

# VANTAGENS E DESVANTAGENS DA MENSURAÇÃO DO LUCRO ECONÔMICO: USO DO *ECONOMIC VALUE ADDED* – EVA

*Ângela Böckmann Siqueira* \*

## 1. INTRODUÇÃO

A globalização da economia, a velocidade e a qualidade das informações, o avanço das telecomunicações e da informatização e o aprimoramento de técnicas gerenciais são aspectos que contribuem de forma expressiva para a crescente e irreversível competitividade dos mercados. Nesse ambiente de rápidas mudanças, onde a busca por resultados é uma constante, o valor tem-se tornado cada vez mais questionado e discutido nas organizações, impondo-se-lhes a necessidade de estar permanentemente alertas e aptas a enfrentar as crises com vistas à produção de riquezas.

Para tanto as empresas estão sempre em busca de elementos que lhes proporcionem um diferencial em relação à concorrência, quer seja em termos de estratégias, quer seja em termos de produtos, preços, informações ou tecnologia. Dentro deste contexto, é que se desenvolve o presente trabalho, cujo objetivo é fazer uma análise do *Economic Value Added* – EVA, apresentando o fim a que o modelo se destina, segundo seus criadores, e confrontando diversos posicionamentos em relação à sua eficácia e eficiência, na tentativa de ressaltar seus aspectos positivos e negativos.

É importante salientar que o texto não tem o intuito de apresentar as pes-

---

\* Pós-graduada em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília.

quisas e pronunciamentos como verdade absoluta, mas de conduzir o leitor ao raciocínio e à identificação de aspectos relevantes em relação ao tema, questionados e apresentados por pessoas qualificadas e de renome.

O trabalho foi dividido em três etapas distintas, mas interligadas. A primeira é uma explanação do que vem a ser o modelo *EVA*, de forma simples e compreensível, com algumas informações quanto ao seu surgimento, apresentando aspectos relevantes em relação ao seu cálculo, os ajustes e definições de determinantes envolvidas, um



## 2. *ECONOMIC VALUE ADDED – EVA, VALOR ECONÔMICO AGREGADO*

**A**valiar o desempenho de uma empresa com o objetivo de saber se o modelo de gestão adotado tem garantido bons resultados operacionais e financeiros e uma elevação de seu valor agregado é, para muitos, tarefa árdua e complexa. Na tentativa de sanar estas dificuldades, foi criado o *Economic Value Added – EVA*, ferramenta para medição do desempenho empresarial, cuja marca registrada é da empresa de consultoria de Nova York Stern Stewart & Company, à qual se atribui a popularização do conceito.

Apesar de o *EVA* ter-se tornado recentemente popular, o conceito não é novo, tanto no meio acadêmico quan-

comparativo entre o *EVA* e o *Market Value Added – MVA*.

A segunda etapa faz uma abordagem de empresas, tanto no Brasil como no resto do mundo, que utilizam o *EVA* no dia-a-dia, destacando resultados satisfatórios advindos do seu uso e evidenciando situações práticas de mudança comportamental e estratégica, que se viabilizaram mediante o implemento do modelo.

Por fim, a terceira e última etapa mostra um debate entre executivos e pessoas do meio acadêmico sobre as vantagens e desvantagens do *EVA*.

to no empresarial. Há notícias de que já tinha sido introduzido pela General Motors por volta de 1920, tendo sido posteriormente esquecido. O economista David Ricardo também falava em seus tratados de economia, por volta de 1823, na riqueza das empresas em termos de valor agregado.

É importante apresentar o Valor Econômico Agregado como medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa. Pode ser também entendido como resultado apurado pela sociedade que excede a remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital.

Dessa forma, o *EVA* torna-se um indicador que, segundo seus defensores, permite a executivos, acionistas e investidores avaliar com clareza se o capi-

tal empregado num determinado negócio, ou em cada operação dentro da companhia, está sendo bem aplicado. Para isso, calcula-se a riqueza gerada em um determinado espaço de tempo — rentabilidade real — e faz-se a comparação entre ela e o capital aplicado, pois não basta apenas a empresa gerar lucros em grande monta, se o capital utilizado para tanto for muito superior à riqueza produzida.

A essência do *EVA* é a obtenção do lucro econômico, cujo cálculo leva em conta todo o capital empregado no negócio, e não somente o de terceiros, como ocorre nos demonstrativos contábeis. A eficiência do gerenciamento sob essa ótica decorre do cuidado que os gerentes têm na tomada de decisões, de forma a obter melhores resultados.

Para chegar ao cálculo do *EVA*, é imprescindível o conhecimento do cus-

to total do capital utilizado pela empresa. Esse custo é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento, tanto da própria como da de terceiros, ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado, tanto o fixo como o de giro. Representa em sua essência o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensação do risco assumido no negócio.

É relevante observar que a apuração do *EVA* exige algumas adaptações nos demonstrativos contábeis de onde as principais informações para o seu cálculo são extraídas. A partir daí será obtido o resultado operacional efetivo da empresa, após corrigidas eventuais “distorções” decorrentes das políticas contábeis por ela utilizadas. Iremos neste ponto detalhar a metodologia de cálculo do *EVA*, iniciando pelo lucro operacional líquido.



## 3. *LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO*

**O** lucro operacional líquido é o lucro total gerado pelas operações da entidade e pode ser apurado a partir de ajustes realizados na DRE, onde se excluem despesas financeiras, despesas e receitas não usuais ou não operacionais. É igual à receita menos as despesas operacionais menos os impostos.

É importante observar que o lucro

operacional líquido usado no cálculo do *EVA* difere do definido na legislação societária, especialmente por três motivos: exclusão da despesa financeira, que de forma errônea é considerada como operacional pela lei; inclusão como operacional das receitas financeiras; e apuração do imposto efetivo, excluindo-se a economia de imposto decorrente do uso do capital de terceiros.



**4. AJUSTES NA BASE DE DADOS PARA O CÁLCULO DO EVA**

Antes de ser utilizado no cálculo do EVA, o ativo operacional deverá ser ajustado, de modo a abranger todos os investimentos necessários à empresa para gerar receita operacional. Deverão ser feitas as seguintes exclusões:

- excedentes de caixa, ou seja, aplicações financeiras que excedem o chamado caixa mínimo operacional. O caixa mínimo operacional é formado pelos recursos necessários para fazer face às previsões de desembolso de curtíssimo prazo, mais uma margem de segurança;
- créditos a receber de natureza não operacional, como empréstimos concedidos a controladas e coligadas;
- participações em outras empresas, relevantes ou não. O valor das participações merecerá estudo à parte, em razão de uma estrutura de capital própria;
- immobilizações ociosas, como terrenos e instalações que não estejam contri-

buindo para a formação da receita operacional.

Do passivo operacional poderão ser excluídos as obrigações e os financiamentos, quando vinculados diretamente a um ativo não operacional. Deverão ser excluídas da demonstração de resultado as receitas e despesas não operacionais, como o resultado da equivalência patrimonial, receitas financeiras do caixa excedente e outras.

O Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado deverão estar preferencialmente expressos em moeda constante, para servirem de base à realização dos ajustes, e as immobilizações com valor de mercado muito acima ou muito abaixo do valor contábil deverão sofrer uma reavaliação espontânea.

Além disso, devem-se agregar ao volume de investimentos da empresa os gastos em pesquisa e desenvolvimento e similares. Na prática contábil esses desembolsos são levados diretamente ao resultado como despesas do exercício. No cálculo do EVA, esses gastos representam um ativo da empresa que deve beneficiá-la em exercícios futuros.



**5. DEFINIÇÃO DO CAPITAL A SER USADO NO CÁLCULO DO EVA**

O capital utilizado no cálculo do EVA é definido pelos ativos operacionais ajustados em decorrência de algumas distorções con-

tábeis, tais como venda de ativos, investimentos em reestruturação etc. Devemos considerar o que pagamos pelo ativo imobilizado, acrescido do capital de giro e do investimento de capital, como treinamento, pesquisa e desenvolvimento etc. Esses investimentos de ca-

pital devem ser amortizados dentro de um prazo considerado adequado, geralmente de dois a cinco anos para treinamento e de cinco a dez para P&D.

