

GERENCIAMENTO BASEADO NO VALOR



- ✓ GBV e a Governança Corporativa
- ✓ O que leva as empresas ao GBV
- ✓ *TSR – Total Shareholder Return*
- ✓ *Por que criar valor para o acionista é fundamental*
- ✓ Como implantar com sucesso o GBV.

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- 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, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- 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.

ÍNDICE

1- APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	3
---	---

1- O que é GBV

GBV é um modelo de gestão.

Na essência, o Gerenciamento Baseado no Valor (GBV) é uma mudança no comportamento dos executivos. **Consiste em fazê-los pensar e agir como se fossem acionistas.**

GBV é uma expressão que reúne um **conjunto de ferramentas** que auxiliam os administradores a operar uma empresa com foco na criação de valor para o acionista.

Os três principais métodos de avaliação que estão sendo utilizados atualmente no GBV são:

1. Economic Value Added / Market Value Added (EVA / MVA) é um método desenvolvido pela empresa de consultoria Stern Stewart & Co.
2. "Free Cash Flow" ou fluxo de caixa livre é um método proposto por empresas de consultoria como McKinsey & Co. e LEK / Alcar
3. Cash Flow Return on Investment (CFROI) é uma abordagem usada pelo Boston Consulting Group and HOLT Value Associates

Embora estas 3 metodologias sejam promovidas como "novidades", no fundo elas se reportam à mesma base teórica que está por trás do tradicional método do **fluxo de caixa descontado**, utilizado com frequência para analisar novas oportunidades de investimento.

"Um novo investimento deverá ser implementado caso seu fluxo de caixa líquido descontado projetado seja positivo. Neste caso, indicará que a entrada de dinheiro é superior à saída de dinheiro".

Este excedente de caixa reflete um retorno sobre o investimento superior ao custo do capital empregado para suportar o referido investimento.

Exemplo: o retorno de um investimento é de 15% ao ano, superior a um custo de capital empregado de 10% ao ano.

A novidade do GBV reside na transferência para a **análise dos investimentos em andamento** (ou análise da empresa em operação), a mesma metodologia utilizada na **análise de novas oportunidades de investimento investimentos**.

GBV também fornece a estrutura que une a avaliação de desempenho empresarial com **remuneração variável**, requisito de fundamental importância para as empresas que desejam motivar os administradores a agirem de acordo com o interesse dos acionistas.

2 – GBV e a GOVERNANÇA CORPORATIVA

O alinhamento de interesses entre administradores e acionistas é um dos pilares das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Governança Corporativa, traduzida livremente do inglês Corporate Governance, é o sistema que fornece a estrutura através da qual os objetivos de uma empresa são estabelecidos, os meios de atingi-los são determinados e a performance é monitorada.

A boa Governança deve prover incentivos para que o Conselho e os administradores busquem os objetivos que estejam no melhor interesse da empresa e de seus acionistas, utilizando os recursos da empresa da forma mais eficiente possível.

O nível de adesão às Melhores Práticas de Governança está tornando-se um fator cada vez mais importante no processo de decisão de investimentos.

Da mesma forma que o GBV, a implementação das Melhores Práticas de Governança Corporativa implica em mudanças culturais na maioria das empresas.

O objetivo da adoção das Melhores Práticas é indicar caminhos para todos os tipos de empresas - sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou sociedades civis -, visando:

- Melhorar seu desempenho.
- Facilitar o acesso ao capital.

O sistema de Governança Corporativa pode ser dividido em seis grandes pontos:

- Propriedade - acionistas, quotistas, sócios
- Conselho de Administração - representando a propriedade
- Gestão - executivo principal (CEO) e diretoria
- Auditoria - auditoria independente
- Fiscalização - conselho fiscal
- Ética/Conflito de interesses

Os Três Pilares da Governança Corporativa são: Transparência, Prestação de contas (accountability) e Eqüidade.

O executivo principal (Presidente) e a Diretoria devem satisfazer às diferentes necessidades de informação dos proprietários, do conselho de administração, da auditoria independente, do conselho fiscal, das partes interessadas (stakeholders) e do público em geral.

