



A HISTÓRIA DAS MÉTRICAS

DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

1- A história das métricas de avaliação de desempenho

As taxas de retorno das ações sempre foram uma preocupação dos investidores, mas mudanças profundas vêm acontecendo, nos últimos vinte anos, nas decisões corporativas, primeiro nos Estados Unidos, e depois se espalhando pela Europa, América Latina e Ásia. Vários fatores e circunstâncias estão fazendo com que a alta administração repense o seu papel e o de suas empresas, especialmente no que se refere à criação de valor.

Há uma geração os mercados de capitais eram altamente segmentados e regulados. Os limites impostos sobre os fluxos de capitais, aliados à baixa liquidez dos papéis na maioria das bolsas de valores do mundo, faziam com que os recursos tendessem a permanecer aplicados onde estavam.

Nos 30 anos que se seguiram à II Guerra Mundial, taxas de crescimento de 4%, 5% ou até superiores eram bastante comuns em muitas economias ocidentais. Em tal cenário, as empresas não precisavam se destacar para serem lucrativas. Elas só precisavam estar presentes e, nessas condições, as conexões eram importantes. Laços com a elite política, comercial e financeira comumente eram mais importantes do que sua visão estratégica e excelência em gestão empresarial.

A necessidade de se ter renda após a aposentadoria fez com que o interesse por ações e por investimentos em geral crescesse de modo inimaginável até mesmo pelos profissionais da área de finanças de época relativamente recente, como os anos 70. O resultado foi uma explosão mundial e indiscutível de fundos mútuos, de renda fixa e outras formas de investimento institucional. Uma quantidade muito maior de pessoas participa do financiamento das empresas, principalmente por meio dos fundos mútuos ou fundos de pensão, porém o que é particularmente importante para a alta administração das corporações é o fato desses fundos serem administrados por profissionais cuja única preocupação é avaliar a performance das empresas nas quais investem, de modo a assegurar os maiores retornos possíveis para quem os contrataram. Restam poucas dúvidas de que a explosão nos investimentos em fundos de pensão a partir dos

- Andréia Fátima Fernandes Limeira, Esp.
- José Carlos Sardinha, Ph.D.

□ Professora dos Cursos da FGV Management, Pós-Graduada em Administração Financeira pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, Contadora pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ. Atualmente está cursando o Mestrado em Ciências Contábeis e Controladoria pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Sua experiência profissional inclui o cargo de Gerente Administrativa e Financeira da Unisys Brasil, Assessora Financeira da Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga e Consultora Financeira do Banco Bozano Simonsen, docência em cursos de administração, ciências contábeis e economia, bem como consultoria a diversas empresas.

□ Coordenador Acadêmico de Cursos da FGV Management. Doutor e Mestre em Ciência em Administração de Empresas pela University of Southern Califórnia. Mestre em Administração pela PUC-RIO e Engenheiro pela UERJ. É professor do Mestrado Executivo FGV-EBAPE. Foi professor do quadro principal do Instituto de Administração e Gerência da PUC-RIO. É professor Adjunto do Departamento de Contabilidade da UFF e UERJ. Também atua como consultor de Empresas na Área de Planejamento, Controle e Custos de Produtos. Foi coordenador do Programa de Mestrado em Administração de Empresas, ex-coordenador de Extensão do IAG, ex-coordenador dos cursos IAG Master em finanças e ex-diretor do Instituto de Administração e Gerência da PUC-Rio. Sardinha é autor do livro "Formação de Preço: A arte do Negócio" o qual está em fase de reedição e de vários trabalhos publicados no Brasil e no exterior.

anos 60 e o crescimento da administração profissional de recursos deles derivados seja o fator principal que está por trás da ênfase em criação de valor para o acionista nas companhias americanas.

Com a desregulamentação dos mercados de capitais globais, os investidores podem deslocar o seu dinheiro para qualquer país em resposta ao desempenho das empresas. O fim de muitos instrumentos de controle sobre os capitais, o aumento da liquidez nos mercados de títulos e de moedas, os avanços na tecnologia da informação e a importância crescente dos investidores institucionais, foram acontecimentos que contribuíram para

que fossem criados grupos poderosos de investimento de capital, os quais podem migrar de um mercado para outro de modo praticamente instantâneo.

O mecanismo de securitização transformou investimentos antes ilíquidos em *commodities* negociáveis, os derivativos oferecem mecanismos poderosos para proteção dos riscos de se investir em novos mercados, a privatização fez com que milhares de ex-empresas estatais passassem a concorrer por capital de risco, e os investidores ficaram mais bem informados e mais exigentes. Nesse contexto, de acordo com Young e O'Byrne (2003, p.23), ou as empresas geram valor para os seus clientes ou perdem fatias de mercado e vão à falência.

Nesse novo mundo não basta que as empresas sejam competitivas nos mercados comerciais. Elas também devem ser competitivas nos mercados de capitais. Caso contrário, o custo de seu financiamento será maior que o de seus concorrentes, um problema que pode ser corrigido por melhoria de *performance* ou transferência de controle. Na pior das hipóteses, as empresas precisam ser competitivas em termos de custos operacionais – como mão-de-obra, matéria-prima e custos administrativos. O que há de novo é que a sobrevivência agora requer também custos competitivos do capital, uma realidade ainda não totalmente assimilada por muitos administradores (cf. Young e O'Byrne, 2003, op.cit., p.23).