Podemos afirmar que, basicamente,

o capital considerado para o cálculo do EVA é igual ao capital de giro, ou seja, ativo circulante menos passivo circulante não oneroso, mais ativo permanente e outros ativos operacionais onde:

Ativo Circulante	= Caixa e Banco Conta Movimento + Contas a Receber + Estoques + Outras Contas a Receber
Passivo Circulante	= Fornecedores + Outras Contas a Pagar + Impostos a Pagar + Dividendos a Pagar e Outros
Capital de Giro	= Ativo Circulante – Passivo Circulante
Outros Ativos	= IR e Contribuições Diferidas + Outros Ativos – Outras Obrigações de Longo Prazo – IR e Contribuições Diferidas – Provisões Contingenciais + Ganhos e Perdas não usuais Acumulados
O capital seria definido como:	
Capital	= Capital de Giro + Ativo Permanente + Outros Ativo



**6. CONSIDERAÇÕES SOBRE O CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO E DE TERCEIROS**

O custo do capital próprio, representado pelo patrimônio líquido, é o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto aos seus investidores. Eles podem optar por aplicar o seu dinheiro em ativos financeiros livres de risco — poupança e títulos públicos — ou, caso desejem um retorno melhor, em ativos de maior risco. O seu verdadeiro custo é o que os seus acionistas poderiam estar obtendo na melhor alternativa disponível, ou seja, o seu custo de oportunidade. Acionistas insatis-

feitos com o retorno de seus investimentos têm a tendência de vender suas ações, cujo efeito direto é a queda de preço delas no mercado financeiro.

A resistência a essa idéia é muito grande, pois os gerentes entendem que o capital próprio não tem custo algum, e em razão disso não expressam esse ônus em seus relatórios. Este capital deve ser muito bem aplicado mediante investimento em projetos que promovam retornos acima de seu custo.

Já no que se refere ao capital de terceiros, seu custo costumeiramente está representado pelos juros. A amortização do principal faz parte do serviço da dívida. Usualmente, os juros do ca-

pital de terceiros são devidos independentemente da capacidade financeira do tomador, e o seu pagamento pode estar protegido por garantias.

No cálculo do custo médio ponderado de capital é necessário considerar o impacto tributário sobre a taxa de juros cobrada pelos bancos. Descontando-se dela a incidência do

IR, levando-se em consideração a taxa efetiva, já que a nossa legislação permite deduzir os encargos financeiros do total das receitas, na apuração do imposto de renda. Além disso, devem ser consideradas sempre que possível as eventuais reciprocidades exigidas pela instituição financeira no cálculo do custo da dívida.



### 7. GESTÃO BASEADA NO VALOR

Os gestores de empresas vêm cada dia mais redirecionando suas formas de atuação, abandonando a posição convencional, de busca somente do lucro das empresas, e adotando um novo enfoque, voltado também para o aumento da riqueza dos acionistas.

Segundo Assaf Neto, diversas razões podem explicar o fato de a busca de valor para os acionistas constituir-se no objetivo fundamental da empresa moderna:

- a abertura de mercado demonstrou para inúmeros executivos que os preços são estabelecidos pela interação entre oferta e demanda dos agentes econômicos, e não unicamente pela empresa, sendo o mercado o responsável pela avaliação dos investimentos empresariais, mas cabendo à unidade decisória a eficiência na seleção das melhores estratégias fi-

nanceiras que adicionem riqueza aos acionistas;

- a excessiva competitividade atual deixa espaço somente para empresas eficientes, que se demonstrem capazes de agregar valor a suas decisões. O lucro somente garante a continuidade de um empreendimento se conseguir pelo menos igualar-se ao custo de oportunidade do capital investido, sendo, no entanto, a criação de valor para os proprietários a melhor medida do sucesso empresarial em mercados competitivos;
- o processo de globalização praticamente transformou os mercados financeiros em um único mercado mundial, fazendo com que investidores sejam capazes de mudar rapidamente os fluxos de seus capitais na procura de alternativas mais atraentes em qualquer parte do mundo. Ativos que não criam valor são rapidamente identificados pelos investidores globais, o que faz com

que a sua desvalorização repercute em todos os mercados; e

- o desenvolvimento profissional dos modernos executivos e a própria preservação de seus empregos passam necessariamente pelo atendimento das expectativas dos acionistas de maximização do valor de mercado da empresa.

É de fundamental importância esclarecer que nem todas as decisões

que elevam os lucros da empresa são capazes de criar valor para seus acionistas. Se pelas metas traçadas houver um incremento no volume de vendas e resultados operacionais da companhia, mas não a produção de um retorno suficiente para remunerar o custo de oportunidade dos proprietários de capital da empresa, haverá então a destruição do seu valor de mercado.



### 8. O EVA E O MVA

Market Value Added – MVA, Valor de Mercado Agregado, é essencialmente a diferença entre o valor corrente de mercado de uma companhia — como o determinado pelo preço de suas ações — e o seu valor econômico de registro, ou seja, é a quantia de capital que os acionistas, emprestadores e todos os outros fornecedores de capital têm comprometido na empresa ao longo de sua existência, acrescida dos lucros retidos.

Já o EVA é um valor que reflete dados passados, produzindo uma informação estática num dado momento,

ou seja, é o cálculo da riqueza criada em um determinado espaço de tempo. O MVA mensura o valor econômico da empresa como um todo, avaliando os resultados futuros potenciais numa determinada data, e pode ser medido pelo preço das ações, fluxo de caixa descontado e valor presente de todos os EVAs futuros.

Dessa forma, o MVA é uma avaliação projetada para o futuro, calculada com base nas expectativas do mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor e refletindo quanto a empresa vale adicionalmente ao que se gastaria para repor todos os seus ativos a preços de mercado.



## 9. FORMAS DE SE ELEVAR O VALOR DO EVA

Para elevar o EVA de uma companhia, existem três alternativas básicas:

1. aumentar os ganhos, sem usar mais capital. Geralmente esta alternativa está associada à redução de custos e ao corte de gastos, porém é importante lembrar que existem diversas formas de elevar o faturamento, explorando as oportunidades de mercado e as necessidades do cliente;
2. usar menos capital. Neste caso, o principal foco das ações deve passar necessariamente pela revisão dos processos e das despesas e custos atrelados a eles, de tal for-

ma que os ganhos gerados possam vir a ser efetivos — troca de materiais, reprogramação de atividades, eliminação de atividades desnecessárias etc.;

3. investir o capital em projetos de alto retorno. Finalmente, é fundamental que a utilização de todo o capital ou de parte dele deva ser extremamente criteriosa, de maneira que somente se busque selecionar projetos rentáveis para investimento.

Devemos atentar para o fato de que a variação positiva no EVA é melhor do que um EVA positivo estável, pois aquela demonstra que a empresa está em busca da melhoria de seu desempenho e atende à noção gerencial de aperfeiçoamento contínuo de desempenho.



## 10. O EVA NAS EMPRESAS

EMPRESAS QUE ADOTARAM O MODELO NO SEU DIA-A-DIA

Diversas empresas no mundo que passaram a adotar na prática o EVA garantem que obtiveram resultados satisfatórios.

A IBM (Shawn Tully, 1993) aplicou o EVA a fim de redefinir seu planejamento estratégico para o mercado latino-americano, em países como Brasil, México e Argentina. Já a AT&T (Shawn

Tully, 1993), empresa de telecomunicações norte-americana, utilizou o EVA para decisão da compra da empresa de telefonia celular McCaw Cellular. O seu diretor financeiro para negócios de longa distância, James Meenan, afirmou:

Nós calculamos o nosso EVA desde 1984 e encontramos uma correlação quase perfeita com o preço das ações.

Outro exemplo significativo (Shawn Tully, 1993) é o da Wal-Mart, empresa americana que na década de 80 começou a utilizar o sistema EVA, quan-

do então seu fluxo de capital era de US\$ 100 milhões. Dez anos após, esse fluxo passou a ser de US\$ 750 milhões, desempenho possibilitado em razão de as taxas de retorno dos projetos executados terem sido sempre crescentes e superiores ao custo do capital empregado.

A Perfect Data Corporation (Shawn Tully, 1993), empresa na área de informática, eliminou as linhas de produção que não estavam gerando lucro baseada na análise do valor econômico agregado.

O Laboratório Farmacêutico Eli Lilly (M. Erin Davies, 1996), considerado um dos pioneiros no uso do EVA como instrumento gerencial, a partir de 1994, implantou o cálculo dele e hoje vem relacionando ao modelo os valores dos sistemas de incentivo e benefício pessoal e os pagamentos de salário dos executivos, onde o bônus e respectivos benefícios atrelados ao comportamento do EVA estão ligados ao desempenho global da empresa, não ocorrendo o detalhamento das performances por centros ou regiões de negócios. É uma questão estratégica da empresa para que sejam implantadas pela primeira vez unidades globais de negócios.

