

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



- 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 AÇIONISTA	03
◆ MÉTRICAS PARA MEDIR A CRIAÇÃO DE VALOR	04
◆ CONSIDERAÇÕES FINAIS	16

POR QUE CRIAR VALOR PARA O ACIONISTA?

No **Up-To-Date® 136** mostramos que 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.

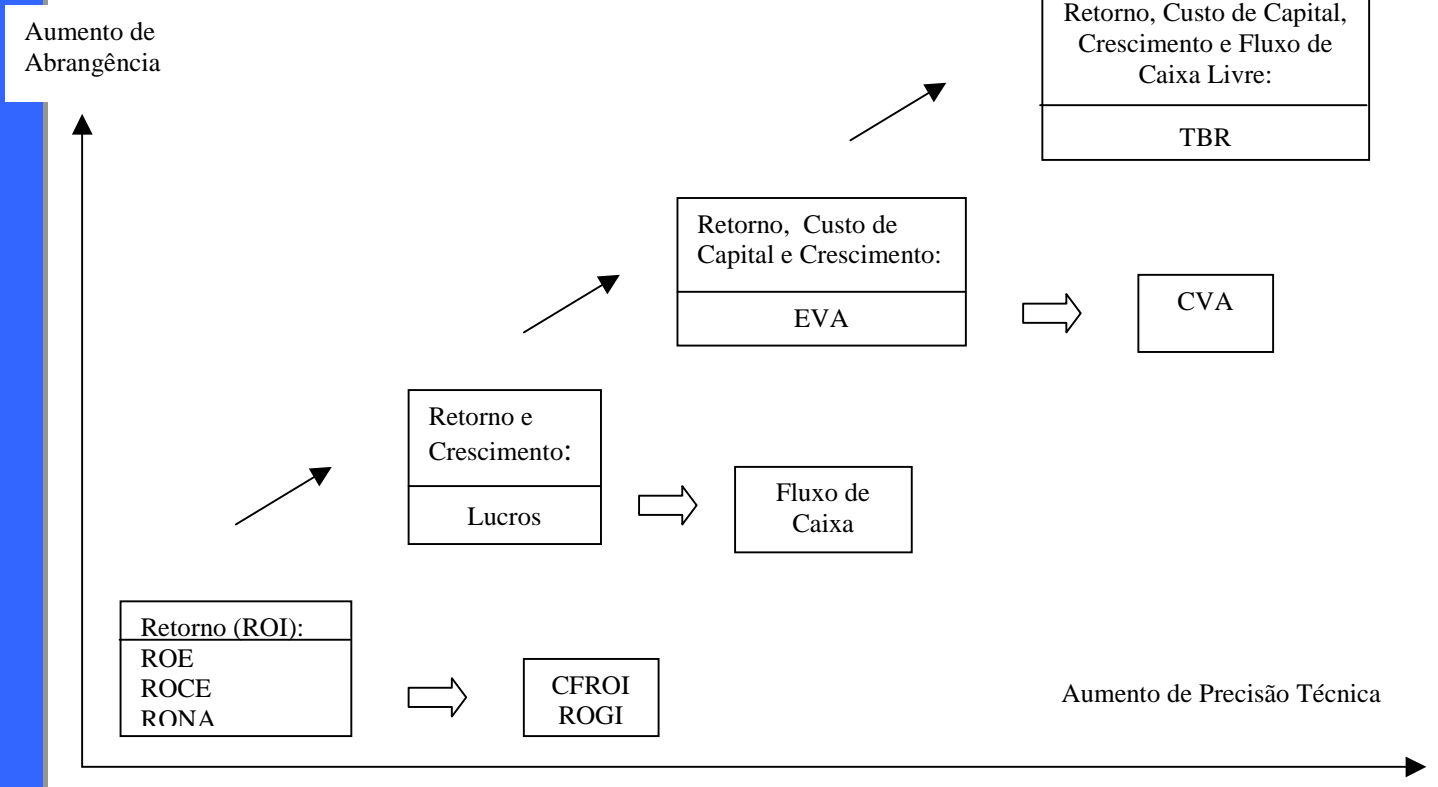
Para se atingir tais objetivos seria necessário, portanto, que se criassem sistemas de gestão pró-ativos que pudessem adaptar os processos de informações gerenciais de modo a criar valor em todos os níveis organizacionais.