Nos anos 80, os executivos das grandes corporações americanas ofereciam resistência às demandas por desempenho impostas pelos mercados de capitais, com a mesma ferocidade com que reagiam europeus e asiáticos nos anos 90. As mudanças nesse comportamento começaram nos Estados Unidos, mas surgiram em outros países pelas mesmas razões, e não porque os bancos de investimento americanos quisessem impor a sua hegemonia nos novos mercados.

Segundo Young e O'Byrne (2003), "...culpar as corretoras e distribuidoras americanas (ou dar créditos a elas) pela disseminação da idéia de revolução do valor para o acionista é confundir causa com efeito." (op. cit., p.23).

Para ilustrar este ponto, considere os recentes movimentos na Europa. Até os anos 80, a maioria dos países europeus protegia com vigor suas grandes empresas nacionais dos concorrentes americanos e japoneses. Entretanto, devido à crescente integração européia e à tendência secular em direção ao livre comércio mundial, as empresas européias tiveram que enfrentar um grau de concorrência sem precedentes, tanto de empresas não-européias como entre os próprios países desse continente. O comércio liberalizado deu aos clientes escolhas que eles antes nunca tiveram.

Dezenas de empresas européias vêm passando por profundas transformações. Mais do que qualquer outro lugar, essa mudança é mais evidente nas empresas listadas na New York Stock Exchange. Um exemplo é a Veba, uma empresa alemã de produtos diversificados com vendas em torno de US\$45 bilhões, que agora proclama em seus anúncios na imprensa especializada mundial que "seu único objetivo é aumentar o valor para o acionista no longo prazo". É simples, a revolução do valor do acionista está mudando o continente.

Embora os administradores estejam sentindo uma pressão cada vez maior para produzir valor, quase sempre eles não dispõem das ferramentas de diagnóstico necessárias. Além disso, falta-lhes a linguagem da criação de valor, isto é, formas de

convencer os fornecedores de capital que o seu dinheiro será produtiva e lucrativamente empregado pelas companhias.

Mesmo assim, há ainda muita resistência, especialmente na Europa, à idéia de geração de valor, sendo a mesma por vezes criticada sob o argumento de que ela ignora outros intervenientes importantes, que não somente os acionistas da empresa, mas também os funcionários, clientes, os fornecedores, a comunidade local e o macro-ambiente. Por outro lado, há muitas evidências de que firmas com boa reputação em termos de qualidade do produto e serviço, capacidade de atrair, desenvolver e reter pessoas talentosas, e responsabilidade junto à comunidade e ao meio ambiente tendem a apresentar desempenho acima da média do mercado.

Essas evidências sugerem que as empresas geram valor para o acionista apenas quando elas produzem valor para outros intervenientes (*stakeholders*). Se os clientes não estivessem satisfeitos, eles comprariam na concorrência. Se os funcionários sentem que os seus talentos estão sendo subaproveitados, eles procuram outro lugar para trabalhar (cf. Young e O'Byrne, 2003, p.27)

Clama-se por uma forma mais humana e generosa de capitalismo que venha a equilibrar os interesses da sociedade com os interesses do indivíduo. As empresas, nesse sentido, são cobradas a perseguir objetivos sociais que ultrapassem a visão única de maximização de riqueza do investidor.

Todos os anos a revista *Fortune* publica o *ranking* das empresas mais admiradas dos Estados Unidos. A mesma revista vem publicando, também, o *Stern Stewart 1000*, um *ranking* de 1000 empresas americanas de capital aberto, classificadas em termos de valor criado. Onze das 20 maiores empresas geradoras de valor em 1996 também estavam entre as mais admiradas (de um total de 431 empresas). E ainda, sete das 10 maiores criadoras de valor estavam entre as mais admiradas. No outro extremo da escala, 17 das 20 que menos valor criaram (isto é, as maiores destruidoras de valor) também estavam classificadas na pesquisa das mais admiradas, e 12 dessas empresas estavam listadas no último quintil.

Evidentemente, as empresas são admiradas ou não em função do seu desempenho financeiro, mas a revista *Fortune* utiliza oito critérios em sua pesquisa, cinco dos quais são não-financeiros: inovação, qualidade da gestão, responsabilidade ambiental e junto à comunidade, capacidade de atrair, desenvolver e manter funcionários talentosos e qualidade dos produtos e serviços.

Resultados complementares também podem ser encontrados fora dos Estados Unidos. Segundo Bilmes, Wetzker e Xhonneux, "Um estudo da Boston Consulting Group (BCG) sobre empresas alemãs revela uma relação muito forte entre investimento em funcionários e desempenho das ações no mercado. Foi observado que as empresas com "foco nos funcionários" relativamente alto, produzem maiores retornos para os acionistas no longo prazo, do que as empresas similares do mesmo ramo industrial" (Bilmes, Wetzker e Xhonneux, 1997, p.10).

Até então se imaginava que as empresas geravam retornos superiores no mercado acionário às custas dos interesses dos funcionários. Entretanto a BCG concluiu que mais de 75% das empresas com retornos acima da média tiveram aumento líquido dos postos de trabalho.

O motivo pelo qual o valor (dimensão financeira) incorpora

todos esses fatores é simples: os acionistas possuem direitos residuais sobre a empresa. Eles são os últimos a serem pagos. As medidas convencionais do desempenho operacional da empresa influenciam não apenas os aspectos do valor, mas também os direitos de todos os demais intervenientes da empresa, como clientes, funcionários, administradores, fornecedores, comunidade local e governo. Em resumo “as empresas que negligenciarem tais intervenientes não podem gerar valor para os seus acionistas” (cfe. Young e O’Byrne, op. cit. p.30).