Os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas de suas atividades a quem os elegeu ou escolheu. O relacionamento entre os agentes da governança corporativa e as diferentes classes de proprietários deve ser caracterizado pelo tratamento justo e equânime.

Independentemente de sua forma societária e de ser aberta ou fechada, a empresa deve ter Conselho de Administração. A missão do Conselho de Administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos proprietários, agregando valor ao empreendimento.

O Conselho de Administração deve zelar pela manutenção dos valores da empresa, crenças e propósitos dos proprietários.

O trabalho de implementação das Melhores Práticas inicia-se com um diagnóstico das práticas atuais de governança e, a partir deste diagnóstico, a apresentação de sugestões.

Os trabalhos de Consultoria em Governança Corporativa incluem:

- Análise de aspectos societários e elaboração do Estatuto Social.
- Assessoramento na negociação e elaboração de Acordos de Acionistas.
- Definição da representação da família nos sistemas acionário e executivo.
- Estruturação e funcionamento dos Conselhos de Administração e Fiscal.
- Definição de Papéis e Responsabilidades de Conselheiros e Executivos.
- Alinhamento de Interesses de Acionistas e Administradores através da Política de Remuneração.

A implementação do GBV e a adoção das Melhores Práticas de Governança Corporativa são bastante complementares.

Antes de decidir-se pela aplicação do GBV, qualquer empresa deve ter bem definida sua posição em relação às Melhores Práticas de Governança Corporativa.

3 – O QUE LEVA AS EMPRESAS AO GBV

Nos EUA, o interesse crescente pelo GBV tem uma relação estreita com o crescimento da participação dos investidores institucionais no capital ordinário das empresas.

Os investidores institucionais, notadamente fundos de pensão, pressionam as companhias a criarem valor, condição que geralmente traz a reboque bons dividendos e boa valorização da companhia, tão necessários para fazer frente aos benefícios presentes e futuros de seus beneficiários (*para não ir muito longe, basta lembrar das razões que levaram à recente demissão da CEO da HP Carla Fiorina*).

Concomitantemente, empresas controladas por um ou alguns grupos de investidores apenas, tem interesse na criação de valor, pois esta traz de carona maior competitividade, fundamental para a empresa crescer e se perpetuar no mercado.

Outro fator que “empurrou” as companhias para o GBV nos EUA foi a possibilidade das chamadas “aquisições hostis”.

A aquisição hostil acontece quando investidores identificam empresas com baixo valor de mercado provocado por inexpressivos resultados, reflexos de uma gestão ineficiente.

Para fugir do risco de uma aquisição hostil, e da conseqüente perda do emprego, administradores reformularam os negócios de suas empresas visando o aumento expressivo no preço de suas ações.

Além disso, investidores individuais estão cada vez mais interessados em aplicar seu capital em negócios que ofereçam um retorno minimamente justo, em função da abdicação do consumo presente mais um prêmio, para correr risco num negócio de retorno incerto.

4 – TSR – TOTAL SHAREHOLDER RETURN

O TSR, ou Total Shareholder Return, é considerado o melhor **termômetro** do acionista. Em resumo: o **melhor indicador** de desempenho sobre a perspectiva 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.