Neste **Up-To-Date®** vamos continuar discutindo este assunto mostrando algumas métricas frequentemente utilizadas para medir a criação de valor.

MÉTRICAS PARA MEDIR A CRIAÇÃO DE VALOR

Existem inúmeras métricas utilizadas para medir a criação de valor. A diferença consiste, basicamente, na abrangência de informações que essas métricas utilizam e em sua precisão técnica, fatores que fazem com que sejam mais ou menos correlacionadas com o TSR. Quanto mais abrangentes, maior será essa correlação. Entretanto, é importante lembrarmos que não estamos descartando as métricas menos abrangentes. O importante é que cada empresa utilize métricas adequadas a ela. Por exemplo, empresas menos sofisticadas financeiramente devem iniciar o processo de mensuração de valor com métricas menos abrangentes, e utilizá-las como alavanca para a introdução de medidas mais completas.

Antes de falarmos de cada uma delas detalhadamente, mostraremos um quadro que as seleciona por ordem de abrangência e precisão (o que indica maior ou menor correlação com a TSR):



Como podemos verificar, conforme caminhamos para a direita, aumenta-se a precisão técnica das métricas avaliadas e, conforme caminhamos para cima, aumenta sua abrangência.

Se observarmos o primeiro quadro, por exemplo, estaremos analisando as métricas de retorno dos investimentos da empresa. Pelo fato de estarem localizadas no quadrante inferior esquerdo, tratam-se de métricas com pouca abrangência (não abrangem nenhuma alavanca além do retorno). Partindo deste princípio, podemos dizer, que o CFROI (Cash Flow Return on Investments) é a métrica mais abrangente para mensuração de retorno. Entretanto, tanto ela quanto ROE (Return on Equity), ROIC (Return on Invested Capital) e ROA (Return on Assets) ignoram as outras alavancas como o crescimento, o custo de capital e os fluxos de caixa livres.

Caminhando um pouco para cima em nosso gráfico, encontraremos as métricas que também consideram o crescimento. Dentre elas, estão os lucros e o fluxo de caixa. Quanto a elas, podemos dizer que o fluxo de caixa, por si só, já é uma medida melhor que os lucros, comumente utilizados nas empresas.

Caminhando mais adiante, encontraremos as métricas que abrangem não só o retorno e o crescimento, mas também o custo do capital utilizado (tanto capital próprio como de terceiros). Dentre as mais comuns estão o EVA (Economic Value Added) e o CVA (Cash Value Added). Podemos dizer que o CVA é mais preciso que o EVA, embora sejam dotados da mesma abrangência (basta verificarmos que encontram-se na mesma linha horizontal). Entretanto, elas ainda deixam de abranger um ponto importante, que é o fluxo de caixa liberado no negócio (aquele que poderá ser reaplicado na empresa).

Essa deficiência poderá ser eliminada caminhando-se um pouco mais à direita e para cima no gráfico, onde encontramos o TBR (Total Business Return). O TBR é a melhor aproximação interna do TSR. Entretanto, não podemos dizer que o TBR é a única e mais completa métrica que uma empresa deva usar para administrar a geração de valor. Afinal, essa decisão depende muito do tipo de empresa avaliada e de sua sofisticação financeira. É importante, portanto, que seja feita uma avaliação coerente e cautelosa dos prós e contras de cada métrica em relação a cada empresa isoladamente.

A seguir, detalharemos o cálculo e mostraremos mais alguns aspectos de cada uma das métricas apresentadas no gráfico acima.

UP-TO-DATE® - Nº 136 - O QUE É GVA - GERENCIAMENTO DE VALOR 6
PARA O ACIONISTA - PARTE II

1. Métricas de retorno:

O ROI (Return on Investment), representa o retorno obtido sobre o investimento realizado. Existem muitas maneiras de realizar este cálculo. Cada uma das métricas utilizadas para medir o ROI utiliza premissas diferentes para chegar-se à mesma alavanca. Iremos apresentar algumas delas ao leitor, porém já os alertando que as métricas baseadas em fluxo de caixa (não em dados contábeis) são as mais precisas e que melhor refletem a realidade, como já havíamos mencionado no início deste texto.

O ROI não deixa de ser importante. Entretanto, **sua evolução é muito mais importante que seu valor absoluto**. Um ROI crescente é mais importante que um valor absoluto alto pois esses valores podem não ser elevados o suficiente a ponto de exceder os valores exigidos pelos investidores.