O principal objetivo de um administrador é maximizar o valor de sua empresa. O valor é embasado nos lucros e no fluxo de caixa que se espera que a empresa proporcione no futuro. O valor de qualquer ativo – seja um ativo financeiro, como uma ação ou título, ou um ativo real (físico), como terrenos, prédios e equipamentos – depende dos fluxos de caixa disponíveis, após os impostos, que se espera que esse ativo irá produzir (cfe. Brigham e Houston, 1999, p.28).

Como, porém um investidor irá estimar ganhos e lucros de caixa futuros, e como um administrador determinará quais de suas decisões serão melhores, em termos de aumento dos lucros e fluxos de caixa futuros? A resposta para ambas às perguntas está no estudo das demonstrações financeiras que as empresas devem fornecer aos investidores.

Mas o que atualmente mais interessa aos administradores e aos investidores? Os administradores querem garantir que cada uma das unidades de negócio de suas empresas está contribuindo para aumentar o valor para o acionista, enquanto os investidores querem localizar as ações que provavelmente aumentarão de valor. Na tentativa de garantir que as unidades de negócios estão contribuindo para aumentar o valor para o acionista surgem duas questões básicas:

- Quais informações ou mecanismos de avaliações permitem aos gerentes das unidades tomarem as melhores decisões sobre os investimentos, sempre visando os interesses dos investidores?

- Como medir a performance das divisões confrontando os resultados dessas entidades econômicas individuais ou centros de resultados, com o custo de capital da empresa?

O conceito e a criação dos centros de investimentos nas empresas é fruto de uma ampliação do conceito dos centros de lucros ao estabelecer a relação entre o lucro alcançado e os investimentos efetuados pelas unidades ou divisões das empresas. (cfe. Kaplan, 1982, p.657). Ao relacionarmos o lucro obtido pelas divisões da empresa com os ativos ou investimentos efetuados nas mesmas, estamos tentando determinar se o lucro gerado é suficiente para proporcionar o retorno esperado sobre o investimento nos ativos.

Ao medirmos o retorno sobre o capital investido estamos também focando as decisões tomadas pelos gerentes nos níveis de capital de giro investidos – particularmente contas a receber e estoques – utilizados pelas divisões descentralizadas.

Por exemplo, para guiar suas decisões de investimentos e avaliar a performance de suas unidades de negócio, a companhia DuPont desenvolveu o critério do retorno sobre o investimento (return-on-investment – ROI), medido pela divisão do lucro operacional líquido (depois da depreciação, mas antes da dedução dos juros de longo prazo) pelos ativos líquidos ou RsAL (que em inglês significa Return On Net Assets - RONA) (cf. Kaplan, 1982, p.683).

A companhia DuPont utilizou inicialmente o RsAL (RONA em inglês) para guiar as decisões de investimentos entre as divisões, não para avaliar a performance dos gerentes das divisões. Somente em 1920, o RsAL passou a ser utilizada como uma medida para auferir o desempenho a performance administrativa e divisional das empresas, quando a DuPont e a General Motors reorganizaram-se e adotaram o conceito multidivisional onde os gerentes passam a ser cobrados pela atenção dada as decisões operacionais e de investimentos de suas divisões.

Ambas as companhias passaram a utilizar o conceito de centros de investimentos, que são divisões descentralizadas, onde os gerentes são cobrados e avaliados não apenas pelas decisões operacionais de curto prazo relacionadas ao mix de produtos, preço ou métodos de produção, mas também pelo nível e tipo de investimentos efetuados em suas divisões.(op. cit., p.683).

Alfred Sloan foi o maior entusiástico defensor dos planos de incentivos para o primeiro escalão gerencial. Ele implementou o plano de bonificação da General Motors em 1918 para aumentar o interesse comum entre gerentes seniors e os investidores. A General Motors descentralizou suas decisões operacionais e, antes de instituir o plano de bonificação, focado na atenção e nas recompensas do desempenho divisional, os executivos foram incentivados a pensar no sucesso e bem-estar global da empresa. (Sloan A., 2001, p.20)

Alfred Sloan implementou um sistema de bonificação para remunerar os gestores nos níveis divisionais. Sloan valorizava muito os incentivos gerenciais, mas a sua maior contribuição para a empresa foi estabelecer um entendimento claro do objetivo da GM e depois então comunicar essa visão para toda a organização. Ele praticamente inventou a moderna corporação multidivisional.

E qual era o objetivo da GM? Sua política geral foi publicada no NACA BULLETIN em 1 de Janeiro de 1927 e consistia em: o retorno do investimento é a base da política da General Motors com relação à determinação do preço do produto. A consideração fundamental é o retorno médio durante um período de tempo prolongado, e não a taxa específica de retorno durante qualquer ano ou curto período de tempo em particular. A taxa de retorno do investimento a longo prazo representa o ponto de vista oficial quanto à mais alta taxa de retorno média que pode ser esperada e que seja consistente com um sadio crescimento do negócio e à qual podemos nos referir como o retorno econômico alcançável.

A política de preços da GM foi expressa na concepção de volume padrão e retorno econômico alcançável. A política implementada definiu que o preço padrão de um produto seria formatado com base na capacidade anual real de operação da empresa e no retorno anual que esse produto produzirá sobre os investimentos efetuados. Por exemplo, se for a política aceita que o volume padrão representa 80% da capacidade anual real, e que uma média de 20% ao ano devem ser ganhos sobre o capital operacional, torna-se possível determinar o preço padrão de um produto.