A Quaker Oats, empresa que produz gêneros alimentícios (Shawn Tully, 1993), utilizou o EVA para rever sua estrutura de capital, diminuindo o investimento nos estoques de produtos

acabados e dos materiais de embalagem. O diretor executivo da Quaker, William Smithburg, explica:

O EVA faz com que os gerentes ajam como acionistas. Esta é a grande confiança das corporações para os anos 90.

Já a Dow Chemical, empresa química (Shawn Tully, 1993), fez uso do valor econômico agregado para saber quanto custavam as suas fontes de recursos e o lucro econômico do seu negócio.

Também a Coca-Cola (Shawn Tully, 1993) utilizou o sistema como recurso para auxiliar a identificação de negócios que não estavam agregando valor, ou seja, daqueles que não estavam recuperando o investimento realizado, e para embasar o processo de bonificação de seus gerentes e supervisores.

O então executivo da Coca-Cola, Roberto Goizueta, que se destacou na criação de riqueza, explicava o EVA:

Nós angariamos capital para fazer o nosso xarope concentrado e o vendemos com lucro operacional. Então nós pagamos o custo deste capital e os acionistas embolsam a diferença.

Com a adoção do modelo, a Coca-Cola conseguiu observar uma mudança comportamental. Um exemplo disso é que, anteriormente, seu concentrado básico para os engarrafadores era acondicionado em *containers* de

aço inoxidável. Após o EVA, a empresa descobriu que classificar os *containers* de aço no balanço como item de inventário era dispendioso; concluiu, então, que este item deve ser financiado.

A empresa encontrou uma forma interessante de resolver o problema, substituindo *containers* de aço por papelão, e mesmo que os de papelão fossem consumidos mais rapidamente, eles representavam um custo mais imediato para os lucros porque estavam eliminados do balanço. Antes do EVA, a preocupação se limitava à geração de resultado e, neste caso, classificar os *containers* de aço inoxidável como um item de inventário era atraente.

John Snow (Shawn Tully, 1993), diretor executivo da CSX, grande companhia norte-americana, que introduziu o conceito EVA em 1988, afirmou:

O EVA pode ser qualquer coisa, menos teórico. [...] Como nós o usamos, o capital é que determina o nosso valor de mercado.

Na empresa, seu desafio era gerenciar grande quantidade de capital, formado por uma frota gigantesca de locomotivas, *containers* e vagões, um negócio de crescimento rápido, mas com uma margem de lucro baixa.

Computando todos os custos de capital, o EVA da CSX em 1988 era de US\$ 70 milhões negativos, fazendo com que Snow expedisse um ultimato: elevar o valor do EVA ou, caso essa meta não fosse alcançada, a companhia ter-

ria de ser vendida. Desde então, o volume de fretes aumentou 25%, apesar de o número de *containers* e de rebocues (que representava grande volume de capital) ter caído de 18 mil para 14 mil. Eles costumavam ficar parados nos terminais por duas ou três semanas antes de começar a rodar. Quando os gerentes da empresa concluíram que eles representavam capital ocioso, passaram a colocá-los nos trilhos em cinco dias.

A companhia também reduziu o número de locomotivas de 150 para 100 máquinas, o que significou uma redução de US\$ 70 milhões de capital. Essa medida foi tomada porque, como quatro locomotivas puxavam trens a 28 milhas por hora (cerca de 40km/h), estes chegavam ao local onde seriam descarregados muito antes dos caminhões de cargas e fretistas. Estimulada pelo imperativo do EVA, a CSX decidiu colocar os trens para rodar a 25 milhas por hora (cerca de 35km/h), com apenas três locomotivas, de maneira que começaram a chegar três horas mais tarde, contudo bem a tempo de serem descarregados e gastando 25% a menos do que com as quatro locomotivas iniciais. Esse procedimento importou em aumentos significativos no EVA a cada ano.

Outro caso semelhante (Shawn Tully, 1993) é o da Briggs & Stratton, empresa americana de fabricação de bombas de gasolina que, antes de adotar o

EVA em 1990, tinha uma hierarquia rígida, não tendo centros de lucro no negócio de máquinas abaixo do nível corporativo, não sabia qual era o EVA de cada divisão e, acima de tudo, tinha um orgulho agressivo de fabricar, ela própria, quase todas as peças e componentes. Após a adoção do EVA, a sede subvencionou um amplo ancoradouro para cinco divisões que produzem engrenagens para aparadores de grama, bombas e outros, sendo que cada uma das divisões conhece o seu EVA. Este fato acarretou grandes economias através da terceirização.

A companhia está substituindo gradativamente a produção de máquinas maiores por bombas e geradores, liberando o capital que tinha sido empatado sem lucro na fabricação de tais engrenagens. Alguns componentes de plástico moldado e de outros tipos que eram feitos em pequenos lotes dentro da companhia agora são compradas de fornecedores que os produzem em larga escala. John Shiely, o executivo no cargo de engenharia diz: "A disciplina do EVA forçou-nos a tomar a decisão certa."

A gerência da Armstrong World Industries (Al Ehrbar, 1999), empresa fabricante de revestimentos para pisos, materiais de isolamento entre outros, tem estabelecido desde fins de 1994 alvos de EVA para cada uma das 14 unidades de negócios da empresa, assim como para a corporação como

um todo. Gerentes da empresa recebem relatórios mensais de EVA e acompanham o desempenho em comparação com o alvo daquele mês, do ano até aquela data e do ano anterior. O principal executivo financeiro da empresa Frank Riddick afirma:

O EVA rapidamente mostrou sua utilidade como medida de balanço e lucro operacional numa só.

O novo sistema de remuneração atrelado a resultados de EVA foi o gatilho para a criatividade e inovação. O sistema de incentivos EVA abrange todo o acessório assalariado, nos Estados Unidos e no exterior. Os principais executivos corporativos da Armstrong recebem um bônus baseado em 100% do desempenho do EVA geral da empresa. Os chefes de unidades de negócios geralmente recebem 30% de seus bônus com base no desempenho geral da empresa e 70% com base no desempenho de suas unidades. Os bônus dos gerentes nos níveis abaixo destes dependem 100% do EVA de suas unidades.

Em 1993 (Al Ehrbar, 1999), a Boise Cascade Corporation, fábrica americana de celulose e papel estabeleceu um comitê para investigar medidas alternativas de desempenho como meio de alcançar melhor controle de custos e optou pelo EVA. Sabe-se que o balanço anual é muito mais relevante no setor de produtos florestais do que nos demais.

Concluimos que com o *EVA* poderíamos fazer com que os nossos gerentes começassem a pensar em seus balanços e não apenas em seus demonstrativos de lucros e perdas,

diz o *controller* da empresa e co-presidente do comitê, Thomas Carlile.

A Boise é proprietária ou controladora de mais de 3 milhões de acres de florestas, e uma única máquina para a fabricação de papel não-revestido pode custar acima de US\$ 400 milhões. "Um negócio intensivo em capital", afirma J. Michael Gwartney, vice-presidente de recursos humanos da empresa. Destaca também a simplicidade do modelo:

Não há qualquer utilidade em ter um medidor, se as pessoas não souberem como funciona.

A maior mudança na empresa foi a de seu *mix* de produtos, saindo dos papéis-*commodity* para papéis de valor agregado e produtos para escritório. O executivo de uma das fábricas da companhia James Huff afirma:

O *EVA* tem-se revelado uma excelente ferramenta de medição, auxiliando-nos a decidir que produtos devemos ter em nosso *mix*. [...] Hoje somos uma fábrica de celulose e papel com o segundo maior *EVA* de toda a empresa,

diz Huff, ressaltando também a mudança na estratégia operacional.

Também o JD Group (Al Ehrbar, 1999), varejista sul-africano de móveis, eletrodomésticos e produtos eletrôni-

cos, vem utilizando o *EVA* com resultados surpreendentes. Suas ações mais do que triplicaram em menos de três anos, desde que a empresa colocou seus gerentes até o nível das lojas em um plano de incentivos baseado no modelo.

A empresa é criação de David Sussman, que decidiu implementar o *EVA* em 1995, quando percebeu que a empresa não estava obtendo bons retornos porque os gerentes da loja não estavam percebendo um quadro completo de negócios. Afirma Sussman:

Tentávamos gerenciar o retorno sobre o capital no topo. Mas tornou-se claro para nós que não seríamos tão bem-sucedidos quanto queríamos até que os gerentes de filiais se tornassem responsáveis pelo quadro total.

