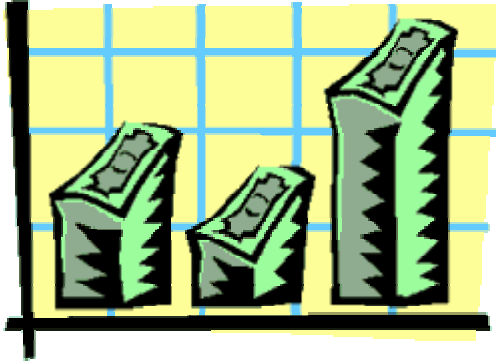


O QUE É GVA - GERENCIAMENTO DE VALOR PARA O ACIONISTA - PARTE I



- Por que criar valor para o acionista?
- O que é o modelo GVA?
- O que é TSR - Total Shareholder Return?
- O cálculo do TSR.

Autores: 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.

Paulo Dragaud Zeppelini(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas com MBA em finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC.
- Executivo financeiro com carreira desenvolvida em instituições financeiras do segmento de mercado de capitais. Atualmente é consultor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos.

Cristiane Ribeiro Perini(f_c_a@uol.com.br)

- Estudante de Administração de Empresas da FGV – Fundação Getúlio Vargas.

ÍNDICE

	PÁG
◆ POR QUE CRIAR VALOR PARA O ACIONISTA	03
◆ O MODELO GVA	04
◆ O TSR - TOTAL SHAREHOLDER RETURN	07
◆ AS ALAVANCAS DO TSR	09

POR QUE CRIAR VALOR PARA O ACIONISTA?

A criação de valor para o acionista vem tornando-se uma preocupação cada vez mais freqüente dentro das empresas. Essa preocupação deve-se ao fato de que, desde que os acionistas institucionais ganharam espaço, diversas campanhas em busca do retorno máximo passaram a ocorrer. Essas campanhas acabaram até mesmo forçando a demissão de executivos dos Conselhos Administrativos das empresas que não estavam criando valor nos níveis desejados.

A partir de então, a geração de valor para o acionista passou a constituir um fator muito mais importante nas operações das empresas. Oferecer bons produtos e serviços deixou de ser suficiente. Os administradores perceberam que investidores insatisfeitos simplesmente deixam de investir se o retorno obtido for menor que o almejado.

Outro ponto observado foi o fato de que, embora utilizemos o termo criação de valor para o acionista, este objetivo engloba criação de valor para todos os outros níveis: para os clientes, empregados, credores e mesmo fornecedores.

Para se atingir tais objetivos seria necessário, portanto, que se criassem sistemas de gestão pró-ativos que pudessem adaptar os processos de informações gerenciais de modo a criar valor em todos os níveis organizacionais.

Em relação a esse sistema, a teoria financeira tradicional oferece pouca ajuda pois, embora proporcione uma estrutura conceitual sobre geração de valor, ela deixa de abordar muitas questões práticas. Converter a teoria em ferramentas de decisão e em processos internos que guiem o comportamento é um grande desafio.

O MODELO GVA

Nesse contexto, foi criado, pelo The Boston Consulting Group e pela Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, o GVA – Gerenciamento de Valor para o Acionista.

O GVA constitui-se num sistema de gestão empresarial no qual aspirações, técnicas de análise e processo de gestão devem estar sempre alinhados de modo a maximizar o valor da empresa.

Isso quer dizer que as decisões, em todos os níveis organizacionais, devem ser tomadas com foco na geração de valor.

A gestão voltada para a criação de valor irá não só aumentar a satisfação dos acionistas como também a dos clientes, através da redução de custos. Isso leva a empresa a um incremento significativo que, além de criar valor, fortalece sua vantagem competitiva.

Entretanto, como saber se está havendo ou não criação de valor? Para tal fim, a empresa deve estar dotada de métricas focadas na maximização do valor para o acionista. Essas métricas não passam de “ fórmulas matemáticas “ que irão responder às seguintes questões:

- **O retorno obtido é maior que o custo de capital?**
- **O retorno está melhorando?**
- **Há oportunidades de crescimento através de investimentos?**
- **O potencial de crescimento está refletido no preço da ação?**

Todavia, muitas dúvidas podem surgir no momento de inserção dessas métricas nas operações das empresas. Uma delas, e uma das mais frequentes, é referente a qual métrica ou conjunto de métricas seria o mais recomendado, uma vez que existe uma gama de opções (discutiremos adiante cada uma delas detalhadamente).

UP-TO-DATE® - N° 136 - O QUE É GVA - GERENCIAMENTO DE VALOR PARA O 4
ACIONISTA - PARTE I

Na realidade, não existe uma única métrica considerada a melhor. Elas são simplesmente diferentes e adequadas para momentos e empresas diferentes. Por exemplo, empresas com estruturas financeiras mais simples, devem utilizar métricas mais simples para que, mais adiante, possam substituí-las por outras mais complexas.