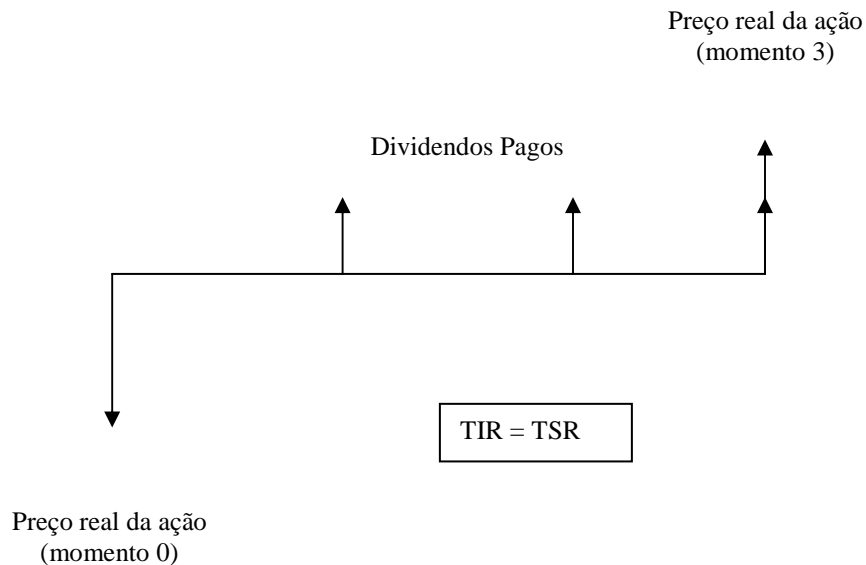
O TSR reflete todas as atividades ou decisões tomadas pelos gestores da empresa através de um único número.

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.**

Em resumo, A TSR é uma métrica que captura o somatório do retorno por dividendos e valorização das ações, que são os principais benefícios esperados pelos acionistas.

O Cálculo da TSR

Para calcular a TSR, 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:



CASO PRÁTICO

Determine a TSR com base nas seguintes informações:

- ✓ Preço da ação em Bolsa em 15-4-2003: \$50
- ✓ Dividendo recebido pelo acionista em 15-5-2004: \$4
- ✓ Dividendo recebido pelo acionista em 5-4-2004: \$9
- ✓ Preço da ação em Bolsa em 31-7-2004: \$70

SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO

O fluxo de caixa abrange períodos não uniformes.

Por esta razão, calculamos a TSR através da função financeira do Excel XTIR, apropriada para o cálculo da TIR de fluxos de caixa para séries não uniformes.

A TSR é de 26,03% ao ano.

Assim sendo, o acionista poderá comparar o TSR de 26,03% ao ano com:

- ✓ O retorno do mercado (medido com a variação no Índice Bovespa, por exemplo);
- ✓ A TSR das empresas concorrentes, e verificar se o desempenho está situado num padrão superior ou inferior, e
- ✓ O custo do capital próprio, para verificar se o investimento está sendo remunerado de uma forma satisfatória ou não.

Em nossa opinião, a melhor comparação da TSR é com o custo do capital próprio.

Neste exemplo, a TSR de 26,03% ao ano mostra um bom retorno para o acionista se o custo do capital próprio for de 15% ao ano, por exemplo.

A interpretação é a seguinte: os acionistas definiram um **retorno mínimo** por dividendos e valorização de 15% ao ano. O retorno efetivo foi de 26,03% ao ano.

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 estejam alinhadas com a TSR.

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

Todavia, as medidas altamente precisas podem parecer, a princípio, mais complexas que as tradicionais como lucros ou ROE (retorno n equity).

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 externa 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 e valorização**, por exemplo.

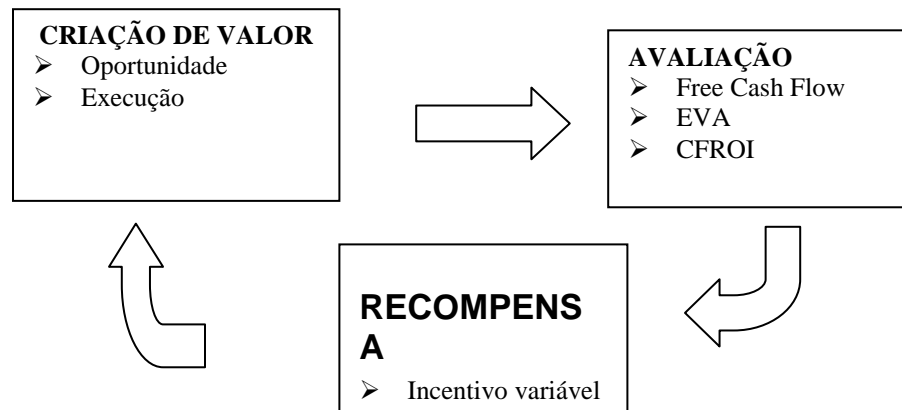
Para a empresa, portanto, o melhor é que ela esteja sempre buscando obter uma TSR superior ao mercado/Bovespa, à TSR dos seus concorrentes e superior ao CCP.