O RsAL ou RONA é uma das mais comuns e usuais medidas de desempenho para avaliar a performance dos centros de investimentos ou das divisões de uma empresa. Mas esta medida de desempenho apresenta muitos defeitos ou limitações.

Gerentes com o objetivo de maximizar o RsAL ou RONA de

suas divisões, acabam por rejeitar investimentos que apesar de atingirem retornos que excedam os custos do capital que financiará esses investimentos, irão diminuir o RsAL da divisão.

A lógica deste indicador leva ao limite absurdo de engajar os gerentes divisionais a limitarem ou diminuírem cada vez mais suas bases de investimento ou ficarem concentrados em um único projeto que gera elevados índices de RsAL, mas sobre uma base de capital extremamente reduzida (cfe. Kaplan, 1982, p.665).

O último problema representa hoje um sério risco nas empresas japonesas. Poucas das maiores empresas japonesas tiveram grandes RONAs nos últimos anos, situação que piorou com a recente crise econômica daquele país. Em 1997, o RONA médio das grandes companhias japonesas foi praticamente zero. Mesmo assim, a pressão crescente dos mercados de capitais levou muitas delas a adotarem o RONA ou o retorno sobre o patrimônio líquido – RPL (em inglês ROE – return on equity) como indicadores do desempenho corporativo. Se os gestores dessas empresas são avaliados pelo RONA, mesmo sendo este significativamente menor do que o CMPC ou WACC, eles são estimulados a investir em projetos de capital que gerem menos do que o CMPC ou WACC, desde que superem o RONA existente. Como resultado, as empresas japonesas destruidoras de valor podiam estar investindo volumes crescentes de recursos em atividades destruidoras de valor, complicando cada vez mais a sua própria situação e da economia japonesa como um todo. (cfe Young e O'Byrne, 2003, p.53).

As decisões incorretas tomadas pelos gerentes divisionais, em função da utilização do RsAL ou RONA como métrica para avaliação de desempenho de suas divisões correspondentes, foram minimizadas com o surgimento da métrica denominada lucro residual (em inglês residual income). Um custo de capital é especificado para a divisão e aplicado sobre o investimento efetuado nesta divisão. O custo de capital é subtraído do lucro operacional líquido e o lucro remanescente é denominado lucro residual – o lucro remanescente após o custo do capital empregado para a realização dos investimentos. Critério idêntico ao utilizado em 1930 pela companhia japonesa Matsushita. O lucro residual é uma medida de lucro econômico e não contábil de mensuração de resultado. (cfe. Kaplan, 1982, p.665).

O lucro residual é um indicador de lucro "econômico", pois baseia-se na idéia de que um negócio, para gerar o que no conceito dos economistas chama-se de "renda" (isto é, retorno anormal sobre um investimento), as receitas devem ser suficientes para cobrir não somente todos os custos operacionais, mas também os custos de capital (incluindo o custo de financiamento do capital próprio). Não há criação de riqueza para os investidores quando não há geração de lucro no sentido econômico. (cfe. Young e O'Byrne, 2003, p.45).

Mas o método do lucro residual não soluciona os problemas inerentes a mensuração de lucratividade divisional. Em particular o conceito de lucro residual não soluciona o problema de contabilização da depreciação dos ativos fixos pelo método de depreciação linear anual. Se o valor residual dos ativos é utilizado o lucro residual irá aumentar apenas com a passagem de tempo. Se for considerado sempre o valor dos ativos sem considerar a depreciação, os gerentes podem aumentar o lucro resi-

dual de suas divisões tomando decisões contrárias aos interesses da empresa. (cfe. Anthony, Dearden, e Bedford, 1989, p.378).

Em um estudo efetuado por James S. Reece e William R. Cool¹ com base nas publicações da revista Fortune 620 empresas foram selecionadas e responderam a um questionário. Destas 65% efetuavam suas análises de performance com base no retorno sobre os ativos líquidos (RsAL ou RONA), 28% utilizavam o RsAL juntamente com o lucro residual e apenas 2% utilizavam apenas o lucro residual.

Apesar do lucro residual considerar o conceito de criação de valor ou seja, considerar que agrega-se valor quando o lucro gerado cobre o custo de todo o capital empregado (seja capital de terceiros e/ou próprio) e ter revolucionado o conceito de lucro econômico, o retorno sobre os ativos líquidos sempre foi indiscutivelmente mais amplamente utilizado no mundo dos negócios.

O capital atingiu um grau de mobilidade que não encontra precedente na história da humanidade, indo sempre aos lugares onde é mais valorado. Em outras palavras, o capital não fica mais "grudado" aos investimentos. Ele se move, e esse movimento ocorre sempre que os investidores tenham expectativas que o seu dinheiro estará melhor aplicado em algum outro lugar.

Nesse novo mundo a visão predominante de gerar riqueza para o acionista é conseqüência de vários acontecimentos: (1) globalização e desregulamentação dos mercados de capitais; (2) fim dos controles sobre capitais e câmbio; (3) avanços em tecnologia de informações; (4) maior liquidez no mercado de títulos; (5) melhoria na regulação dos mercados de capitais; (6) mudança de atitude das novas gerações para poupar e investir; (7) expansão dos investimentos institucionais.