O que podemos definir como adequados ou não são os dados utilizados para os cálculos desses índices. Muitas empresas, ainda hoje, costumam basear-se em dados contábeis para realizar sua avaliação de desempenho. Entretanto, dados contábeis apresentam muitas distorções, que podem ser reduzidas se utilizarmos medidas baseadas em fluxo de caixa ao invés das tradicionais que são baseadas nos lucros.

Portanto, podemos dizer que as medidas baseadas em fluxos de caixa são melhores para avaliar o desempenho da empresa e a viabilidade de novos projetos uma vez que eliminam algumas das distorções causadas pelas métricas baseadas em dados contábeis.

Por outro lado sua utilização ainda parece um pouco complicada para muitas empresas que preferem utilizar o fluxo de caixa apenas para a avaliação de novos projetos e manter as medidas baseadas em dados contábeis para a avaliação de desempenho.

De qualquer maneira, apresentaremos as principais delas (contábeis e não contábeis), apontaremos suas semelhanças e diferenças bem como seus pontos fortes e fracos.

Desse modo, o que o GVA propõe é que, para a implementação das medidas de desempenho, seja seguido um processo de 4 fases:

- ✓ **1º passo:** Identificar as métricas já existentes e verificar até que ponto elas estão atendendo às necessidades da empresa;
- ✓ **2º passo:** Definir quais são as métricas mais adequadas a serem implantadas tanto para as unidades de negócios como para a empresa como um todo. Essas métricas internas devem refletir a criação externa de valor (para os acionistas).
- ✓ **3º passo:** Definir um plano de implementação do novo sistema de medidas, que depende da cultura da companhia, dos imperativos de valor e da infra-estrutura financeira existente;
- ✓ **4º passo:** Usar essas medidas com eficiência na tomada de decisões que influenciam a criação de valor.

Somente após todo esse processo ser introduzido, podemos, finalmente, dizer que foi tomada uma decisão focada na criação de valor.

Portanto, o que o GVA propõe não é que sejam descartadas todas as métricas já existentes, mas que elas sejam cautelosamente selecionadas e associadas a outras métricas que reflitam outros pontos importantes da criação de valor.

Contudo, a implementação de um sistema de gestão baseado no valor não é algo simples. É necessário que o pensamento estratégico esteja integrado à visão de criação de valor. Além disso, a adesão e compreensão por parte dos gestores é outro ponto crucial.

“Adotar um sistema de medição de valor é muito semelhante à implantação de qualquer mudança: o gestor deve “vestir a camisa” do sistema de medidas e sentir-se como proprietário. Só assim a mudança será bem-sucedida.”

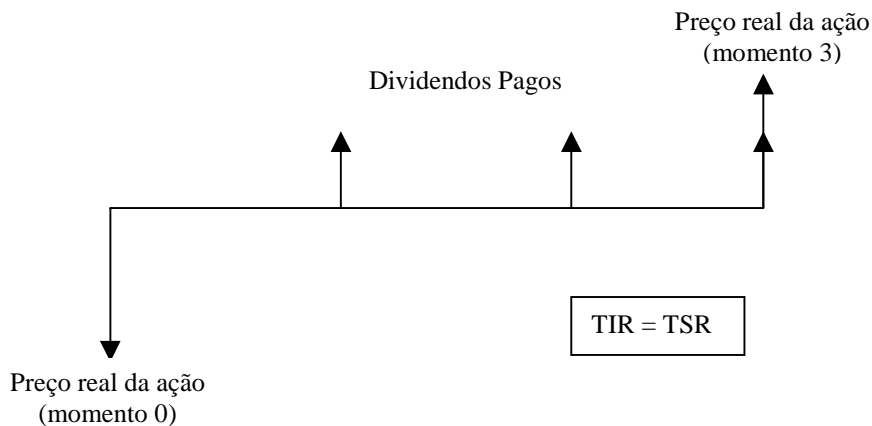
O TSR - TOTAL SHAREHOLDER RETURN

O TSR, ou Total Shareholder Return, é considerado o melhor “termômetro” do acionista. Através do TSR, o acionista poderá verificar se a empresa está criando valor ou não nos níveis desejados por ele. Afinal, o acionista não está a par do que ocorre em todos os níveis operacionais e precisa de uma métrica externa à empresa que lhe indique isso. O TSR reflete todas as atividades ou decisões tomadas pelos gestores da empresa através de um único número.

Por tratar-se de uma métrica externa à empresa, o TSR não pode ser controlado por ela. Ele simplesmente representa o retorno do acionista, medido através do seu ganho de capital somado aos seus dividendos, comparados com seu valor inicial.

O Cálculo da TSR

Para calculá-lo, basta encontrarmos qual seria a taxa interna de retorno (TIR ou IRR) do fluxo de caixa do acionista. Esse fluxo deve apresentar as seguintes características:



Assim sendo, o acionista poderá comparar o TSR ao retorno do mercado (se for comparado a um índice de ações, por exemplo) ou ao retorno das empresas concorrentes e verificar se está sendo recompensado de forma satisfatória ou não.