Mias Strauss, vice-diretor-gerente de uma das lojas da empresa afirma:

Algumas de nossas unidades de negócios estão presas a alugueis, portanto os gerentes estão separando uma parte da loja, instalando divisórias e sublocando parte do espaço. Esta é uma decisão da unidade de negócios e não corporativa. Nesse meio tempo, as unidades de negócios têm gasto mais dinheiro em marketing e promoções e um dos motivos pelos quais estamos indo tão bem é a agressividade do *marketing*.

Outra manifestação da nova atitude em nível de loja é a relutância em gastar dinheiro em equipamento de capi-

tal. No passado, a empresa substituíva seus caminhões de entrega de acordo com um cronograma regular. Agora os gerentes das lojas estão reformando caminhões, em vez de substituí-los. Esta atitude tem ajudado a empresa a compensar o custo dos guardas armados que foram colocados em todos os seus caminhões em 1996.

Stern Stewart & Co. (Donald H. Chew Jr., 1994) instituiu um plano *EVA* em uma agência do governo na África do Sul em julho de 1993 e passou a implementá-lo durante quatro meses, incluindo neste projeto a apresentação de vídeos a onze mil empregados, principalmente técnicos de laboratório. Os resultados, apesar de 85% dos empregados não terem graduação em escola secundária, foram surpreendentes, pois o *EVA* da agência durante os primeiros seis meses excedeu em cinco vezes o que foi previsto para o ano inteiro.

No Brasil, são poucas as empresas que já estão incorporando o *EVA* no seu dia-a-dia de negócios. Como exemplo temos Brahma, Globopar, Embratel, Aço Villares e a subsidiária da SPX Corporation, empresa americana de equipamentos para a manutenção de automóveis.

O diretor financeiro da Brahma, Danilo Palmer, que desde 1996 já treinou 300 funcionários nessa metodologia afirma (Laura Somoggi, 1997):

Estamos procurando formar uma nova

mentalidade na empresa [...]. Cada um deve ter consciência de como pode contribuir para criar riqueza.

A Brahma (Daniela d'Ambrósio, 1999) adota também o conceito do *EVA* para decidir sobre a concessão de bônus a seus funcionários. A empresa, embora obtendo lucro líquido de US\$ 329,1 milhões no ano de 1998, considerou que a meta proposta para o *EVA* não foi alcançada; em razão disso, nenhum de seus funcionários recebeu o bônus. Este fato nos mostra que a companhia aplica o modelo de uma forma rígida.

A Aço Villares (Daniela d'Ambrósio, 1999) é outra empresa que adota o conceito do *EVA* atrelado ao bônus a ser pago a seus executivos. A companhia aposta na criação de um "banco de bônus" com diferentes graus de avançagem. Se a meta do *EVA* for atingida, o funcionário recebe o bônus; se superar as expectativas, ele embolsa um terço deste valor, e os dois terços restantes ficam retidos no "banco". Em caso de demissão, o funcionário leva o que é seu; mas, se sair da empresa espontaneamente, perde o dinheiro guardado.

O saldo bancário do bônus traz segurança tanto para o empregado como para a companhia, pois trata-se de uma política de retenção,

afirma Juliano de Oliveira, que assumiu a diretoria da empresa em fevereiro de 1998.

A Aço Villares (Daniela d'Ambrósio, 1999) teve prejuízo de US\$ 37 milhões no ano de 1998 e, por conta disto, um *EVA* negativo. Agora a empresa está apostando no desempenho, com ênfase ao custo do capital, para tentar reverter a situação do *EVA* e estipulou prazo de 5 anos para cada "conta".

Somos uma empresa de capital intensivo com muitos ativos fixos e um alto capital de giro; qualquer deslize como estoque muito alto, pode destruir o resultado,

continua Oliveira, que, quando assumiu o cargo, escolheu o *EVA* como um dos métodos para colocar a "casa" em ordem.

#### VANTAGENS DO MODELO *EVA*

A seguir, com base nas pesquisas realizadas e em opiniões de profissionais da área, serão apresentadas as vantagens do modelo *EVA*.

O *EVA* oferece condições ao executivo de concentrar suas atenções no custo do capital que está sendo utilizado e de reconhecer que os recursos próprios também têm um custo. Nas demonstrações contábeis, o custo do capital emprestado pelos bancos aparece como despesas financeiras, enquanto o do capital próprio emprestado pelos acionistas fica omitido, mesmo sendo ele expressivo. Sabe-se que

A Andrade Gutierrez (Daniela d'Ambrósio, 1999), em março de 1998, iniciou os cálculos do *EVA* por obra, por unidade de negócios e por resultado consolidado, mas a remuneração variável só seria colocada em prática ao final de 1999. Guilherme Dornas, analista financeiro sênior, afirma:

No caso de uma construtora, os engenheiros têm de considerar o imobilizado e fazer alianças com o fornecedor que não sejam muito onerosas.

Tendo sido consideradas as experiências de diversas empresas, passaremos agora a discutir as vantagens e desvantagens do modelo.



a maioria das sociedades por ações não faz idéia do montante de recursos por elas utilizado e de qual o respectivo ônus.

O modelo é poderoso tanto em termos estratégicos de entrada em novos mercados quanto nas escolhas do dia-a-dia de seus negócios, pois, por definição, a previsão *EVA* quando descontado para o seu valor presente é equivalente a um conceito financeiro como o valor líquido atual.

O *EVA* não é apenas um método que pode ser utilizado para avaliação de desempenho de empresas ou um instrumento usado por analistas para recomendar a compra — ou venda — de suas ações. É também uma ferramenta

de gestão empresarial, que está cada vez mais sendo adotada no mundo inteiro, servindo para formatar cada decisão corporativa numa aquisição, projeto de expansão, desenvolvimento de um produto ou outra iniciativa da empresa, pois cada projeto deverá gerar o maior valor possível para o correspondente *EVA*, devendo ser o custo dele menor que o seu rendimento líquido incremental.

A mensuração do *EVA* de uma empresa, que deve ser vista como um conjunto de projetos em operação, possibilita-lhe tomar decisões, tais como a de operar com frota própria de veículos ou terceirizada, comprar componentes de fornecedores ou fabricá-los internamente, se este procedimento for menos oneroso, exportar ou concentrar suas vendas somente no mercado interno, financiar seus planos de expansão com capitais de terceiros ou com o próprio, entre outras.

Paul Strassmann afirmou que seus anos de experiência na área e a contínua tentativa de explicar os aumentos do orçamento para executivos de corporações lhe ensinaram que os meios tradicionais utilizados na avaliação da produtividade não funcionam. A produtividade de informações mede a recompensa e eficácia do gerenciamento das corporações, não recompensando as medidas mais comuns de gastos com tecnologia de informações, tais como o orçamento do computador, o

valor do equipamento instalado ou outras medidas razoáveis. Isso ocorre porque não existe nenhuma correlação demonstrável entre o desempenho financeiro de uma firma e a quantia que ela gasta com tecnologias de informação.

Strassmann afirmou também que, nos empreendimentos modernos, o importante não é o capital, mas para que ele é usado. O que importa não é o quanto se gasta, mas o quão bem se gasta para contribuir para o apoio das metas de negócios e o quanto isso resulta em produtividade. Os desempenhos dos negócios de altas tecnologias e de negócios de serviços são mais influenciados pela qualidade de seu gerenciamento do que pelos seus ativos.

De fato, a produtividade é o quociente entre insumo e produção e infelizmente não há lugar para o gerenciamento de insumos em um demonstrativo de resultado; também a tecnologia não é produtiva por si só, mas bem gerenciada, com pessoal treinado e motivado, com ou sem computadores, ela pode mostrar ganhos mensuráveis na produção.

O gerenciamento de insumos é o custo da coordenação de um empreendimento, freqüentemente definido como despesa geral indireta ou custos indiretos. Estas definições de produção e insumo rejeitam as medidas convencionais de produtividade. Exemplos: receita não é uma medida de pro-

dução, porque ela abrange o valor agregado pelos fornecedores. Os lucros não são uma medida aceitável de desempenho, porque eles não abrangem o pagamento aos acionistas. Custos, especialmente custos por empregado, são indicadores enganosos de insumo porque eles abrangem o valor das aquisições, também o valor de ativos é irrelevante como uma medida de insumo, porque o arrendamento e a terceirização distorcem os resultados.

Strassmann finaliza afirmando que os aperfeiçoamentos recentes nos relatórios financeiros e a disponibilização de informações têm tornado possível calcular de forma razoável o retorno do gerenciamento e da produção. Ele utiliza o *EVA*, e os custos de vendas, gerais e de administração, são uma aproximação aceitável dos custos de gerenciamento. Para obter o Índice de Produtividade de Informações, basta dividir o *EVA* por estes custos.