Hoje, cada vez mais executivos reconhecem que as pressões por lugares crescentes nos mercados de capitais desregulados levaram centenas de grandes companhias em todo mundo a adotar novas métricas de performance para acompanhar o sucesso da administração na criação de valor. Todos os executivos sabem que, para sobreviver e crescer as empresas precisam ser competitivas em termos de custos operacionais – como mão-de-obra, matéria-prima e custos administrativos. O que há de novo é que a sobrevivência agora requer também custos competitivos do capital, uma realidade ainda não totalmente assimilada por muitos administradores.

Até recentemente poucos executivos entendiam ou sentiam que precisavam do lucro residual como medida de desempenho para auxiliar inclusive no processo decisório. Ao ressuscitar o lucro residual e embala-lo como EVA, algumas modificações começaram a ficar evidentes: 1) o EVA utiliza avanços da teoria de mercados de capitais, que não estavam disponíveis para os usuários de lucro residual, para produzir estimativas confiáveis para o custo do capital próprio; 2) o lucro residual na forma do EVA, foi "liberado" dos princípios contábeis geralmente aceitos (PCGA), isto porque o EVA parte do princípio que o lucro deve sofrer alguns ajustes de tal forma a fornecer medidas de desempenho presumivelmente mais confiáveis do que o lucro residual não-ajustado. (Young e O'Byrne, 2003, p. 101).

Para criar valor para os seus acionistas, as empresas devem gerar retornos sobre o capital investido que excedam o custo desse capital. Conceitos que vêm sendo discutidos há décadas

¹- James S. Reece and William R. Cool, "Measuring Investment Center Performance", Harvard Business Review, Maio-Junho, 1978.

e cada vez mais novas métricas vem surgindo com o intuito de permitir ao gestor a percepção de criação de valor.

Nos anos recentes, os escores de firmas de consultoria ingressaram na arena da mensuração baseada em valor, competindo pelos corações e mentes dos executivos corporativos. Para diferenciar os seus serviços, essas empresas promovem as suas próprias métricas orientadas a valor como: Valor Econômico Adicionado (mais conhecido pela abreviatura da expressão em inglês, EVA – Economic Value Added), Ganho Econômico, Lucro Econômico, Retorno sobre os Ativos Líquidos (RsAL – mais conhecido pela abreviatura da expressão em inglês, RONA – Return On Net Assets)

O jornalista Randy Myers (1996, p.41) denominou este fato de “a Guerra das Métricas”. Para diferenciar os seus serviços, essas empresas promovem as suas próprias métricas orientadas a valor, algumas das quais são meramente variantes do EVA. O Ganho Econômico (*Economic Earnings*), da A. T. Kearney, e o Lucro Econômico (*Economic Profit*), da McKinsey, são exemplos.

E nessa guerra de métricas o que realmente está trazendo-se de novo para a avaliação das empresas? Como fica a mente dos gestores e fornecedores de capital quando da necessidade de tomada de decisões nesse mar de informações, cálculos e métricas.

A idéia por detrás do EVA é bastante simples – as empresas são realmente lucrativas e criam valor apenas quando sua receita é maior que o custo de todo o capital que utilizam para financiar suas operações.

O EVA elucidou a necessidade dos executivos obterem um lucro na operação capaz de pagar a demanda dos financiadores. A medida convencional de desempenho, o lucro líquido, leva em consideração o custo de capital de terceiros, que aparece nas demonstrações financeiras como despesas de juros, mas, não reflete o custo do capital próprio. Portanto, uma empresa pode apurar lucros líquidos positivos e ainda assim não ser lucrativa, no sentido econômico, porque não está cobrindo seu custo do capital próprio, investido pelos seus acionistas. O EVA reconhece corretamente que, a fim de mensurar de forma adequada o desempenho de uma empresa, é necessário compreender e calcular o custo de todos os capitais empregados, inclusive os capitais próprios.

Fazer com que os gerentes aceitem a criação de valor como objetivo da organização, requer não apenas que os mesmos entendam porque a criação de valor é tão importante, mas também devem compreender profundamente os conceitos que sustentam a criação de valor, como o valor presente líquido.

Em resumo uma das pedras fundamentais da administração baseada no valor é tornar os dados financeiros acessíveis a todos os gerentes, não apenas aos especialistas. As percepções e as tecnologias financeiras deverão estar disponíveis e entendidas, possibilitando aos executivos, administradores e gerentes identificarem onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

Mudar atitudes entre executivos operacionais requer transparência nas funções financeiras e de contabilidade, o que significa não apenas comunicar claramente os objetivos financeiros aos empregados, mas também conseguir que eles “comprem” esses objetivos. Executivos e empregados devem enten-

der quais são os objetivos financeiros da empresa, porque esses objetivos foram escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los. A “compra”, ou a aceitação da necessidade de criar valor, é impossível sem tal entendimento. Um número crescente de responsáveis por departamentos financeiros está aprendendo essa lição.

Milhares de empresas já implementaram, em algum nível, idéias baseadas em valor, mas mesmo assim a experiência é ainda recente. Somente a partir do início dos anos 90 é que muitas empresas passaram a adotar formalmente o EVA e sistemas de gestão baseados em valor.

A pouca experiência das empresas na utilização deste novo conceito no processo de gestão e a elevada competição entre as maiores firmas de consultoria do mundo (cada uma munida com várias práticas de gestão baseada em valor e com os seus próprios produtos diferenciados), aliadas ao fato de que o custo de capital de uma empresa é afetado por suas políticas de financiamento e de investimento e requer o entendimento dos gestores do impacto dessas políticas na criação de valor, são problemas que nortearam esse trabalho.