Portanto, o objetivo da gestão baseada no valor é aumentar o TSR (ou o retorno real do acionista) através de decisões baseadas na criação de valor.

Nesse momento, pode surgir a seguinte dúvida: como os gestores poderão aumentar o TSR uma vez que não possuem controle direto sobre ele? Simples. Através da utilização de métricas internas adequadas e que reflitam o valor do TSR.

Uma vez que as métricas internas refletirão o TSR, quanto mais correlacionadas estiverem a ele, mais precisas serão. E quanto maiores forem seus retornos (em conjunto), maior será o retorno para o acionista.

Todavia, as medidas altamente precisas podem parecer, à princípio, mais complexas que as tradicionais como lucros ou ROE. Em virtude disso, é recomendado que as empresas que não possuem elevada sofisticação financeira, iniciem esse processo através da implementação de métricas mais simples que as ajudarão a evoluir para métricas mais abrangentes futuramente.

Por que o TSR é considerado como a métrica que melhor resume a criação de valor?

Existem muitas justificativas para isso. Uma delas é o fato de que o TSR é uma métrica amplamente aceita pelos investidores para avaliar seus investimentos. Outro fator importante, é que ela não é distorcida pelo tamanho da empresa, podendo assim, ser comparada com outras de diferentes portes. Por último, é uma medida muito abrangente por levar em consideração fatores essenciais para o investidor, como os dividendos, por exemplo.

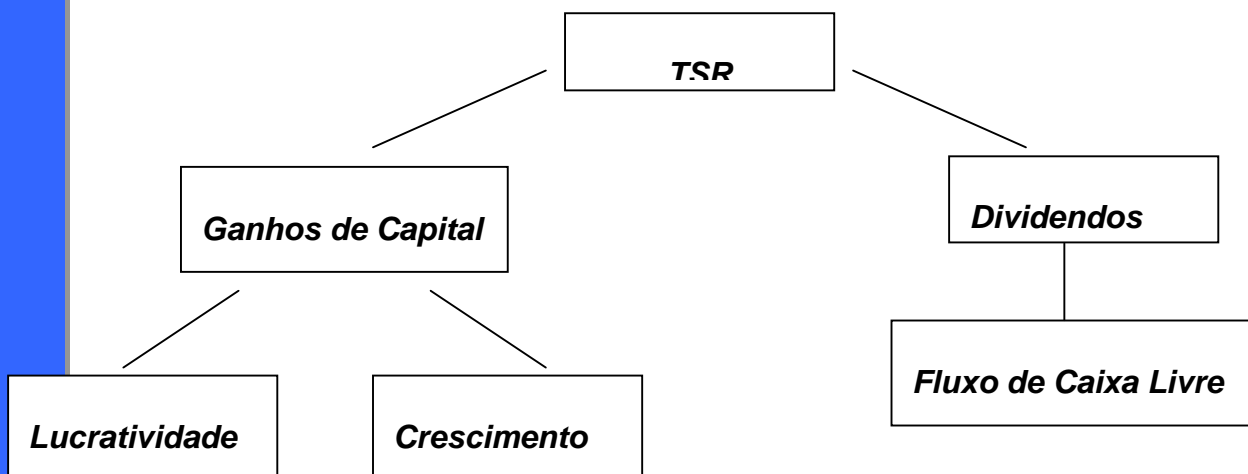
Para a empresa, portanto, o melhor é que ela esteja sempre buscando obter um TSR superior ao mercado e ao dos seus concorrentes.

AS ALAVANCAS DO TSR

Já foi mencionado que o TSR reflete o ganho de capital e os dividendos recebidos pelo acionista. Com base nisso, deveremos, então, definir as alavancas financeiras que irão refletir, internamente, esses dois fatores.

O ganho de capital pode ser mensurado através da lucratividade e do crescimento da empresa. Já os dividendos serão refletidos pelo fluxo de caixa liberado pela empresa.

Temos então que:



Assim sendo, podemos então dizer que para sabermos se a empresa está criando ou não valor, devemos estar constantemente monitorando essas três alavancas: lucratividade, crescimento e fluxo de caixa livre. Quanto maior for o valor de cada uma dessas alavancas, maior será o TSR e, portanto, maior será o valor gerado para o acionista.

Tudo isso seria muito simples não fosse o fato de que, muitas vezes, essas alavancas são contraditórias. Como exemplo, podemos citar o fato de que, muitas vezes, para aumentar o crescimento do negócio é necessário que haja a redução de sua lucratividade.

O próximo passo, portanto, é sabermos como medir cada uma dessas alavancas citadas. Para isso, apresentaremos, na continuação deste **Up-To-Date®**, as principais métricas utilizadas pelas empresas.