Carlos Jimenez, consultor da Stern Stewart & Co. (Laura Somoggi, 1997), afirmou que utilizando o *EVA* é possível analisar com quanto cada atividade contribui para a criação de valor de uma empresa. Ainda conforme Jimenez, o *EVA* proporciona um envolvimento entre gerentes, acionistas e até entre analistas do mercado financeiro, na busca de melhores resultados.

Para Bennett Stewart (1996), presidente da companhia, a estrutura de trabalho do *EVA* é destinada especifi-

camente a ajudar o diretor executivo das empresas a mudar a estrutura comportamental interna, desafiando, atraindo, motivando as pessoas e alinhando claramente as decisões com a missão de criar valor. Ainda segundo ele, o *EVA* pode ser aplicado em praticamente todos os tipos de empresas, sendo poucas as exceções.

Sabe-se também que o modelo não possui fórmulas prontas, pois cada empresa se traduz em uma nova realidade, onde a previsibilidade não é ponto característico, mas, por meio da apuração do *EVA*, é possível obter informações sobre a situação da companhia, que servirão de subsídios para a partir daí serem traçadas novas metas.

A aplicação do *EVA* permite que os executivos tenham uma visão melhor do capital que é administrado e, em conseqüência, uma gestão mais empreendedora. Além disso, com o desdobramento do *EVA* em indicadores de gestão de unidades de negócios, é possível avaliar o ganho potencial de cada melhoria a ser implementada e o impacto dela no resultado da empresa como um todo.

O *EVA* prediz o Market Value Added – *MVA*, ou seja, o valor de mercado agregado, com maior grau de confiança do que os indicadores tradicionais: retorno sobre patrimônio líquido, crescimento do fluxo de caixa, crescimento do lucro por ação ou qualquer outro indicador.

Para Stern (Donald H. Chew Jr., 1994:166), esta estreita ligação entre os dois indicadores se deve ao fato de que o *EVA* é a medida interna anual do desempenho operacional empresarial que melhor reflete o sucesso das companhias em adicionar valor ao investimento de seus acionistas, e é exatamente este fato que faz com que ele tenha uma relação direta com o nível de *MVA* em qualquer momento e com as mudanças neste indicador com o passar do tempo, e para aumentá-lo, basta concentrar esforços para aumentar o *EVA*.

Ainda segundo ele (Donald H. Chew Jr., 1994:167) mediante estudos feitos, chegou-se à constatação, na prática, de que medidas como o retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre ativos líquidos não têm correlação tão estreita com o valor de mercado agregado das empresas quanto o *EVA*.

Complementa dizendo que, diferentemente das medidas citadas, o *EVA* leva em conta a quantia e também a qualidade do investimento empresarial, corrigindo as distorções contábeis nas demonstrações do resultado e nos balanços patrimoniais feitos de acordo com os GAAPs – princípios contábeis geralmente aceitos –, especificando uma taxa mínima, ou requerida, de retorno, que deve ser levada sobre o capital empregado. Para se ter um *EVA* positivo, a taxa de retorno sobre o capital ou sobre os ativos líquidos deve exceder a taxa requerida de retorno.

Ele considera que, usando por exemplo o retorno sobre ativos líquidos para o processo de avaliação e recompensa de pessoal, quando uma companhia ou divisão está tendo lucros abaixo do normal, os gerentes podem aumentar este retorno simplesmente com o empreendimento de projetos com resultados mais elevados, mas ainda inadequados. Nesse caso a empresa estaria recompensando os gerentes por reduzir o valor dos acionistas e, mais ainda, reduzindo o seu valor de mercado agregado.

No outro extremo, caso uma companhia tivesse custo de capital de 12% e após o imposto de renda obtivesse um retorno de 25%, os gerentes poderiam ser desencorajados de assumir todos os projetos cujo retorno fosse abaixo de 25% porque isso abaixará seu retorno sobre ativos líquidos médios e em função disto a empresa poderia estar desistindo de oportunidades de investimento de valor agregado.

Ainda, em relação à ligação *EVA-MVA*, Stern (Donald H. Chew Jr., 1994:178), cita o caso da Coca-Cola e o da Quaker, que dedicam parte do seu relatório anual para explicar suas expectativas e resultados em termos de *EVA*. Um exemplo desse procedimento, para ele, seria o fato de a empresa tentar mostrar a correlação entre os dados do *EVA* e os do *MVA* dos últimos cinco anos como parte da explicação da adoção do programa.

O uso de medidas diferenciadas e, em muitos casos conflitantes, para funções empresariais diferentes cria grande inconsistência e uma confusão considerável no processo de administração das empresas, e o *EVA*, quando utilizado para a gestão empresarial, dispensaria o uso delas, facilitando o processo decisório.

Bennett Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:169-170) também pensa assim e defende o *EVA*, afirmando que a maioria das companhias usa análises do fluxo de caixa futuro, descontado a valor presente, para avaliações de orçamento de capital, mas que, quando surgem outros propósitos, tais como estabelecer metas e comunicação com os investidores, elas tendem a buscar medidas contábeis substitutas, como lucros, lucros por ação, crescimento dos lucros, margem de lucro, retorno sobre o patrimônio líquido e outras, provocando uma desconexão e fazendo com que o pessoal operacional fique extremamente confuso em relação à real missão financeira da companhia em que trabalham. Deu-se a importância de se ter apenas uma medida.

Para Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:169-170), a implantação do *EVA* também envolve uma série de desafios: mudar o processo de orçamento de capital para enfatizar a projeção e o desconto do *EVA* em vez do fluxo de caixa; utilizar o *EVA* para os principais indutores dos negócios, de modo que

os gerentes operacionais entendam como as suas decisões o afetam; promover a melhoria contínua do *EVA*, como principal meta financeira e como instrumento de comunicação com a comunidade de investimentos, e finalmente projetar um plano de gratificação anual, em dinheiro, baseado no *EVA*, que tenha o efeito de simular em que cada gerente é dono do negócio que dirige.

Carm Adimando, da empresa Pitney Bownes (Donald H. Chew Jr., 1994:172), afirma que o *EVA* afetou não somente os administradores operacionais da empresa, como também os das vendas, o pessoal de P&D, os administradores financeiros e os presidentes das divisões, pois ao considerar uma decisão principal, seja um investimento estratégico, um novo produto, uma estratégia de marketing ou um plano de produção, todo o pessoal avalia o seu *EVA* projetado antes de executar o plano. Ressalta também que em consequência melhoraram os lucros da companhia, aumentando as margens, novos produtos tiveram mais êxito e que as gratificações da administração e o preço das ações da companhia aumentaram de forma adequada.

Outro aspecto positivo é que o *EVA* incentiva a venda de produtos de maior valor e a melhora de sua distribuição, reduzindo os prazos de entrega e ciclos produtivos, fazendo com que a empresa se empenhe em criar produ-

tos inovadores, minimizando os custos o máximo possível e se empenhando na redução das perdas e otimização do processo de compras, vendas e produção, na tentativa árdua de obter a fidelidade de sua clientela.

Joseph Willett, da Merrill Lynch, afirma que o apelo do *EVA* é encorajar as pessoas a olhar as oportunidades de crescimento da lucratividade, enquanto, ao mesmo tempo, busca meios de economizar no uso do capital, não apenas reduzindo as necessidades de capital nos negócios existentes, mas também eliminando as linhas de negócios que não oferecem lucros. Estes são os benefícios mais importantes da utilização do *EVA*, segundo Willett. A ferramenta cria obstáculos a decisões que não agregam valor, procurando terceirizar atividades ineficientes, descontinuar produtos estagnados e vender ativos não produtivos, sempre buscando e eficiência gerencial.

Utilizando o *EVA* como referencial econômico e básico, muitas empresas estão associando ao comportamento deste indicador vários tipos de pagamentos e remunerações internas, no intuito de incentivar melhores performances de mão-de-obra e da própria administração, de forma a atender simultaneamente os objetivos dos acionistas e dos empregados.

Esse procedimento mostra que o modelo também é apontado como suporte para a avaliação da base variá-

vel, tais como bônus e gratificações por desempenho, tanto de funcionários quanto de executivos, pois o segredo está em conseguir agregar valor a cada unidade de negócios de uma empresa e a ela como um todo. Com isso há o entendimento de que, utilizando-se o *EVA*, cria-se um vínculo maior entre os interesses dos funcionários e acionistas, aumentando o comprometimento de cada um com seus resultados.

