

CRIAR VALOR OU CRIAR VALOR CONTINUAMENTE?



- ✓ Qual a diferença
- ✓ Acompanhamento com base nas demonstrações financeiras encerradas
- ✓ Acompanhamento com base nos dividendos distribuídos e no valor de mercado das ações

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- INTRODUÇÃO E APRESENTAÇÃO.....	3
--	----------

1- INTRODUÇÃO e APRESENTAÇÃO

criação de valor continuamente: o que é e um exemplo

O tema Criação de Valor para o Acionista foi apresentado em inúmeros Up-To-Dates anteriores.

Levava este mesmo nome, ou o nome de **EVA** – Economic Value Added.

Este texto mostrará que as empresas **mais agressivas** na utilização do modelo de gestão baseado no valor, não buscam apenas a criação de valor para o acionista, mas sim a criação de valor para o acionista **continuamente**.

Continuamente significa **ano a ano**. Em resumo: cada ano a empresa valendo mais que no ano anterior.

Inicialmente, vamos apresentar um exemplo para quantificar se uma empresa está criando ou não valor **continuamente (ano a ano)** para seus acionistas.

Inicialmente vamos lembrar que o acionista espera **dois** benefícios da empresa:

1. Dividendos. Um pedaço do lucro recebido na forma de dinheiro.
2. Aumento no valor de mercado de suas ações. Nas empresas de capital aberto o movimento do valor de mercado das ações é mais facilmente acompanhado através das cotações estabelecidas nas Bolsas de Valores onde suas ações estão sendo negociadas. Se a empresa é de capital fechado, deverá existir um modelo de Valuation dentro do qual se fará periodicamente (a cada 6 meses, por exemplo) uma avaliação estratégica da empresa.

No exemplo a seguir, vamos assumir 2 pressupostos que visam facilitar os cálculos, sem comprometer obviamente a passagem do conteúdo:

1. Não há inflação.
2. Não há distribuição de dividendos.

Portanto, o único benefício obtido pelos acionistas consiste na valorização das ações.

O quadro a seguir mostra a evolução no preço de mercado das ações ao longo de 5 anos:

31-dez-00	31-dez-01	31-dez-02	31-dez-03	31-dez-04	31-dez-05
\$10,00	\$15,00	\$22,00	\$29,00	\$36,00	\$44,00

O custo do capital próprio é de 15% ao ano. Ou seja, o acionista espera um **retorno mínimo** por dividendos de mais valorização de 15% ao ano.

Vamos analisar se houve **criação de valor para o acionista em 2001**:

Em 31 de dezembro de 2000, o acionista poderia vender sua ação a \$10,00. Como resolveu manter o investimento, e o custo do capital próprio é de 15% ao ano, em 31 de dezembro de 2001

a ação deveria estar valendo, no mínimo, \$11,50 (\$10,00 x 1,15). Porém, a ação esta valendo nesta data \$15,00.

Portanto, em 2001, houve de criação de valor para o acionista de \$3,50 (\$15,00 - \$11,50). Em termos percentuais, equivale de aproximadamente 30% (\$3,50 / \$11,50).

Portanto, criar valor para o acionista representa remunerar o acionista **acima das suas expectativas**. Ou seja, fazer com que o retorno por dividendos mais valorização das ações **exceda o custo do capital próprio**.

Agora, vamos analisar se houve **criação de valor para o acionista em 2002**:

Em 31 de dezembro de 2001, o acionista poderia vender sua ação a \$15,00. Como resolveu manter o investimento, e o custo do capital próprio é de 15% ao ano, em 31 de dezembro de 2002, a ação deveria estar valendo, no mínimo, \$17,25 (\$15,00 x 1,15). Porém, a ação esta valendo nesta data \$22,00.

Portanto, em 2002, houve de criação de valor para o acionista de \$4,75 (\$22,00 - \$17,25). Em termos percentuais, equivale de aproximadamente 28% (\$4,75 / \$17,25).

IMPORTANTE: O que estamos observando é que o acionista sempre monitora o retorno de seu investimento com base no **valor de mercado** de suas ações (observado com base nas cotações em Bolsa de Valores ou através da aplicação de um modelo de Valuation).

Esta mesma rotina de cálculo poderia ser repetida para os anos de 2003, 2004 e 2005.

O quadro a seguir apresenta a criação de valor para o acionista apurada ano a ano.

Data	31-dez-00	31-dez-01	31-dez-02	31-dez-03	31-dez-04	31-dez-05
Cotação	\$10,00	\$15,00	\$22,00	\$32,00	\$47,00	\$68,00
Cotação (1)		\$11,50	\$17,25	\$25,30	\$36,80	\$54,05
CVA (2)		\$3,50	\$4,75	\$6,70	\$10,20	\$13,95
CVA (3)		30%	28%	26%	28%	26%

(1) É a cotação de 1 anos antes corrigida pelo custo do capital próprio de 15% ao ano.

