacidade da empresa realizar suas receitas operacionais.

São exemplos de ativos não operacionais:

excedentes de caixa;

empréstimos concedidos a controladas e coligadas;

participações no capital de outras empresas;

imobilizações não operacionais (improdutivas), etc.

Se tomarmos o balanço patrimonial de uma empresa que tenha, por exemplo, \$5.000 aplicados numa participação acionária, surgem duas questões:

1. Se sacarmos estes \$5.000 do lado esquerdo do balanço para isolarmos dos demais ativos operacionais, como ajustar este valor do lado direito?
2. Como calcular o EVA da operação e o EVA desta participação acionária?

Vamos a um exemplo:

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE MARÇO DE 2000			
ATIVO		PASSIVO	
Caixa operacional	\$2.000	Passivo operacional (2)	\$6.000
Caixa excedente (1)	\$4.000		
Clientes	\$15.000	Capital de terceiros	\$8.000
Estoques	\$12.000		
Participações acionárias (1)	\$5.000	Capital próprio (3)	\$50.000
Fixos operacionais	\$20.000		
Fixos não operacionais (1)	\$6.000		
TOTAL DO ATIVO	\$64.000	TOTAL DO PASSIVO	\$64.000

(1) São os 3 ativos não operacionais existentes neste balanço

(2) Contempla os financiamentos espontâneos, ou seja, aqueles obtidos dentro do próprio negócio.

(3) Capital próprio = patrimônio líquido

Considere as seguintes informações adicionais:

- Recursos aplicados no mercado financeiro rendem juros líquidos anuais de 10%.
- O custo do capital de terceiros (CCT) é de 14% a.a. líquido.
- O custo do capital próprio (CCP) é de 18% a.a. líquido. CCP é a expectativa de retorno sobre o capital próprio esperada pelos acionistas.
- Inexistem novos programas de investimento em vista.

Os ativos não operacionais totalizam \$15.000 (\$4.000/caixa excedente + \$5.000/participações acionárias + \$6.000/fixos não operacionais).

Para encontrarmos a estrutura patrimonial da operação “pura”, devemos eliminar do lado direito e do lado esquerdo do Balanço Patrimonial o montante de \$15.000 de ativos não operacionais.

Como fazer e por quê fazer?

Primeiro, cumpre observar que o capital de terceiros custa 14% a.a. e é mais barato do que o capital próprio que custa 18% a.a.

Portanto, é melhor reduzir o capital próprio que custa mais caro.

Se assumirmos hipoteticamente que o excedente de caixa de \$4.000 (que está rendendo juros de 10% a.a.) será resgatado, qual é o melhor destino a ser dado para o dinheiro disponível?

Resposta: reduzir capital próprio que, conforme vimos, custa 18% a.a., e não pagar as dívidas que custam 14% a.a.

Como reduzir o custo do capital próprio (CCP)?

Resposta: Pagando dividendos.

Quando pagamos dividendos baixamos o caixa e em contrapartida diminuimos o patrimônio líquido.

Como o excedente de caixa no nosso exemplo é de \$4.000, se pagássemos dividendos, o excedente desapareceria e o patrimônio líquido (capital próprio) cairia de \$50.000 para \$46.000. Portanto, o CCP diminuiria em \$720 ($\$4.000 \times 0,18$).

Quando ajustar os ativos não operacionais, a contrapartida deverá ser feita sobre o capital próprio (pagamento de dividendos), e não sobre o capital de terceiros, já que o capital próprio é mais caro que o de terceiros, isto é, quanto menos capital próprio tivermos que remunerar, a princípio melhor.

O mesmo discurso se aplicaria para explicar o ajuste do investimento de \$5.000 nas participações acionárias e o investimento de \$6.000 no ativo fixo não operacional de \$6.000 (pense em um terreno ocioso).

Se vendermos o investimento em participações acionárias e apurarmos \$5.000, qual o melhor destino para este dinheiro? Pagar dividendos para reduzir o capital próprio que custa 18% a.a..