É válido lembrar que carga de capital associada a grandes projetos deve ser apropriada durante o período em que ocorrem os retornos. As empresas devem pagar as bonificações à medida que as metas do *EVA* são alcançadas e, caso não atingidos os objetivos, a bonificação deve ser retomada.

Willett (Donald H. Chew Jr., 1994:175) menciona o fato de sua empresa ser muito complexa, fazendo com que não deva ser gerenciada centralmente. Para ele, ter um sistema *EVA* combinado com um de compensação, que reforça a ênfase no modelo, permite à companhia descentralizar, ao mesmo tempo que possibilita saber se os interesses das pessoas que gerenciam os diferentes negócios dela são equivalentes aos dos acionistas.

Robert Butler (Donald H. Chew Jr., 1994:175), da International Paper, afirma que sua empresa iniciou o uso do *EVA* com uma base experimental. Somente após os gerentes e administradores estarem confortáveis com a me-

dida, ela passou a ser adotada. Para Butler (Donald H. Chew Jr., 1994:175), uma das principais razões que torna o *EVA* atrativo é o fato de ele ser simples, o que possibilita à empresa estabelecer a meta a ser alcançada pela pessoa que está conduzindo os negócios. Por exemplo, se se quer ter um *EVA* de US\$ 100 mil, com instalações de US\$ 1 milhão, e se o custo de capital é de 10%, então o gerente sabe que tem de produzir US\$ 200 mil de lucro operacional para ganhar seu bônus.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:182) afirma que o cálculo do *EVA* é baseado simplesmente nos lucros, o que facilita aos administradores operacionais conseguirem um *EVA* mensal para uma operação, bastando subtrair todas as despesas operacionais do total de vendas, e, posteriormente, subtrair um encargo capital igual a 1% dos ativos líquidos empregados no balanço patrimonial, sendo que este percentual representa um encargo empresarial para o chefe operacional por ter alugado certos ativos da companhia; o restante, depois do encargo de capital, é o *EVA*.

Para André Castellini (Maria Tereza Gomes, 1996:60-61), sócio do escritório brasileiro de consultoria italiana Value Partners, o *EVA* traduz a versão moderna do lucro.

Segundo Richard Shepro (Donald H. Chew Jr., 1994:177) da Mayes Brow & Platt, o principal problema da admi-

nistração empresarial da última década tem sido alinhar os interesses dos administradores e os dos acionistas. Ele afirma que as recentes decisões dos tribunais sobre aquisição de controle pegaram muita gente de surpresa. E acrescenta que há várias formas de as companhias demonstrarem aos tribunais que o conflito de interesses está sendo minimizado e que uma delas é por meio da posse de ações pelos administradores e gerentes.

Da perspectiva empresarial, é necessário mais que um simples minimizador de conflito de interesses, é preciso gerar lucros para a companhia a longo prazo. Shepro (Donald H. Chew Jr., 1994:177) afirma que o *EVA* pode trazer um benefício real e que os tribunais respeitam as empresas cujas metas são de longo prazo, podendo estas, com base no *EVA*, fornecer uma explicação sensata para a circunstância de suas políticas terem sido postas em prática. Assim, planejar a longo prazo é apenas mais um modo de demonstrar o julgamento empresarial para um tribunal e ter um plano *EVA* em ação pode ser muito bem interpretado como uma evidência de planejamento a longo prazo.

Shepro (Donald H. Chew Jr., 1994:178) afirma também que um sistema como o *EVA* revela resultados muito diferentes daqueles alcançados com o emprego das regras contábeis do SEC, que são baseadas nos GAAPs (princípios contábeis geralmente acei-

tos). O *EVA* reflete melhor a realidade econômica e fornece uma melhor linguagem a ser usada pelas companhias na comunicação dos resultados aos investidores institucionais. Ter uma estrutura contábil alternativa deve encorajar uma maior e melhor comunicação entre a administração e os acionistas e entre os próprios acionistas.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:178) ressalta a idéia de que hoje em dia parece haver duas escolas proeminentes de estratégia, a respeito das quais se dividem as opiniões. A primeira delas, de Michael Porter, argumenta (em livros e outros) que a administração de cúpula deveria trabalhar levando em conta as condições de mercado e analisar exaustivamente a estrutura da indústria para chegar a estratégias que funcionem de cima para baixo. Depois de serem projetadas por um batalhão de planejadores, tais estratégias poderiam então ser impostas nas divisões e ser orquestradas a partir do topo.

No outro extremo, para Stewart, está Tom Peters, cuja abordagem altamente descentralizada é sugerida pelos títulos dos seus livros mais recentes: *Administração com caos* e *Administração de liberação*, nos quais se enfatiza a delegação de poder às pessoas, ao longo da organização. Na sua opinião, não se deve ter uma estratégia cuidadosamente formulada, mas, de preferência, uma estrutura organizacional solta e administradores suficien-

temente motivados para aproveitar as oportunidades à medida que elas surgirem, com flexibilidade.

Para Stewart, a desvalorização do pensamento estratégico e a ênfase na responsabilidade organizacional não só têm implicações importantes no que concerne ao modo como as companhias avaliam e recompensam os seus administradores e gerentes, mas também no que diz respeito à forma como elas se comunicam com os investidores. Para estes, o que realmente importa não é a estratégia empresarial, mas o processo de administração e os incentivos que vão juntamente com tal processo. Assim, o importante é o processo empresarial, pois a estratégia de uma empresa muda a todo tempo, e o investidor necessita ter confiança de que a administração tem agilidade e capacidade para reagir a mudanças.

Também merece destaque o fato de que, por meio da análise dos investimentos, sabe-se que o preço das ações tem uma relação muito mais estreita com o *EVA* do que outras medidas, tais como ganho por ação, margens operacionais ou retorno sobre o patrimônio líquido. Com a aplicação do *EVA*, os investidores conseguem obter informações sobre o retorno do capital investido em numerário líquido, escapando, assim, da apresentação de resultados com distorções contábeis. Este fato é positivo no mercado financeiro.

O modelo *EVA* faz com que os administradores ajam como se fossem acionistas. Sabe-se também que os investidores em empresas que adotaram o *EVA* ganharam muito dinheiro com suas ações, pois essa atitude repercutiu como uma medida de valorização.

R. Hutchings Vernon (Donald H. Chew Jr., 1994:180), da Alex Brown, explica que gosta do *EVA* porque ele encoraja o tipo de comportamento dos administradores. A seu ver, a tarefa primária da administração é produzir um alto retorno do capital a ela confiado pelos acionistas. Se o desempenho da companhia for bom, a administração deve continuar fazendo o investimento necessário para criar altos lucros no futuro; se estiver indo mau, devem ser feitas as mudanças, ainda que dolorosas, que impulsionarão o retorno dos capitais para níveis aceitáveis ou, se completamente findas as possibilidades de recuperar o custo do capital, a administração deverá devolver o capital aos acionistas para ser aplicado em atividade produtiva.

Para Susan Malley (Donald H. Chew Jr., 1994:178) da Citicorp, há dois enfoques. O primeiro é que, sob a perspectiva do administrador empresarial, valor presente líquido, fluxo de caixa futuro descontado a valor presente e resultado residual foram utilizados durante bom tempo, mas o *EVA*, do ponto de vista administrativo, utiliza aque-

les conceitos e os transforma em uma estrutura simples, "acionável", que pode ser usada na corporação.

O outro é a perspectiva do analista de títulos imobiliários, que Malley, baseada em sua experiência e conhecimento, acredita estar sempre tentando olhar para o fluxo de caixa em vez de para os lucros. Afirma que o *EVA* proporciona ao analista um olhar para o processo de tomada de decisão empresarial, pois o problema mais difícil em uma análise de títulos imobiliários é calcular os fluxos de caixa por um período superior a dois anos.

Segundo Malley, criar uma linguagem comum, que permita a administração comunicar seu processo de tomada de decisão, pode ser um bom modo de solucionar a dificuldade de fazer transitar as informações entre a administração e os investidores sobre as decisões que estão sendo tomadas e que afetarão os fluxos de caixa no futuro. Ela entende que o *EVA* é a melhor linguagem financeira para comunicar a visão mais prospectiva de mais longo prazo, possibilitando às administrações empresariais o fornecimento de respostas às dúvidas dos analistas de títulos imobiliários.