O EVA é uma métrica utilizada para avaliação de desempenho direcionada para a criação de valor da empresa e a sua real utilidade, demonstrando que seus conceitos já norteiam a anos o mundo de finanças.

Todos os processos e sistemas mais importantes da empresa devem estar orientados à criação de valor. A criação de valor para o acionista, por exemplo, deve ser objetivo central na gestão da cadeia de suprimentos da empresa ou nas atividades de desenvolvimento de novos produtos (cfe. Young e O’Byrne, p.30)

Nos últimos anos, uma nova ferramenta de avaliação vem sendo utilizada tanto pelas empresas quanto pelo mercado. O *Economic Value Added* – EVA ou Valor Econômico Adicionado – é o valor que a empresa agrega à riqueza dos acionistas. O EVA está baseado na premissa de que “... para criar valor para os seus acionistas, as empresas devem gerar retornos sobre o capital investido que excedam o custo deste capital...” (Young e O’Byrne op. cit. p. 20).

A história do EVA começa na década de 80, em Nova York, quando foi desenvolvido pela empresa de consultoria Stern Stewart & Company. Juntamente com o EVA, a empresa criou também o *Market Value Added* – MVA ou Valor de Mercado Adicionado, sendo os dois métodos marcas registradas da empresa (cf. Schilling, 1995).

Os termos EVA e MVA são exclusivos da consultoria, mas “... outros utilizam nomes diferentes para o mesmo conceito”. Os autores Copeland, Koller e Murrin se referem ao “modelo de lucro econômico”, ao passo que Rappaport se refere à “criação de valor acionário”. (apud Lehn e Makhija, 1996) .

Em *The quest for value*, Bennett Stewart III apresenta o EVA como lucro residual. No entanto, o Lucro Residual e o Retorno Mínimo de capital são conceitos antigos e conhecidos desde 1917, aparecendo pela primeira vez na literatura da contabilidade gerencial na década de 60.

A cada ano, a Revista *Fortune* divulga análises de empresas à luz dos conceitos do EVA, as quais conseguiram adicionar valor aos seus acionistas. Além dessa, os artigos apresentam também as empresas que não adicionaram valor, além de comentários a respeito da atuação do desempenho econômico de cada uma delas. Os artigos da *Fortune* ajudam a divulgar o

conceito e, ao mesmo tempo, mostram a performance das empresas dos EUA que adotaram essa nova concepção como forma de desempenho global, contrapondo-se àquelas que não a adotaram.

A AT&T adotou o EVA como a principal medida de desempenho dos seus gerentes de unidades de negócios. O presidente da Aveias Quaker, William Smithburg, disse que "o EVA faz com que os gerentes ajam como acionistas. É o verdadeiro credo corporativo para a década de 1990".

Surpreendentemente, muitos executivos de sociedades anônimas não têm nenhuma idéia de quanto capital estão utilizando, ou de quanto custa esse capital. O custo do capital obtido via endividamento é fácil de determinar, porque aparece nas demonstrações financeiras como despesas de juros; entretanto, o custo do capital próprio, que é, em realidade, muito maior, do que o custo do capital obtido por endividamento, não aparece nas demonstrações financeiras.

Em resultado disso, os gerentes freqüentemente consideram o capital próprio como capital sem custo, mesmo que na verdade, ele tenha um alto custo. Assim, até que uma equipe de gerentes determine o seu custo do capital, ela não pode saber se está cobrindo todos os custos e, portanto, acrescentando valor à empresa (cf. Young e O'Byrne, 2003, p.147).

Ainda que o EVA seja, talvez, o conceito mais amplamente discutido em finanças hoje, ele não é novo; a necessidade de ganhar mais do que o custo do capital é uma das idéias mais antigas no mundo dos negócios. No entanto, esta idéia freqüentemente é deixada de lado por causa de um enfoque equivocado, centrado na contabilidade convencional (cf. Young e O'Byrne, 2003, op. cit., p.20).

Em outras palavras, o EVA é realmente apenas um caminho alternativo para se perceber o desempenho corporativo, mas as idéias básicas por trás do EVA não são novas. O EVA é essencialmente uma reembalagem de princípios fundamentais de finanças corporativas e de gestão financeira que são conhecidos de longa data.

Segundo Grant (1996), este "...dispositivo de mensuração econômica coloca a lucratividade residual da empresa acima do débito e dos custos patrimoniais do capital empregado..." (1996, p.42).

O EVA se baseia na noção de lucro econômico (também conhecido como *lucro residual*), que considera que a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais e também o custo do capital (cf. Young e O'Byrne, 2003, p.31).

O EVA mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo deste capital. É, portanto, similar à mensuração contábil convencional do lucro, mas com uma importante diferença: o EVA considera o custo de todo o capital, enquanto o lucro líquido divulgado nas demonstrações financeiras da empresa considera apenas o custo do tipo mais visível de capital – os juros –, ignorando o custo do capital próprio. (op. cit., p.20).

Segundo Brigham e Houston (1999, p.342) "... o EVA foi projetado para mensurar a verdadeira rentabilidade de uma empresa e é calculado como sendo os lucros operacionais líquidos de impostos, menos o custo anual de todo o capital utilizado pela empresa ..."