Se vendermos o investimento em ativo fixo não operacional e apurarmos \$6.000 qual o melhor destino para este dinheiro? Pagar dividendos para reduzir o capital próprio que custa 18% a.a..

Importante! Estamos assumindo que o valor contábil é o valor de mercado são iguais para os investimentos em participações acionárias e em ativo fixo não operacional.

Portanto, o balanço patrimonial em 31/3/2000 da operação passa pelos seguintes estágios:

**BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE MARÇO DE 2000
(situação atual)**

ATIVO		PASSIVO	
Caixa operacional	\$2.000	Passivo operacional	\$6.000
Caixa excedente	\$4.000		
Clientes	\$15.000	Capital de terceiros	\$8.000
Estoques	\$12.000		
Participações acionárias	\$5.000	Capital próprio	\$50.000
Fixos operacionais	\$20.000		
Fixos não operacionais	\$6.000		
TOTAL DO ATIVO	\$64.000	TOTAL DO PASSIVO	\$64.000

**BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE MARÇO DE 2000
(situação após ajuste dos ativos não operacionais)**

ATIVO		PASSIVO	
Caixa operacional	\$2.000	Passivo operacional	\$6.000
Clientes	\$15.000		
Estoques	\$12.000	Capital de terceiros	\$8.000
Fixos operacionais	\$20.000	Capital próprio (1)	\$35.000
TOTAL DO ATIVO	\$49.000	TOTAL DO PASSIVO	\$49.000

(1) \$50.000 menos os \$15.000 de ativos não operacionais

**BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE MARÇO DE 1998
(balanço da operação "pura")**

ATIVO		PASSIVO	
Ativo operacional líquido (1)	\$43.000	Capital de terceiros	\$8.000
		Capital próprio	\$35.000
TOTAL DO ATIVO	\$43.000	TOTAL DO PASSIVO	\$43.000

(1) O ativo operacional líquido (AOL) de \$43.000 é o produto da diferença entre o ativo operacional de \$49.000 menos o passivo operacional de \$6.000

O AOL de \$43.000 identifica a parcela do ativo operacional total que deverá ser remunerada.

O AOL de \$43.000 precisa "fazer lucro" para pagar o custo dos \$8.000 de capitais de terceiros e o custo dos \$35.000 de capital próprio.

Portanto, o balanço patrimonial do negócio ficará “explodido” em 4 partes:

1. Balanço da operação (apresentado acima);
2. Balanço do “excedente de caixa”;
3. Balanço das “participações acionários, e
4. Balanço do “ativo fixo não operacional”.

Eis os 4 Balanços Patrimoniais:

BALANÇO PATRIMONIAL DA OPERAÇÃO EM 31/3/2000

ATIVO		PASSIVO	
Ativo operacional líquido	\$43.000	Capital de terceiros	\$8.000
		Capital próprio	\$35.000
TOTAL DO ATIVO	\$43.000	TOTAL DO PASSIVO	\$43.000

BALANÇO PATRIMONIAL DO EXCEDENTE DE CAIXA EM 31/3/2000

ATIVO		PASSIVO	
Ativo operacional líquido	\$4.000	Capital próprio	\$4.000
TOTAL DO ATIVO	\$4.000	TOTAL DO PASSIVO	\$4.000

BALANÇO PATRIMONIAL DAS PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS EM 31/3/2000

ATIVO		PASSIVO	
Ativo operacional líquido	\$5.000	Capital próprio	\$5.000
TOTAL DO ATIVO	\$5.000	TOTAL DO PASSIVO	\$5.000

BALANÇO PATRIMONIAL DO ATIVO FIXO NÃO OPERACIONAL EM 31/3/2000

ATIVO		PASSIVO	
Ativo operacional líquido	\$6.000	Capital próprio	\$6.000
TOTAL DO ATIVO	\$6.000	TOTAL DO PASSIVO	\$6.000

Da soma dos 4 balanços apresentado anteriormente, chegamos ao balanço apresentado a seguir:

**BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE MARÇO DE 2000
(consolidação dos 4 balanços patrimoniais anteriores)**