Dada a pequena abrangência do ROI, ele não apresenta grande correlação com a TSR (pois constitui apenas uma de suas alavancas). Em virtude disso, não podemos dizer que seu valor deve, necessariamente, ser maximizado para que o valor para o acionista (TSR) também o seja. Tudo depende das outras alavancas. Afinal, de nada adianta um ROI muito alto às custas de uma redução muito grande no crescimento da empresa, por exemplo.

Iremos, a seguir, apresentar as métricas mais utilizadas pelas empresas para medir Retorno sobre o Investimento (ROI), já antecipando que, apesar de muito utilizadas, muitas delas apresentam distorções.

a) ROE – Return on Equity

O ROE, ou seja, o retorno sobre o patrimônio líquido, é medido através da seguinte equação:

$$\text{ROE} = \text{LL} / \text{PL} + \text{LL} / \text{vendas} + \text{vendas} / \text{ativos} + \text{ativos} / \text{PL}$$

Onde: LL = lucro líquido;

PL = patrimônio líquido.

É uma métrica muito utilizada. Entretanto, apresenta a seguinte falha: mistura performance operacional com estrutura de capital, proporcionando um resultado não muito preciso.

b) ROA – Return on Assets

O ROA representa o retorno sobre os ativos da empresa. É definido pela seguinte equação:

$$\text{ROA} = \text{LL} / \text{ativos totais}$$

Assim como o ROE, o ROA também apresenta inconsistência entre numerador e denominador.

c) ROIC – Return on Invested Capital

O ROIC focaliza a verdadeira performance operacional do negócio pois não a mistura com estrutura de capital, como apresentamos no cálculo do ROE. Podemos considerar, portanto, que é uma métrica melhor que aquela apresentada acima.

$$\text{ROIC} = \text{LL (operacional)} / \text{capital investido}$$

Se desmembrarmos seus componentes, chegaremos à seguinte equação:

$$\text{ROIC} = ((\text{LO} / \text{vendas}) \times (\text{vendas} / \text{capital investido})) (1 - \text{IR})$$

A partir desta fórmula, podemos verificar se uma alteração no ROIC é ocasionada por uma alteração na margem (LO / vendas) ou no giro (vendas / capital investido) da empresa. Esses dados devem, então, ser monitorados de modo a contribuir para um aumento do ROIC que, somado a outros fatores, poderá contribuir para a criação de valor para o acionista.