(2) É a CVA (Criação de Valor para o Acionista) em dinheiro. Cotação de mercado menos a cotação do ano anterior corrigida.

(3) É a CVA (Criação de Valor para o Acionista) em percentual. Cotação de mercado dividida pela cotação do ano anterior corrigida.

Em resumo, observamos que esta empresa **criou valor para o acionista continuamente, ano a ano**.

A questão agora é a seguinte: como podemos **alinhar** a análise clássica das demonstrações financeiras com esta missão de criar valor continuamente.

Inicialmente, vamos apresentar o seguinte conjunto de demonstrações financeiras **projetadas**:

Para facilitar os cálculos, estamos considerando que a estrutura do balanço patrimonial se **mantém constante**. Para tanto, assumimos os seguintes pressupostos:

- Que 100% dos lucros dos períodos são distribuídos na forma de dividendos.
- Que 100% dos juros incorridos são pagos, e que 100% do saldo devedor é renovado sem nenhum acréscimo ou decréscimo ao longo do tempo.

- O custo do capital de terceiros (juros) é de 10% ao ano. Este percentual já se encontra líquido da economia fiscal do IR/CSLL.
- O custo do capital próprio, que é o retorno mínimo esperado pelos acionistas, é de 20% ao ano.

Os dois primeiros pressupostos apresentados facilitam o acompanhamento do conteúdo, sem comprometer a sua essência.

Vamos às projeções:

Balço Patrimonial em 31-12-2004			
AOL	\$10.000	CT	\$5.000
		CP	\$5.000
Total	\$10.000	Total	\$10.000

AOL = Ativo Operacional Líquido: Toda a base de ativos diminuída dos capitais espontâneos (fornecedores, impostos, salários, etc.). Ou CT mais CP.

CT = Capital de Terceiros: Neste exemplo representado por empréstimos e financiamentos. CP = Capital Próprio: ou capital empregado pelo acionista.

Demonstração de Resultado	2005	2006	2007	N
Vendas	\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000
(-) Gastos Operacionais	(\$7.000)	(\$7.000)	(\$7.000)	(\$7.000)
(=) Lucro Operacional	\$3.000	\$3.000	\$3.000	\$3.000
(-) IR/CSLL (34%)	(\$1.020)	(\$1.020)	(\$1.020)	(\$1.020)
(=) Lucro Operacional Líquido	\$1.980	\$1.980	\$1.980	\$1.980
(-) Custo do Capital de Terceiros	(\$500)	(\$500)	(\$500)	(\$500)
(=) Lucro líquido	\$1.480	\$1.480	\$1.480	\$1.480
(-) Custo do Capital Próprio	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)
(=) EVA	\$480	\$480	\$480	\$480

Comentários:

Para facilitar o acompanhamento deste assunto, sem comprometer a passagem do conteúdo, assumimos uma projeção de resultados constantes para todos os anos até o infinito (N).

Relembrando diversos textos apresentados em Up-To-Dates anteriores.....

$$\text{VEA (1)} = \frac{\$1.480}{0,20} = \$7.400$$

(1) Valor da Empresa para o Acionista

Neste modelo de avaliação (um entre outros), o VEA é dado pela capacidade da empresa remunerar o acionista. O valor de lucro líquido de \$1.480 é uma perpetuidade. O VEA é o valor presente desta perpetuidade. Como o lucro líquido já remunerou o capital de terceiros, só falta remunerar o capital próprio, razão pela qual este fluxo é descontado à taxa de 20% ao ano.

Para calcular o MVA (Market Value Added ou Valor de Mercado Adicionado "ao CP"), diminuímos o VEA de \$7.400 do CP de \$5.000. O MVA é igual de \$2.400. Este valor corresponde ao EVA de \$480 descontado pelo custo do capital próprio de 20% ao ano ($\$2.400 = \$480/0,20$).

Em resumo, se esta empresa tivesse suas ações negociadas em Bolsa de Valores, o valor de mercado de todas as ações seria de \$7.400.

Portanto, a empresa comprometida com uma criação de valor **agressiva** para os acionistas, assume que estes poderiam vender todas as suas ações para um terceiros ao valor mercado de \$7.400.

Conseqüentemente, a empresa deverá remunerar o CP não pelo valor contábil de \$5.000, mas pelo seu valor de mercado de \$7.400.

Como ficariam as **novas** projeções financeiras?

Balanco Patrimonial em 31-12-2004			
AOL	\$12.400	CT	\$5.000
		CP	\$7.400
Total	\$12.400	Total	\$12.400

O CP de \$7.400 reflete o valor de mercado estimado para as ações. Naturalmente, o AOL foi reajustado em mais \$2.400, passando de \$10.000 para \$12.400.