ATIVO		PASSIVO	
Caixa operacional	\$2.000	Passivo operacional	\$6.000
Caixa excedente	\$4.000		
Clientes	\$15.000	Capital de terceiros	\$8.000
Estoques	\$12.000		
Participações acionárias	\$5.000	Capital próprio	\$50.000
Fixos operacionais	\$20.000		
Fixos não operacionais	\$6.000		
TOTAL DO ATIVO	\$64.000	TOTAL DO PASSIVO	\$64.000

Explodido o balanço, vamos apresentar a demonstração do resultado com valores hipotéticos, a qual está em consonância com o balanço patrimonial “explodido”:

- O custo do capital de terceiros é de 1,25% a.m. (já ajustado ao impacto tributário).
- O custo do capital próprio é de 1,50% a.m.
- Os juros nas aplicações financeiras é de 1,00% a.m. (já ajustado ao impacto tributário).
- A alíquota do imposto de renda é de 30%.
- Assuma que as despesas operacionais estão líquidas das receitas financeiras geradas apenas pelo caixa operacional.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO MÊS DE ABRIL DE 2000

Vendas Brutas	\$10.000
(-) Impostos	(\$1.500)
(=) Vendas Líquidas	\$8.500
(-) CMV	(\$5.100)
(=) Lucro Bruto	\$3.400
(-) Despesas Operacionais	(\$1.800)
(=) Lucro Operacional antes do IR	\$1.600
(-) IR sobre o Lucro Operacional	(\$480)
(=) Lucro Operacional após o IR	\$1.120
(-) CCT (1)	(\$100)
(=) Lucro Líquido	\$1.020
(-) CCP (2)	(\$525)
(=) EVA DA OPERAÇÃO	\$495
<hr/>	
(-) EVA DO EXCEDENTE DE CAIXA	(\$20)
Receita financeira líquida (3)	\$40
(-)CCP (4)	(\$60)
<hr/>	
(+) EVA DAS PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS	\$125
Resultado de equivalência patrimonial	\$200
(-)CCP (5)	(\$75)
<hr/>	
(-) EVA DO ATIVO FIXO NÃO OPERACIONAL	(\$90)
Receita da utilização do ativo (6)	\$0
(-) CCP (7)	(\$90)
<hr/>	
(=) EVA CONSOLIDADO	\$510

(1) São os juros sobre o capital de terceiros de \$8.000

(2) $\$35.000 \times 0,015$

(3) São as receitas financeiras sobre o excedente de caixa de \$4.000

(4) $\$4.000 \times 0,015$

(5) $\$5.000 \times 0,015$

(6) O ativo fixo não operacional não está contribuindo com qualquer receita para a companhia.

(7) $\$6.000 \times 0,015$

2. Cálculo do CCP pelo patrimônio líquido a valores de mercado

Vamos imaginar que no dia 31/12/99 uma pessoa tenha comprado um terreno na periferia de uma grande cidade tendo pago por ele \$20.000 com recursos próprios. Avaliações de especialistas apontam que os \$20.000 pagos pelo terreno correspondiam ao valor justo de mercado na época da transação, sendo este o valor registrado na contabilidade pessoal do investidor.

No ano de 2000, diversas sinalizações apontam para a valorização do terreno: construção de um shopping center, um centro universitário e um terminal de ônibus. A cidade estava se desenvolvendo para o lado onde o terreno estava localizado.

Em 31/12/2000 o investidor consultou diversas imobiliárias da região que na média valorizaram o terreno em \$40.000, portando mostrando um retorno obtido em um ano muitas vezes superior à melhor aplicação de renda fixa no período.

O investidor optou por não vender o terreno (se tivesse vendido, o ganho seria de 100% sobre o capital investido de \$20.000).

Em 31/12/2001, uma nova visita a diversas imobiliárias mostrou uma estimativa de preço de venda do terreno de \$50.000. Em relação a 31/12/2000, houve um retorno de 25%.

O valor contábil do terreno na contabilidade pessoal do investidor continua sendo \$20.000, mas a avaliação de desempenho promovida pelo investidor se dá com base no valor de mercado do terreno, e não pelo valor contábil.