A TSR, que reflete a criação de valor para o acionista, depende da combinação entre **oportunidade e execução**.

Uma oportunidade de negócio poderá **aparecer e ser capturada ou ser desenvolvida**.

A execução das oportunidades depende de **profissionais treinados e motivados** para a criação de valor para o acionista. Profissionais incentivados a pensarem e agirem como acionistas.

Um bom sistema de GBV "amarra" os 3 elementos chaves (mas não únicos) de forma a promover um **ciclo sustentável de criação permanente de valor**:



Observe no GBV a premissa de sustentação do processo permanente de criação de valor para o acionista.

O modelo de gestão do GBV deve ser auto-sustentável.

Um modelo de GBV bem aplicado conduz a empresa para o caminho da lucratividade. Cria a melhor plataforma possível para o crescimento sustentado.

A empresa tem que por em movimento um círculo virtuoso.

Quando uma empresa alcança um valor, estabelece uma base que impõe a necessidade de buscar e implantar novas estratégias criadoras de valor para que um novo salto no valor aconteça.

Sabemos que variáveis sistêmicas impedem que este objetivo seja permanentemente alcançado nas empresas.

Recessões, crises políticas e outros eventos jogam os lucros ladeira a baixo.

Todavia, no GBV a criação de valor para os acionistas tem que ser buscada sempre, a par de quaisquer acontecimentos.

O reflexo da implantação do GBV numa empresa pode conduzir a um novo portfólio de investimentos, mais enxuto ou mais expandido.

5 – POR QUE CRIAR VALOR PARA O ACIONISTA É FUNDAMENTAL

Para atrair recursos para novos investimentos.

A busca da criação de valor e a adoção das Melhores Práticas de Governança Corporativa aumentam a eficiência da empresa e reduzem seu custo de capital.

Empresas que buscar a permanente criação de valor para os acionistas trazem os seguintes benefícios para a coletividade:

- Funcionários: maiores salários e oportunidades de ascensão.
- Governos: maiores impostos.
- Fornecedores em geral: maiores vendas com menores riscos.
- Clientes: Maior qualidade de produtos e serviços a preços justos.

Um acionista bem remunerado manifesta seu interesse em continuar investindo no negócio de 2 maneiras:

1. Aportando capital novo em integralizações se for chamado, e
2. Recebendo menos dividendos e retendo mais lucros para suportar novos investimentos.

6- Como Implantar com Sucesso o GBV

Para implantar com sucesso o sistema de Gerenciamento Baseado no Valor (GBV), necessita-se aparentemente de apenas 2 passos:

1. Escolher uma medida de avaliação de desempenho como o EVA / MVA, por exemplo, e
2. Implantar um programa de remuneração variável (bônus) vinculado à métrica.

Parece simples. Todavia, pesquisas e evidências apontam muito mais requisitos para a implantação com sucesso do GBV.

O GBV tem que servir como uma **mola propulsora** para o sucesso da empresa.

Implantar o GBV tem muito mais a ver com uma **mudança cultural do que com mudança financeira**. A principal causa do fracasso na implantação do GBV: resistência cultural à mudança.

É preciso criar um ambiente de **mudança constante**, abrindo mão de práticas antigas.

Como saber se o GBV foi implantado com sucesso? Quando a empresa cria uma dinâmica **auto sustentável** de criação de valor para seus acionistas. Em outras palavras: **seu valor de mercado aumenta continuamente**.

Em resumo: implantar o GBV com sucesso significa **atingir a mudança cultural desejada**.

REQUISITOS PARA IMPLANTAÇÃO DO GBV

Os requisitos para implantação com sucesso do GBV são os seguintes:

Requisitos gerais: Paciência, esforço e dinheiro.