UP-TO-DATE® - Nº 136 - O QUE É GVA - GERENCIAMENTO DE VALOR 8
PARA O ACIONISTA - PARTE II

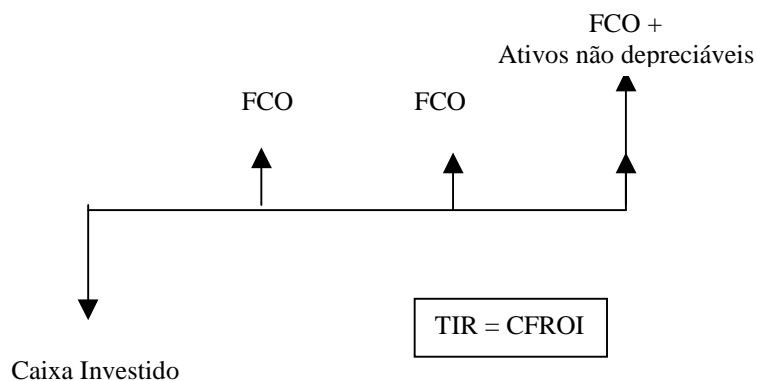
d) ROGI – Return on Gross Investments

ROGI = fluxo de caixa / caixa investido antes da depreciação acumulada

e) CFROI = Cash Flow Return on Investment

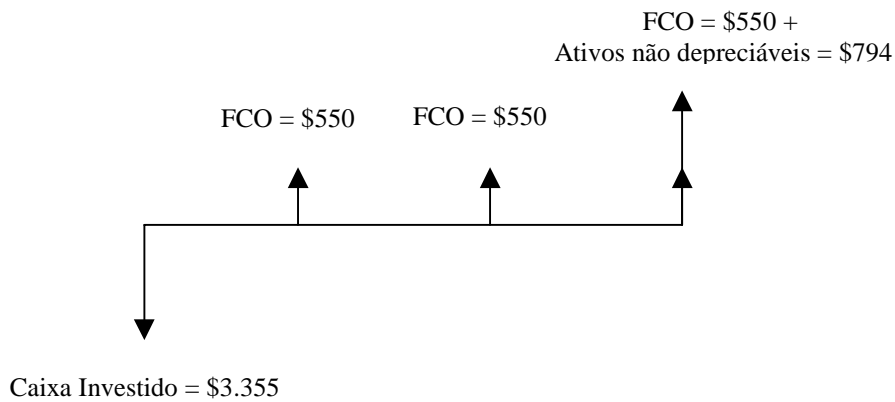
Se observarmos no gráfico apresentado no início deste texto, veremos que o CFROI e o ROGI são as mais exatas métricas do verdadeiro ROI de um negócio.

O CFROI reflete o fluxo de caixa gerado pela empresa no ano como uma porcentagem do caixa investido nos ativos utilizados na empresa. Podemos, então, dizer, que o CFROI representa, em sua essência, a TIR média obtida neste ano nos investimentos existentes. Para facilitar os cálculos, vamos visualizar o que acabamos de mencionar:



Para chegarmos ao valor do CFROI, basta calcularmos a taxa interna de retorno (TIR) na figura acima demonstrada, considerando como valor inicial, o caixa investido e como valor final o último fluxo de caixa somado aos ativos não depreciáveis.

Consideremos o seguinte exemplo:



Se realizarmos os cálculos, chegaremos a uma TIR de 12,52% para esse projeto. Esse é o valor do CFROI da empresa.

Como já havíamos mencionado ao introduzir o conceito de retorno sobre o investimento, o importante não é o valor absoluto dessas métricas e sim se elas estão crescendo ou diminuindo ao longo do tempo. Devemos, portanto, compará-las com os dados históricos. Assim poderemos observar se esse valor encontrado de 12,52% para o CFROI é um número positivo ou negativo para a empresa. Se ele for menor do que os anteriores, a empresa estará destruindo valor. Caso contrário, estará criando valor para o acionista.

f) CFROGI

O CFROGI constitui-se, simplesmente, numa outra maneira de apresentar o CFROI. A única diferença entre eles é que o CFROI já leva em conta a depreciação econômica (o valor do dinheiro no tempo), enquanto o CFROGI não.

CFROGI = fluxo de caixa / base de ativos

Nesse cálculo, a base de ativos é dada por:

base de ativos = (ativo circulante operacional – passivo circulante espontâneo) + ativo permanente bruto

2. Lucros e Lucros por Ação (LPA)

Essas medidas indicam a segunda alavanca da TSR – o crescimento da empresa. São medidas um pouco mais abrangentes que o ROI, pois levam também em consideração o crescimento de capital.

Apesar de não haver dúvidas quanto à importância dessas medidas para a geração de valor, elas devem ser utilizadas em conjunto com outras métricas mais abrangentes uma vez que, isoladamente, não são capazes de refletir com precisão o valor gerado (apresentam baixa correlação com a TSR).

Algumas dessas distorções podem ser eliminadas utilizando-se simplesmente o crescimento do fluxo de caixa ao invés dos lucros. Ainda assim, ela não deixa de ser uma medida inadequada pois ainda não abrange o custo de capital e o fluxo de caixa líquido, fatores que serão incorporados caminhando-se um pouco mais à direita e para cima no gráfico de abrangência e precisão que havíamos mostrado.

3. Valor Econômico Adicionado

Caminhando um pouco mais adiante, encontramos o valor econômico adicionado como uma forma um pouco mais abrangente de avaliar a geração de valor para o acionista. Essa maior abrangência deve-se ao fato de que essa métrica leva em consideração o custo de capital da empresa.

UP-TO-DATE® - Nº 136 - O QUE É GVA - GERENCIAMENTO DE VALOR¹¹
PARA O ACIONISTA - PARTE II

Todavia, existe ainda uma alavanca do TSR que não é refletida pelas métricas de valor econômico adicionado: o fluxo de caixa livre. Em virtude disso, podemos dizer que sua correlação com a TSR ainda é baixa. As principais métricas de valor econômico adicionado são as seguintes:

a) EVA (Economic Value Added)

Existem duas maneiras de calcular-se o EVA, chegando-se a um mesmo valor.