Quando ele calculou que o terreno se valorizou \$10.000 no ano 2001, o retorno de 25% foi calculado com base no valor de mercado do terreno um ano antes, que era de \$40.000, e não no valor contábil que era de \$20.000.

Ao associar a valorização de \$10.000 com o valor de mercado de \$40.000, estamos reconhecendo que o investidor, embora tenha pago \$20.000 pelo terreno, em 31/12/2000 poderia tê-lo vendido por \$40.000. Ao decidir não vendê-lo por \$40.000, este mesmo valor passou a ser o novo PL que deverá ser remunerado a partir do ano 2001.

Este exemplo poderia ser desenvolvido substituindo o ativo terreno por uma jóia, uma obra de arte ou um lote de ações, o que em nada mudaria os nossos comentários.

Quando se avalia o retorno sobre o PL de uma empresa é a mesma coisa. Nossa análise será mais bem conduzida se preferirmos associar o lucro líquido ao PL pelo valor de mercado.

RPL em uma empresa de capital aberto

Empresa de capital aberto é aquela que tem ações negociadas em Bolsa de Valores.

Toda empresa tem um valor patrimonial por ação. É representada pela relação entre o patrimônio líquido contábil e a quantidade de ações que compõem o capital social.

Exemplo:

$$\text{Valor patrimonial por ação} = \frac{\$5.000}{100 \text{ ações}} = \$50/\text{ação}$$

Em função das expectativas de lucros/dividendos, a ação poderá estar cotada em Bolsa a um valor superior ou inferior ao valor patrimonial.

Vamos assumir que uma ação cujo valor patrimonial seja de \$50, esteja cotada em Bolsa a \$80. Você compra a ação e paga por ela \$80.

Depois de 1 ano, esta ação está cotada em Bolsa a \$88, tendo seu valor patrimonial subido de \$50 para \$60. O investidor também não recebeu qualquer dividendo no período de 1 ano em que ficou com esta ação.

Quando o investidor for calcular o retorno do seu investimento, levará em consideração o preço pelo qual ele poderá vender sua ação (\$88) em relação ao preço que ele pagou por ela 1 ano antes (\$80). O retorno determinado será de 10%. Nenhuma importância tem a variação do valor patrimonial de \$50 para \$60.

RPL em uma empresa de capital fechado

A extraordinária maioria das empresas, notadamente no Brasil, são de capital fechado, ou seja, não tem ações negociadas em Bolsa de Valores. Então como avaliar o RPL destas empresas?

Resposta: precisamos encontrar o valor de mercado do patrimônio líquido.

Exemplo:

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/99

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$5.000	Circulante (contábil)	\$3.000
Permanente (contábil)	\$5.000	PL (contábil)	\$7.000
TOTAL	\$10.000	TOTAL	\$10.000

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO EM JANEIRO DE 2000

Receitas	\$6.000
(-) Gastos	(\$5.000)
(=) Lucro líquido	\$1.000

O RPL é de:

$$\text{RPL em janeiro de 2000} = \frac{\$1.000}{\$7.000} = 14,29\%$$

Vamos assumir que o patrimônio líquido pelo valor de mercado seja de \$9.000, portanto um ágio de \$2.000 em relação ao PL contábil de \$7.000. Como ficaria o RPL?

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/99 (ajustado)

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$5.000	Circulante (contábil)	\$3.000
Permanente (ajustado)	\$7.000	PL (ajustado)	\$9.000
TOTAL	\$12.000	TOTAL	\$12.000

O RPL é de:

$$\text{RPL em janeiro de 99} = \frac{\$1.000}{\$9.000} = 11,11\%$$

Como calcular o PL pelo valor de mercado

A pergunta que fica é a seguinte: como determinar o PL pelo valor de mercado? No exemplo anterior, o PL de mercado é de \$9.000, representando um ágio de \$2.000 em relação ao PL contábil de \$7.000.

Há vários métodos para avaliar o PL de uma empresa pelo seu valor de mercado. A idéia deste texto não é apresentar e discutir os diversos métodos existentes, e sim sensibilizar o leitor para a importância de levar em consideração o PL pelo valor de mercado para determinar o RPL.