Assim sendo, Malley (Donald H. Chew Jr., 1994:179) defende o sistema, dizendo que ele traz duas contribuições paralelas importantes: no lado administrativo, assume uma medida de desempenho projetada, não conven-

cional, para promover a eficiência de capital, e o faz de maneira simples e direta o bastante para ser usado pelo pessoal operacional; no da análise de títulos imobiliários, fornece uma nova linguagem que permite a discussão da tomada de decisão e estratégia empresarial de mais longo prazo. Sugere também que se faça a análise do *EVA* disponível de forma automatizada, nos bancos de dados padrões, pois isto permitirá que ele se torne parte das informações a que tem acesso a comunidade de analistas financeiros para processos quantitativos, e na infraestrutura de informações, para que não seja ignorado pelos interessados e analistas fundamentais.

Abraham Ravid (Donald H. Chew Jr., 1994:182), professor da Universidade de Rutgers, questiona se os administradores entenderiam rapidamente o fluxo de caixa futuro se suas gratificações fossem baseadas nele. Para isso, não funcionaria, pois a Wal-Mart, de acordo com suas informações, foi uma das maiores criadoras de riqueza na América empresarial durante os anos 80, mas apresentou fluxo de caixa negativo durante a década inteira, pois investia acima do que auferira. Stewart entende que há uma correlação negativa entre as mudanças contemporâneas no fluxo de caixa empresarial e o valor de mercado, pois as companhias que estão investindo mais para construir os seus negó-

cios possuem maior valorização nas ações.

Quando questionado por Willett sobre a simplicidade do *EVA*, Stern (Donald H. Chew Jr., 1994:183) afirmou que o processo de análise da empresa para a implantação do *EVA* realmente é complexo, mas que o produto final é simples, lembrando que os ajustes contábeis que acabam sendo introduzidos no sistema são apenas aqueles que têm um impacto substancial sobre o desempenho. Stern citou o exemplo da Johnson & Johnson, em que os dois maiores ajustes seriam na propaganda e publicidade e nos gastos com P&D, pois são suas principais fontes de valor futuro. Os GAAPs forçam a companhia a baixá-los completamente dos livros contábeis, não fazendo sentido este procedimento do ponto de vista de mensuração econômica. Utilizando o *EVA*, a Johnson & Johnson capitalizaria a P&D e daria baixa num período mais adequado, através de estimativas do período de amortização, feitas pelo próprio chefe da P&D, por meio da definição de uma média justa e consistente com o valor para o acionista, sendo o ajuste feito sobre esta base.

Segundo Jerold Zimmerman (Donald H. Chew Jr., 1994:183), professor da Universidade de Rochester, os investimentos em propaganda e publicidade e P&D têm retornos futuros não refletidos na contabilidade de GAAPs. Ao mesmo tempo, lembra que os GAAPs têm este

aspecto conservador, pois esta contabilidade não foi projetada para ajudar os acionistas na avaliação de companhias, sendo o seu propósito fundamental o de

ajudar pessoas, tais como credores, a monitorar acordos de dívida e a estabelecer valores de liquidação e não a continuidade de funcionamento das empresas.



#### DESvantagens DO MODELO EVA

Como desvantagens do modelo, percebidas mediante estudos, pesquisas e pronunciamentos coletados, listamos as seguintes:

O modelo apresenta grande subjetividade de critérios, porque seus requisitos de elaboração podem se alterar em função do tempo e da perspectiva. Diferentes enfoques e tratamentos dados às mesmas contas podem fazer com que elas apresentem valores distintos. Um exemplo disto é a receita financeira, que para algumas pessoas deve fazer parte da receita operacional, e para outras não.

A ferramenta mostra o custo de oportunidade como elemento a tratar. Além dos juros incorridos pelos recursos de terceiros captados, existe o cálculo do custo ponderado de capital a ser remunerado pela organização. Este enfoque é um tanto subjetivo para o contador, pois este necessita de premissas em relação ao percentual de participação de cada tipo de recurso, na estrutura de capital da empresa.

Também a compreensão do que é resultado econômico é um tanto quanto

complexa, já que ele não corresponde necessariamente ao fluxo de caixa gerado no período e tampouco é o lucro contábil. Dessa forma o tratamento da depreciação como fluxo econômico, por exemplo, é algo que pode gerar dúvidas.

Ainda em relação à depreciação (Al Ehrbar, 1999) para a maioria das empresas a depreciação linear de instalações e equipamentos utilizada na contabilidade dos GAAP funciona razoavelmente bem, mas, apesar disso, não corresponde à depreciação econômica efetiva de ativos físicos, provocando desvios de realidade.

Ao contrário do que ocorre com empresas que possuem pequena quantidade de equipamentos de vida longa, onde esses desvios são normalmente tão desprezíveis que não chegam a influenciar decisões, nas empresas com grandes inversões nesses equipamentos, a utilização da depreciação linear no cálculo do EVA pode apresentar resultados que criem uma forte tendência contra investimentos em novos equipamentos.

O encargo sobre o capital do EVA declina com o menos valor do ativo depreciado, fazendo com que ativos anti-

gos pareçam mais baratos do que os novos. Isto pode criar uma relutância por parte dos gerentes em substituir equipamentos velhos e "baratos" por outros novos e "caros". A maioria dos equipamentos de vida longa deprecia-se muito pouco nos primeiros anos de uso, ao passo que nos outros anos passa a sofrer rápida desvalorização em virtude da obsolescência e deterioração física.

Outro aspecto negativo do modelo é a ocorrência de conflitos entre o simples e compreensível e o complexo e preciso. A adoção de cálculos simplórios pode resultar em uma significativa imperfeição frente às necessidades da organização. Por outro lado, detalhes ou ajustes em excesso fazem a confiança no sistema se tornar excessivamente dependente da capacidade de julgamento das pessoas.

Zimmerman afirma (Donald H. Chew Jr., 1994:171) que o sucesso atribuído ao EVA é exagerado e que este só resolve dois terços do problema. Explica que apenas houve sucesso em colocar os tradicionais métodos de avaliação — Valor Presente Líquido/Orçamento de Fluxo de Caixa Futuro, descontado a Valor Presente em uma forma que pode ser usada por algumas corporações para a mensuração contínua do desempenho, mas que o EVA não é adequado para todas as companhias, e que é preciso obter um melhor entendimento a respeito de

onde o sistema é capaz de produzir bons resultados e de onde pode causar problemas, não devendo, conseqüentemente, ser usado.

William Gamble também ressalta a limitação do modelo no que se refere a certos tipos de indústrias ou ramos de negócios, mencionando as dificuldades de calcular índices em estabelecimentos com grandes ativos intangíveis, tais como nomes de marcas e cérebros de marketing, em instituições financeiras que necessitam colocar de lado o capital para propósitos reguladores em companhias jovens, onde os cálculos da receita seriam inexatos. Para esse autor, o modelo é útil mas incompleto, e podemos nos espelhar nas situações de algumas empresas que em tempos passados utilizaram a reengenharia. Sabe-se também que o EVA não pode ser usado ampla e largamente. Nas companhias recém-constituídas, por exemplo, sua utilização se torna inviável, por não apresentarem série histórica, de forma que se deve proceder ao cálculo das receitas de forma subjetiva. Também nas companhias que exploram recursos naturais, onde em vez de depreciação há valorização, pelas características inerentes, surgem dificuldades na aplicação do EVA, tornando-se necessárias adaptações. Além disso, o conceito do retorno maior que o lucro é muito antigo e faz com que o modelo não seja nenhuma novidade, como muitos tentam pre-

gar, sendo tão-somente conceitos antigos com roupagem nova.

O professor Zimmerman (Donald H. Chew Jr., 1994:171) ressalta que o *EVA* não é, como a empresa Stern Stewart & Co. prega, um modelo novo, e que, hoje, ele apenas está mais adequado à realidade, em face das estimativas mais precisas de custo de capital e de melhores ajustes nas demonstrações contábeis convencionais, com a consequente correção de muitos dos problemas de distorções contábeis, como aqueles que surgem dos arrendamentos e impostos diferidos. Explica (Donald H. Chew Jr., 1994:186) o terço do problema que não é resolvido pelo *EVA*. No seu entender, um dos aspectos não sanados pelo modelo está relacionado com a noção de autorização e de delegação de competência, porque usar o modelo não se resume em unir a mensuração de desempenho ao plano de compensação; para o *EVA* ser eficiente, o executivo da cúpula deve estar disposto a “descentralizar” a administração em sua empresa e “autorizar” os administradores operacionais. Zimmerman acredita que, quando se aplica um sistema *EVA* de mensuração de desempenho e plano de incentivo, mas se mantém todo o direito de decisão no topo da organização, o modelo fica bastante limitado. Contudo, particularmente em algumas empresas, as que atuam em ramos estáveis e utilizam baixa tecnologia e que

não estejam enfrentando muita competição, a descentralização provavelmente não é uma coisa ótima. Os custos de agência vinculados à delegação de decisões para os gerentes de linha provavelmente em tais casos excedem em valor os benefícios, não estimulando o uso do *EVA*, porque os administradores que ocupam níveis mais baixos não têm autoridade para a tomada de decisão.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:186) concorda com esta afirmação, reiterando que realmente há um triângulo formado pela tomada de decisão descentralizada, pela responsabilidade de prestar contas e pelos incentivos. Garante que a revolução da informação e a globalização estão conduzindo à necessidade de descentralizar o processo decisório, de trazer a tomada de decisão para mais perto da ação, de forma que a organização seja flexível e tenha a melhoria contínua como meta. Se este for o caso, então descentralizar a tomada de decisão sem também descentralizar o risco e a recompensa de posse é uma fórmula para a construção de impérios e não de valor.