As medidas de desempenho gerencial devem ser avaliadas

ao longo de períodos, digamos, três meses, seis meses ou um ano. Requerem-se medidas de desempenho que:

1. possam ser calculadas nos níveis divisionais, proporcionando visibilidade para gerentes divisionais;
2. representem fluxos, não estoques, permitindo avaliações por período;
3. promovam a criação de riqueza para o acionista

Com o objetivo de atender a essas medidas de desempenho, surge o EVA cujo cálculo é apresentado como segue:

	Vendas líquidas
(-)	Despesas Operacionais
=	Lucro operacional (ou lucro antes das despesas financeiras e do imposto de renda = EBIT)
(-)	Imposto de renda
=	Lucro operacional líquido após imposto de renda (NOPAT)
(-)	Custo do capital (capital investido x custo do capital)
=	EVA

Figura 1 – Modelo simplificado utilizado para cálculo do EVA

Fonte: Young e O'Byrne, 2003, p.44

Onde EBIT (*earnings before interest and tax*) ou LO (*lucro operacional*) = lucro operacional antes das despesas financeiras e do imposto de renda, NOPAT (*net operating profit after tax*) = lucro operacional líquido após imposto de renda (a taxa de imposto de renda é aplicada ao EBIT ou LO) e custo do capital = capital investido x custo médio ponderado do capital.

O EVA é apresentado como sendo: "... a renda residual ou lucros operacionais menos a taxa cobrada pelo uso do capital..." (Stewart, 1990, p.137). O lucro operacional líquido é chamado de NOPAT, e a taxa cobrada pelo uso do capital é o custo do capital empregado.

$$EVA = NOPAT - CC, \text{ ou}$$

$$EVA = LO \times (1 - IR) - CC$$

onde: LO é o Lucro Operacional, ou também EBIT, CC é o custo do capital empregado e IR é a taxa de imposto de renda aplicada ao LO.

O NOPAT é o lucro operacional da empresa antes das despesas financeiras, líquido do imposto de renda, isto é líquido da taxa do imposto de renda aplicada ao EBIT ou LO, que expressa quanto às operações correntes da empresa geraram de lucro. O custo do capital é igual ao capital investido vezes o Custo Médio Ponderado do Capital - CMPC (conhecido em inglês como *Weight-Average Cost of Capital - WACC*), que é igual à soma dos custos de cada componente de capital – dívidas de curto e longo prazo e patrimônio do acionista – ponderados por sua proporção relativa, a valor de mercado, na estrutura de capital da empresa.

A proporção relativa na estrutura de capital da empresa, ou o peso de cada componente de capital em relação à estrutura da empresa, podem ser calculados como valor contábil ou valor de mercado. Os pesos de valor contábil são baseados no uso de

valores contábeis para determinar a proporção de cada tipo de capital na estrutura financeira da empresa. Os pesos de valor de mercado medem a proporção de cada tipo de capital em seu valor de mercado. (cf. Gitman, 1997, p.397).

O capital investido é a soma de todos os financiamentos da empresa, apartados dos passivos não-onerosos de curto prazo, como contas a pagar a fornecedores e provisões pra salários e impostos. Ou seja, o capital investido é igual à soma do patrimônio líquido que pertence ao investidor com os empréstimos e financiamentos, de curto e longo prazos, pertencentes a credores (cf. Young e O'Byrne, 2003, p.51).

A interpretação do resultado está ligada à criação de valor ou de riqueza. Uma empresa só cria valor quando o resultado líquido das suas operações é superior ao custo de capital para realizá-lo – EVA positivo. Por outro lado, a situação contrária – EVA negativo – é sinal de perda de valor ou de riqueza. (cf. Grant, 1996, p.43).

De acordo com Brigham e Houston (1999, p.342) "... uma empresa pode apurar lucros líquidos e ainda assim não ser lucrativa, no sentido econômico, porque não está cobrindo seu custo do capital próprio. O EVA reconhece corretamente que, a fim de mensurar de forma adequada o desempenho de uma empresa, é necessário compreender e calcular o custo de todos os capitais empregados, inclusive os capitais próprios ...".

O EVA se diferencia de outras medidas de lucro residual por não estar limitada pelos princípios contábeis geralmente aceitos (PCGA). Essa diferença tem a vantagem potencial de produzir números economicamente mais válidos, mas ao custo de um aumento na complexidade dos cálculos.

Mas um único indicador de desempenho não deveria ser utilizado em todas as situações. A maioria das empresas se vale de um certo número de medidas, cada uma gerando benefícios variados e atendendo a diferentes propósitos (cfe. Young e O'Byrne, 2003, p.369).

O principal apelo das medidas baseadas em componentes do lucro residual, como o RONA, é que embora as suas vinculações ao lucro residual não sejam diretas, elas são mais fáceis de calcular e de serem observadas nos níveis divisionais e subdivisionais da firma. Já as medidas baseadas no mercado, apesar de incorporarem as expectativas do mercado sobre o crescimento futuro, somente podem ser mensuradas nas entidades com ações publicamente negociadas, não sendo, portanto, utilizadas nos níveis divisionais, como é o caso do MVA. Quanto às medias de fluxos de caixa além de serem fáceis de calcular, oferecem a vantagem de avaliar a capacidade de um negócio em gerar fluxo de caixa, que é atualmente um dos fatores que o mercado de capitais mais valoriza (cfe. Young e O'Byrne, 2003, p.372).

Já as medidas tradicionais de lucro, como o lucro líquido e o LPA (lucro por ação), têm a virtude importante de já estarem disponíveis nos relatórios financeiros exigidos. Além disso, a despeito das críticas dos que defendem o fluxo de caixa, elas são acompanhadas de perto pelo mercado de capitais e têm-se revelado, conforme estudos com pesquisas empíricas, surpreendentemente adequadas para explicar o preço das ações.