Requisitos específicos:

Requisito 1

. **Compromisso explícito** com a criação de valor para o acionista.

A Diretoria deverá **tornar público** o comprometimento explícito com a criação de valor para o acionista.

Este comprometimento deverá acontecer junto aos acionistas atuais e potenciais, no caso das companhias abertas.

Este comprometimento deverá ser quantificado. Exemplo: dado o valor atual da empresa, dobrá-lo em 3 anos.

O comprometimento público e explícito serve para 3 coisas:

- ✓ Mudar o posicionamento da empresa na mente dos **parceiros externos** (bancos, fornecedores e público em geral). Informar ao mundo externo profissionalização da gestão, rompimento com paradigmas do passado de eficiência duvidosa, comprometimento com a alocação e administração eficiente de capitais, transparência de informações, etc.
- ✓ Mudar o posicionamento da empresa na mente dos **parceiros internos** (funcionários). Comunicar ao mundo interno um sentimento permanente urgência na execução das ações que criem valor (acomodação jamais), que a mudança é uma certeza, que estabilidade é uma exceção.
- ✓ Aumenta a **responsabilidade** da Diretoria. A Diretoria que se compromete chama para si maior responsabilidade.

Requisito 2

- ✓ **Treinamento intensivo** para criar um ambiente receptivo às mudanças.

GBV tem a ver com pessoas, pois são elas que criam valor. Para fazer o GVA "andar", é preciso que todas as pessoas se convençam que este é o melhor modelo de gestão.

Para tanto, é preciso gastar tempo, esforço e dinheiro em treinar os funcionários nos conceitos e práticas do GBV.

Algumas das características do treinamento intensivo são:

- ✓ Os treinamentos devem começar de cima para baixo.
- ✓ Treinamento básico sobre os conceitos e técnicas de GBV para todos os executivos graduados.
- ✓ Discutir se vale a pena estender o treinamento básico até o "chão-da-fábrica".
- ✓ Treinamento mais completo para executivos de algumas funções mais especializadas.
- ✓ Consultores poderão responder pelo fornecimento de material didático e treinamentos mais completos para o público mais especializado. Neste treinamento poderão ser formados **multiplicadores**, que responderão pelo treinamento da base da pirâmide. Além deste multiplicadores falarem a linguagem da empresa, darão mais credibilidade aos conceitos e práticas do GBV implantados.
- ✓ No intuito de "mexer" com a alta administração, o treinamento em GBV poderá ser complementado com outros treinamentos que visem **desenvolver habilidades e o espírito empreendedor** destes executivos, já que eles deverão pensar e agir como se fossem donos do negócio. Em suma: o quadro de executivos precisa não apenas estar comprometido com o GBV, mas **habilitado** para implementá-lo.

Requisito 3

Seleção e implantação de uma métrica para ancorar todas as análises e processos decisórios.

Métrica é uma medida, ou metodologia, utilizada para analisar atuais e novos investimentos.

É possível a escolha de mais de uma métrica de acordo com a análise que se deseja elaborar.

As métricas EVA/MVA, SV/SVA ou CFROI são preferenciais por estarem alinhadas com o GBV. Métricas que na sua essência revelam o confronto entre o retorno sobre o investimento e o custo do capital.

Muitas vezes o mais relevante na decisão sobre a escolha da métrica é o grau de conforto que se tem em relação a ela.

Requisito 4

Criação de **incentivos (bônus)** vinculados ao GBV, que dê aos executivos o **sentimento de propriedade da empresa**.

Se os executivos devem pensar e agir como acionistas, também precisam ter a perspectiva de serem remunerados como tal.

Os principais aspectos a considerar na remuneração variável são os seguintes:

- ✓ **tamanho** do pacote de remuneração variável.
- ✓ A **amplitude** do programa de remuneração variável.

O sucesso costuma estar mais identificado com a amplitude do que com o tamanho.

Empresas bem sucedidas na implantação do GBV costumam estender o programa de bônus a um grande número de funcionários.