Vamos selecionar o método do Valor Presente do Fluxo de Dividendos para determinar o valor de mercado do PL.

A fórmula de cálculo é a seguinte:

$$\text{Valor Presente do Fluxo de Dividendos} = \frac{\text{Dividendos 1}}{\text{CCP} - \text{G}}$$

1. Dividendos 1: é o dividendo a ser recebido ao final do período 1
2. CCP: é o retorno mínimo esperado pelos investidores
3. G: é a taxa de crescimento dos dividendos em regime de perpetuidade

Exemplo

Calcule o RPL para o ano de 2000.

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/99

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$4.000	Circulante (contábil)	\$2.000
Permanente (contábil)	\$6.000	PL (contábil)	\$8.000
TOTAL	\$10.000	TOTAL	\$10.000

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO PARA 2000

Receitas	\$7.000
(-) Gastos	(\$5.400)
(=) Lucro líquido	\$1.600

Outras informações:

- ◆ Dividendos 1: 25% do lucro líquido (\$400 = 25% de \$1.600)
- ◆ CCP: 20% (é o retorno mínimo esperado pelos investidores ao ano)
- ◆ Taxa de reaplicação dos 75% de dividendos retidos: 21% ao ano
- ◆ G: $0,75 \times 0,21 = 15,75\%$ (é a taxa de crescimento dos dividendos ao ano em caráter de perpetuidade)

$$\text{Valor Presente do Fluxo de Dividendos} = \frac{\text{Dividendos 1}}{\text{CCP} - G} = \frac{\$400}{(0,20 - 0,1575)} = \$9.412$$

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/99 (ajustado)

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$4.000	Circulante (contábil)	\$2.000
Permanente (contábil)	\$7.412	PL (contábil)	\$9.412
TOTAL	\$11.412	TOTAL	\$11.412

O RPL com base no PL pelo valor contábil é de:

$$\text{RPL no ano de 2000} = \frac{\$1.600}{\$8.000} = 20,0\%$$

O RPL com base no PL pelo valor de mercado é de:

$$\text{RPL no ano de 2000} = \frac{\$1.600}{\$9.412} = 17,0\%$$

3 - Política de remuneração variável

Não basta ter uma equipe que saiba **calcular** o EVA. O importante é ser uma “**Empresa EVA**”.

Na **Empresa EVA** toda equipe de administradores age e pensa como se fosse acionista.

Porém, como fazer com que administradores ajam como acionistas se no final do mês são remunerados como o profissional comum?

Resposta: a **Empresa EVA** sempre implanta a metodologia EVA acoplada a um programa de remuneração variável. Geralmente ao final de um ano o executivo poderá fazer jus a um bônus calculado em cima do EVA registrado.

Querer ser uma empresa EVA sem um programa de remuneração variável é uma missão impossível.

Outro cuidado:

Quando pensamos em termos de remuneração variável utilizando o EVA, devemos pensar em uma política de longo prazo, e não de curto prazo.

Uma política de remuneração variável de curto prazo pode fazer com que os administradores tomem decisões pensando apenas em elevar o lucro no curto prazo.

Pensemos em um exemplo extremo: Em função da política de remuneração variável ser de curto prazo, os administradores podem dar mais crédito aos clientes, aumentando com isto rapidamente as vendas e portanto aumentando o lucro e consequentemente o EVA da empresa.

Se pensarmos em longo prazo, esta decisão pode influir negativamente no caixa da empresa levando-a a comprometer sua estrutura de capital e com isso prejudicando seu lucro. Além disso o lucro poderá ser diminuído pela inadimplência de clientes ruins.

Se a política de remuneração variável for de longo prazo, o bônus gerado neste ano seria descontado no ano seguinte, quando os resultados fossem ruins.

Apesar do exemplo extremo, sempre que assumirmos uma política de remuneração pensando em curto prazo, iremos sempre nos deparar com planejamentos pensando apenas em curto prazo, e com isso podendo prejudicar a empresa no médio / longo prazo.