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{CMPC}) \times \text{Capital Investido}$$

$$\text{EVA} = \text{LL (Operacional)} - \text{CMPC}$$

Onde CMPC = custo médio ponderado de capital, dado pelo custo de capital próprio somado ao custo de capital de terceiros, ambos os valores ponderados por seus pesos no total dos ativos da empresa.

O EVA, apesar de mais abrangente que as outras métricas até agora apresentadas, sofre das mesmas distorções de medidas como o ROIC, RONA ROE e lucro, por basear-se em valores contábeis (fato já discutido anteriormente) como o lucro líquido operacional e capital a valor contábil já depreciado. A única diferença entre elas (e o que conta como um ponto positivo para o EVA) é o fato dessa métrica levar em consideração também o custo do capital investido no negócio.

b) CVA (Cash Value Added)

Apesar de muito semelhante ao EVA, o CVA remove as distorções da contabilidade pois utiliza o fluxo de caixa ao invés dos lucros e o caixa investido ao invés do capital a valor contábil. Como consequência, ele apresenta uma melhoria de precisão.

Pode-se dizer, portanto, que o CVA é uma métrica mais precisa que o EVA quando queremos medir o valor econômico adicionado.

O cálculo do CVA é dado por:

$$\text{CVA} = \text{fluxo de caixa operacional} - ((\text{CMPC} + d) \times \text{base de ativos})$$

Onde:

d = depreciação econômica

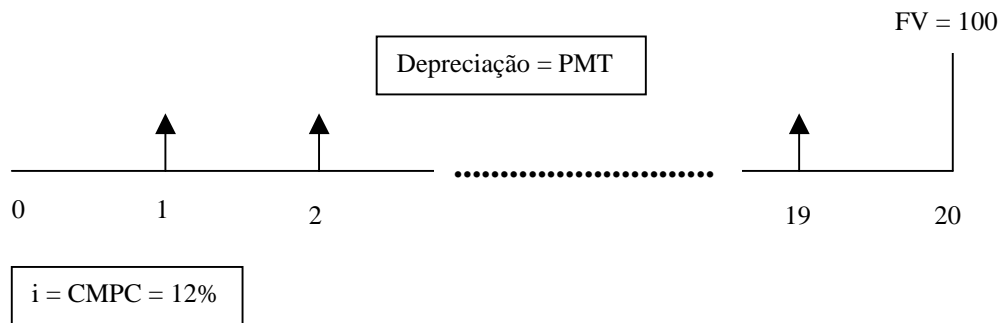
base de ativos = (ativo circulante operacional – passivo circulante espontâneo) + ativo permanente bruto

A depreciação econômica:

A depreciação econômica nada mais é do que o valor que deveria ser reservado anualmente de modo a recuperar, no futuro, investimento feito, no momento zero, em determinado ativo.

Para calcular seu valor devemos utilizar a função pagamento (PMT) das calculadoras financeiras. Nesse cálculo, devemos inserir como número de períodos (n) um valor igual ao tempo de vida útil estimado para esses ativos. Como taxa de juros (i) devemos utilizar uma taxa equivalente à taxa de custo de capital (CMPC). Para facilitar os cálculos, utiliza-se um valor futuro igual a 100 de modo que o valor encontrado para PMT represente uma porcentagem do valor futuro desse ativos.

Iremos apresentar, de maneira breve, um exemplo do cálculo da depreciação econômica. Para isso, vamos visualizar o que seria a depreciação econômica:



Se efetuarmos os cálculos, encontraremos um valor igual a 1,388 para o PMT. Isso significa que a depreciação econômica representa 1,388% do valor que se deseja resgatar ao final do período, ou seja, o valor dos ativos brutos.

4. TBR (Total Business Return)

Finalmente, o TBR é a medida que apresenta maior correlação com o desempenho real da empresa e, como consequência, com a TSR. É também das mais abrangentes por considerar a alavanca da TSR que faltava nas outras métricas: o fluxo de caixa livre. O fluxo de caixa livre pode ser utilizado para pagamento de dividendos, recompra de ações ou ainda redução de dívidas – e tudo isso pode melhorar o desempenho da TSR. O TBR pode ser considerado, então, uma das melhores medidas internas de criação de valor, por ser mais abrangente e mais precisa que todas as outras aqui estudadas.