- ✓ Depois de implantado, é possível que da remuneração total, **mais de 50%** esteja relacionado com desempenho.
- ✓ Poderá ser criado um banco de bônus, que poderá variar para mais ou para menos em razão do desempenho ocorrido.
- ✓ A remuneração por desempenho poderá ser oferecida através de dinheiro e/ou opção de compra de ações.
- ✓ Além da remuneração variável ser influenciada pelo EVA da companhia, poderá também ser impactada pelo alcance de outras metas não financeiras negociadas como: market share, lançamento de novos produtos, melhoria na qualidade dos produtos, etc (Balance Score Card).

Requisito 5

Delegação de poder para os executivos tomarem as decisões que criem valor para o acionista.

A delegação de poder deve alcançar todos os executivos que participam do GBV, incluindo até os líderes de pequenas unidades de negócio.

Cada unidade de negócio deverá ser tratada como uma empresa independente, associando a ela investimento, capital, benefícios e custos operacionais.

O responsável pela unidade de negócio deverá desenvolver e implantar as opções criadoras de valor.

Uma questão operacional importante diz respeito a uma eventual distribuição dos gastos indiretos entre as unidades de negócio.

Requisito 6

Ajustes nos sistemas de informações.

A implantação do GBV costuma requerer ajuste nos sistemas de informação. As regras que norteiam estes ajustes são as seguintes:

- ✓ Evitar complexidade contábil.

Os reparos no sistema contábil deverão ser mínimos, evitando que os funcionários considerem que uma excessiva complexidade é uma forma de manipulação dos números, colocando em xeque a credibilidade do GBV.

- ✓ Investir em sistemas de informação

A necessidade de desenvolver e implantar estratégias criadoras de valor nas unidades de negócio, pressionam os sistemas de informação da empresa.

Os sistemas de informação devem **rápidos e confiáveis**.

Requisito 7

Identificação dos **propulsores de valor**.

A implantação do GBV implica que as empresas invistam na identificação dos propulsores de valor.

O propulsor de valor é um fator operacional de **grande influência na formação do lucro econômico**.

A importância na identificação dos propulsores de valor é dupla:

- ✓ Fazer com que os empregados concentrem maiores esforços nas atividades mais estreitamente ligadas à criação de valor.
- ✓ O exercício de encontrar os propulsores de valor ajuda os líderes a desenvolver suas estratégias de criação de valor com maior clareza.

Requisito 8

Integrar o **orçamento e o planejamento estratégico**.

É usual o orçamento e o planejamento estratégico serem independentes um do outro.

O orçamento e o plano estratégicos são elaborados, discutidos e realizados em épocas muitas vezes diferentes.

O orçamento tradicional costuma olhar para o curto prazo, apontando o máximo de receitas com o mínimo de gastos. Se as receitas não estão sendo alcançadas, talvez a melhor saída seja diminuir os gastos.

Do outro lado, o planejamento estratégico olha para 5 anos, contemplando melhorias nos projetos atuais e novos investimentos com seus respectivos benefícios. É outro documento desvinculado do orçamento.

Temos que unir os **dois planos num só**.

Ao analisar o plano único, devemos observar o EVA/MVA.

Quaisquer alterações, de curto ou médio prazo deverão ser observadas à luz do seu impacto no EVA/MVA.

As revisões devem acontecer sempre que um fato novo relevante alterar de maneira significativa a criação de valor para o acionista.

O plano único deverá ser observado sob a perspectiva de anos corridos, e não acompanhar o calendário fiscal.

Em suma: **o plano único deverá ser monitorado 24 horas por dia, 365 dias por ano.**

SINTESE

Em suma, os passos para implantar com sucesso um programa de GBV são:

1. Comprometimento explícito, formal e documentado da alta administração, inclusive assumindo metas de criação de valor para o acionista a médio e longo prazos.
2. Treinamento intensivo e abrangente.
3. Desenhar um bom programa de incentivos salarial (remuneração variável).
4. Delegação de poder
5. Sistema de informações simples, portanto compreensível para todos os funcionários envolvidos.
6. Identificação dos propulsores de valor.
7. Integração do orçamento com o planejamento estratégico.