Embora o uso de métricas não-baseadas no EVA possa às vezes sinalizar uma falta de compromisso com o EVA, tais indicadores podem sugerir preocupações importantes (cf. Young e O'Byrne, 2003, p.291). Por exemplo, a utilização do lucro como

uma segunda medida pode indicar a preocupação de que o uso do custo do capital para a avaliação do desempenho interno aumenta o risco de subinvestimento (concretamente, a tendência de os gerentes evitarem investimentos geradores de valor porque o EVA pode diminuir no curto prazo).

O EVA apesar de ser uma recombinação de princípios fundamentais de finanças corporativas, tornou a moderna teoria de finanças (e suas implicações gerenciais) mais acessível aos administradores corporativos com pouco conhecimento de finanças ou que achavam que nunca precisariam conhecer dessa área.

As idéias podem não ser originais, mas há conteúdo na forma, especialmente em um ambiente empresarial povoado por administradores que não raro são instintivamente hostis a finanças. O EVA ajuda os gestores a entender melhor os objetivos financeiros da empresa e, assim, os auxilia em atingir esses objetivos.

Mas, a criação sustentada de valor não é possível sem que primeiro se identifique as habilidades da empresa (ou, para usar a linguagem da moda, suas *core competencies*, ou seja, suas competências essenciais). A atuação em mercados de uma maneira única, que dificulte a replicação por outras empresas, é que torna possível que uma empresa adicione valor e gere retornos maiores do que o custo do seu capital. Em resumo, as empresas devem determinar onde podem adicionar valor e onde podem apenas cobrir o custo do capital investido.

Nenhuma empresa utiliza uma única medida para mensurar o desempenho. Diferentes medidas servem a diferentes propósitos. Mas, mais importante do que focar as métricas é direcionar os esforços da empresa para melhor administração de seus ativos e fontes de financiamentos. As empresas podem fundear os processos de crescimento em tempos de custo de capital elevado e dificuldades maiores de obtenção de linhas de financiamento de longo prazo, ao explorarem melhor as reservas de caixa "escondidas" nos balanços.

A real criação de valor vem das estratégias certas, bem como dos processos e sistemas adequados capazes de gerar os benefícios econômicos dessas estratégias. A atuação em mercados de uma maneira única, que dificulte a replicação por outras empresas, é que torna possível que uma empresa adicione valor e gere retornos maiores do que o custo do seu capital. Em resumo, as empresas devem determinar onde podem adicionar valor e onde podem apenas cobrir o custo do capital investido.

Os executivos antes de utilizarem métricas de desempenho para tomarem decisões devem entender o efeito de suas decisões no sucesso da empresa. Para crescer é preciso que a empresa invista e para isso é preciso que tenha recursos. Quanto mais recursos sobrarem pela correta administração do capital de giro, menos financiamentos serão necessários e a própria empresa, pela gestão eficaz de sua operação, estará gerando recursos que serão reinvestidos, agregando-se verdadeiramente valor para seus acionistas.

A maioria das empresas até hoje continua tendo foco no esforço para melhorar a sua gestão do capital de giro. A melhora da logística com os fornecedores de recursos, a maior rapidez no recebimento de dinheiro dos clientes, ou seja, a gestão dos componentes do capital de giro – contas a receber, estoques e contas a pagar, propiciam melhora de performance e conseqüente maximização do EVA, sem que se foque obrigatória-

mente o indicador. Antes de utilizarem indicadores os executivos precisam conhecer os conceitos de finanças que os norteiam para que o negócio cresça e conseqüentemente reflita-se

nos indicadores de desempenho. As métricas de desempenho são um espelho do estilo da gestão e dos relacionamentos de trabalho da empresa.

2 - BIBLIOGRAFIA

- 1 ANTHONY, Robert N., DEARDEN, J., VANCIL, R.F. *Management Control Systems: Cases and Readings*. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1965.
- 2 BILMES, L., WETZKER, K., XHONNEUX, P. Value in Human Resources. *Financial Times*, February 10, p.10, 1997.
- 3 BRIGHAM Eugene F., HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- 4 GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7.ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- 5 GRANT, James L. Foundations of EVA for Investment Managers. *The journal of portfolio management*, p.41-48, 1996.
- 6 KAPLAN Robert S., ATKINSON, Anthony A. *Advanced Management Accounting*. 2.ed. Prentice Hall, 1989.
- 7 KAPLAN, R., NORTON, D. The Balance Scorecard-Measures that Drives Performance. *Harvard Business Review*, January-February, 1992.
- 8 LEHN, Kenneth, MAKHIJA, Anil K. EVA e MVA: as Performance Measures and Signals for Strategic Change. *Strategy & Leadership*, p.34-38, may/jun., 1996.
- 9 MYERS, R. Metric Wars. *CFO Magazine*, p.41-50, October, 1996.
- 10 SCHILLING, George, Schilling and Associates. Working Capital's Role in Maintaining Corporate Liquidity. *TMA journal*, p.3-7, Sep./Oct., 1996.
- 11 SLOAN Jr., Alfred P. *Meus Anos com a General Motors: Negócio*, 2001.
- 12 STEWART, G. Bennet III. *The quest for Value*. USA: Harper Business, 1990.
- 13 YOUNG, David S., O'BYRNE, Stephen F. *EVA e Gestão Baseada em Valor: guia prático para implementação*. Porto Alegre: Bookman, 2003.