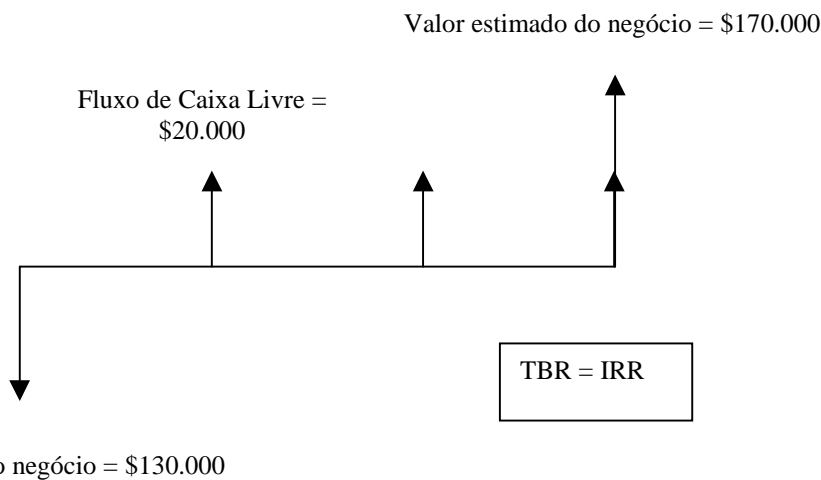
Ela é obtida através da comparação da estimativa do valor inicial de um negócio com seu fluxo livre de caixa e estimativas de seu valor final. Através desses cálculos, iremos mensurar o ganho de capital e o ganho de dividendos de uma unidade de negócios como se ela fosse negociada publicamente.

Então, se estamos tratando de uma medida tão precisa e abrangente, capaz de apresentar a melhor correlação com a TSR de todas as métricas aqui apresentadas, por que não eliminamos todas as outras e introduzimos o TBR como métrica única da empresa?

UP-TO-DATE® - Nº 136 - O QUE É GVA - GERENCIAMENTO DE VALOR¹⁴
PARA O ACIONISTA - PARTE II

A idéia de que uma única e simples medida é apropriada para todos os aspectos de gestão de valor é atraente, mas definitivamente impraticável. Cada empresa possui um determinado perfil, uma determinada estrutura, ou seja, características diferentes. Devido a esse fator, cada empresa possui um grupo de métricas que lhe são mais apropriadas. Por exemplo, muitas empresas utilizam métricas menos abrangentes para controles internos ao mesmo tempo que utilizam a TBR para avaliar o negócio como um todo. Além disso, existe uma grande diferença entre a sofisticação financeira das empresas, o que as leva a optar por métricas menos abrangentes, a princípio, para que, aos poucos, evoluam para métricas como a TBR (fato já discutido ao longo do texto).

O cálculo da TBR é feito também através da taxa interna de retorno (TIR ou IRR) de um “investimento” que considera como valor inicial o valor estimado da ação ou unidade de negócio no momento 0, como valores intermediários, os fluxos de caixa liberados a cada período (fluxos de caixa livres) e como valor final o valor estimado da ação ou unidade de negócio ao final do período estipulado. Como podemos observar, seu cálculo é muito parecido com o cálculo da TSR apresentada anteriormente. Vamos, então, visualizá-lo. Considere um negócio com as seguintes características;



Na figura acima, considerando que os fluxos de caixa liberados são iguais para os três períodos, a taxa interna de retorno é igual a 23,56%. Novamente, lembramos que esse valor isolado não significa nada. É preciso que o comparemos com os valores registrados nos períodos

anteriores para sabermos se a empresa está criando ou destruindo valor. Os valores encontrados são os mais próximos dos valores reais da TSR.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nosso objetivo com este texto não foi o de aprofundar o cálculo das métricas de geração de valor e sim apenas mostrar aos leitores sua existência e como elas podem melhorar o desempenho das empresas. Assim sendo, não iremos adiante, uma vez que esses cálculos podem ser, muitas vezes, trabalhosos. Em futuros **Up-To-Dates®** vamos abordar novamente alguns aspectos relacionados a estas métricas.

Além disso, devemos considerar que a implantação de um sistema de métricas é algo minucioso e delicado, e que muitas vezes exige a presença de profissionais especializados.