Demonstração de Resultado	2005	2006	2007	N
Vendas	\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000
(-) Gastos Operacionais	(\$7.000)	(\$7.000)	(\$7.000)	(\$7.000)
(=) Lucro Operacional	\$3.000	\$3.000	\$3.000	\$3.000
(-) IR/CSLL (34%)	(\$1.020)	(\$1.020)	(\$1.020)	(\$1.020)
(=) Lucro Operacional Líquido	\$1.980	\$1.980	\$1.980	\$1.980
(-) Custo do Capital de Terceiros	(\$500)	(\$500)	(\$500)	(\$500)
(=) Lucro líquido	\$1.480	\$1.480	\$1.480	\$1.480
(-) Custo do Capital Próprio	(\$1.480)	(\$1.480)	(\$1.480)	(\$1.480)
(=) EVA	\$0	\$0	\$0	\$0

O custo do capital próprio incidente sobre o **valor de mercado das ações** é de \$1.480 (0,20 x \$7.400).

Portanto, o EVA **zerou**.

Para criar valor **continuamente**, a empresa precisará **aumentar** seu patamar de EVAs projetados.

Com a implantação de **novas estratégias** criadoras de valor, as novas projeções passam a ser as seguintes:

Balanco Patrimonial em 31-12-2004			
AOL	\$12.400	CT	\$5.000
		CA	\$7.400
Total	\$12.400	Total	\$12.400

Demonstração de Resultado	2005	2006	2007	N
Vendas	\$12.000	\$12.000	\$12.000	\$12.000
(-) Gastos Operacionais	(\$8.400)	(\$8.400)	(\$8.400)	(\$8.400)
(=) Lucro Operacional	\$3.600	\$3.600	\$3.600	\$3.600
(-) IR/CSLL (34%)	(\$1.224)	(\$1.224)	(\$1.224)	(\$1.224)

(=) Lucro Operacional Líquido	\$2.376	\$2.376	\$2.376	\$2.376
(-) Custo do Capital de Terceiros	(\$500)	(\$500)	(\$500)	(\$500)
(=) Lucro líquido	\$1.876	\$1.876	\$1.876	\$1.876
(-) Custo do Capital Próprio	(\$1.480)	(\$1.480)	(\$1.480)	(\$1.480)
(=) EVA	\$396	\$396	\$396	\$396

Um aumento de 20% nas projeções de vendas mostrou uma nova estimativa de lucro líquido de \$1.876 e de EVA de \$396.

Portanto, o novo valor de mercado das ações passa a ser de \$9.380 (\$1.876 / 0,20).

Se promovermos um novo ajuste no CP para este valor de mercado, as projeções financeiras ficarão as seguintes:

AOL	\$14.380	CT	\$5.000
		CA	\$9.380
Total	\$14.380	Total	\$14.380

	2005	2006	2007	N
Vendas	\$12.000	\$12.000	\$12.000	\$12.000
(-) Gastos Operacionais	(\$8.400)	(\$8.400)	(\$8.400)	(\$8.400)
(=) Lucro Operacional	\$3.600	\$3.600	\$3.600	\$3.600
(-) IR/GSLL (34%)	(\$1.224)	(\$1.224)	(\$1.224)	(\$1.224)
(=) Lucro Operacional Líquido	\$2.376	\$2.376	\$2.376	\$2.376
(-) Custo do Capital de Terceiros	(\$500)	(\$500)	(\$500)	(\$500)
(=) Lucro líquido	\$1.876	\$1.876	\$1.876	\$1.876
(-) Custo do Capital Próprio	(\$1.876)	(\$1.876)	(\$1.876)	(\$1.876)
(=) EVA	\$0	\$0	\$0	\$0

O custo do capital próprio incidente sobre o **valor de mercado das ações** é de \$1.876 (0,20 x \$9.380).

Portanto, o EVA **zerou novamente**.

Reforçando: Para criar valor **continuamente**, a empresa precisará buscar estratégias para **umentar** seu patamar de EVAs projetados.

Quando um patamar **X** de EVA for alcançado, a empresa precisará buscar o patamar **Y**. Quando um patamar **Y** de EVA for alcançado, a empresa precisará buscar o patamar **Z**, e assim permanentemente.

Em resumo: O que estamos querendo informar é que para o **valor de mercado das ações** (mais dividendos) crescer ano a ano mais que o custo do capital próprio (ver quadro no final da página 3) a empresa precisará apresentar um projeção de EVAs **positivos e crescentes**. Quando uma nova revisão for feita, ela deverá ser para cima. Ou seja: mais EVAs **positivos e crescentes**.