Zimmerman (Donald H. Chew Jr., 1994:186-187) fala do outro aspecto não resolvido, que é a questão das sinergias, ou seja, das empresas com linhas diferentes de negócios dentro da mesma organização e com benefícios em comum, demonstrando dúvidas

em relação ao modo como se pode medir o *EVA* de cada um deles em tais casos e como distribuir os benefícios conjuntos de ter vários negócios na mesma empresa. Nesse caso têm papel importante a subjetividade e o julgamento da administração de cúpula, particularmente em casos que envolvem custos conjuntos e benefícios em comum.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:187) cita o exemplo da empresa AT&T e Bell Labs, uma fonte de pesquisa básica e aplicada da companhia, que se beneficia da reputação e rentabilidade da empresa inteira, sendo que a Bell Labs antigamente era tratada como despesa geral indireta empresarial. Sob o *EVA*, apenas a pesquisa básica permanece como despesa geral indireta, enquanto agora todos os engenheiros e pesquisadores que trabalham em pesquisa aplicada tem de “vender” seus serviços para as unidades operacionais internas, com metas explícitas e resultados claramente soletados. Os custos destes serviços são cobrados da unidade, ou das unidades, e isso transformou a Bell Labs em centro de *EVA* — um centro responsável por gerar lucros econômicos. Isso propicia a condução de uma distribuição mais eficiente daqueles recursos de pesquisa para usos mais promissores.

Ravid, da Universidade de Rutgers (Donald H. Chew Jr., 1994:187), con-

corda com as palavras do professor Zimmerman sobre o fato de o *EVA* não ser nenhuma novidade, dizendo que este é parte integrante de uma análise muito mais ampla que ele já ensinava em várias universidades durante os últimos quinze anos sob o nome de fluxo de caixa futuro, descontado ao valor presente e valor presente líquido. O conceito de valor de mercado agregado também não é novo, sendo semelhante ao do Q de Tobin, que é o índice do valor de mercado dos ativos a seu custo de reposição ou a seu valor de registro. E complementa, falando da satisfação de saber que as pessoas estão finalmente usando estes métodos que foram ensinados por ele e por seus colegas aos estudantes durante os últimos 20 ou 30 anos.

Para ele (Donald H. Chew Jr., 1994:178) o *EVA* apresenta os mesmos problemas que o fluxo de caixa futuro, pois ter uma estimativa precisa de custo de capital é extremamente difícil, especialmente em companhias descentralizadas com muitas unidades empresariais diferentes. Além disso, calcular os fluxos de caixa futuro esperados é mais uma arte do que uma ciência, porque há muita incerteza em tais estimativas e não há como escapar desta imprecisão, quer usando o *EVA*, quer o fluxo de caixa futuro, descontado a valor presente.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:182) rebate, dizendo que em relação

à imprecisão do custo do capital, de uma perspectiva prática, cobrar dos administradores pelo uso do capital e fazer com que suas gratificações dependam de uma maneira ampla da cobertura daquele encargo de capital vai mais longe na motivação da eficiência do que fazer distinções sutis entre níveis de risco e custo de capital. Afirma também que quando as pessoas "lhe perguntam qual custo devem usar", diz, freqüentemente, que usem 12% ao ano, ou seja, 1% ao mês".

Stern (Donald H. Chew Jr., 1994: 182) complementa, afirmando que é difícil usar o fluxo de caixa futuro descontado como uma medida de desempenho. Se houver grandes desembolsos de numerário no tempo zero, e se os benefícios começarem em dois, três ou quatro anos, haverá a necessidade de, de algum modo, sujeitar as pessoas à responsabilidade por seus desempenhos em uma base anual. Sob a estrutura do *EVA*, continua ele, seriam implementados esforços na resolução deste problema, pondo grandes itens de dispêndio de capital em uma conta de expectativa, que, em vez de ser amortizada em um esquema de depreciação padrão, arca com juros à taxa exigida de retorno. Os chefes operacionais ainda têm o incentivo para trazer as receitas sobre o fluxo, tão depressa quanto possível, porque fazendo assim reduzem os custos de juros para todo aquele capital amarrado na conta da

expectativa. Esta habilidade de usar o *EVA* o torna mais útil do que o fluxo de caixa futuro descontado.

Segundo Stewart, na maioria das companhias, a única vez que todos os números em um exercício de orçamento de capital são colocados em um pedaço de papel é no momento em que o projeto é proposto pela primeira vez. Depois que o projeto é lançado, o capital é enterrado no balanço patrimonial, e os administradores não são mantidos como responsáveis pelo uso de capital adicional, sendo julgados em grande parte com base no objetivo de lucro negociado nos seus orçamentos. O uso do *EVA* é uma forma de reescrever os manuais de orçamento de capital, procedimentos de avaliação e revisões de estratégia para enfatizar sua projeção e desconto em vez de fluxo de caixa.

Stewart diz também que se consegue exatamente o mesmo valor presente líquido de outros modos, mas, se as gratificações também forem baseadas no crescimento do *EVA*, então haverá um sistema de administração financeira completamente integrado, incluindo uma auditoria posterior automática do desempenho do projeto *versus* expectativas.

Para Ravid, existem ainda outras dúvidas, e uma delas é sobre a mensuração do valor dos ativos líquidos, se pelo custo histórico ou de reposição. Se a avaliação se dá pelo custo de re-

posição ou valor de mercado, então o *EVA* está dimensionando o valor econômico absoluto que se está criando. Se for utilizado o custo histórico, então se estará apenas pedindo aos administradores que aumentem seus lucros econômicos ou seus fluxos de caixa.

Stern (Donald H. Chew Jr., 1994: 187) cita o caso de uma empresa de mineração com ativos adquiridos há cem anos, cuja decisão de adquiri-la dependeria das diferenças existentes entre o custos históricos e o de reposição, sendo que se elas não forem substanciais ou se não houver um modo de estabelecer confiantemente o custo de reposição, então é recomendável o uso dos custos históricos.

Stewart continua afirmando que, no caso da empresa de mineração, seria melhor montar um sistema de mensuração de desempenho supondo que não haja nenhum balanço patrimonial e conseqüentemente nenhum capital. Então se definiria o *EVA* simplesmente como sendo os lucros operacionais e só se cobraria das pessoas pelo novo capital a entrar enquanto lhes seria dado um crédito para qualquer capital adicional que saísse. Para ele, manter um velho balanço patrimonial, tentando corrigi-lo, peça por peça, induziria à falsa idéia de que os custos embutidos são relevantes, sendo que, na verdade, não o são. Se as pessoas focalizarem apenas o aumento do *EVA*, então não importa não conseguir o

valor dos ativos de forma correta da primeira vez, mas apenas manter a coerência depois de começar o processo de mensuração.

Ravid (Donald H. Chew Jr., 1994: 187) afirma que este procedimento não lhe daria subsídios para tomar uma decisão sobre o investimento inicial se os lucros econômicos foram adequados para justificar a compra dos ativos em primeiro lugar.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994: 187) concorda, dizendo que, quando se vende um ativo e se reconhece um lucro ou uma perda contábil, este ganho ou perda não entra no cálculo do *EVA*, sendo retirado da demonstração do resultado, e registrado no balanço patrimonial, usando-se dessa forma, a contabilidade pelo regime de caixa.

Zimmerman, embasado nas afirmações de Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:188), ressalta outra deficiência do sistema, citando o caso da Coca-Cola, que possui enorme investimento em sua marca. A marca Coca-Cola, sendo um ativo intangível, não pode ser vendida a uma terceira parte sem que haja a venda simultânea da empresa inteira com seus respectivos produtos. Supondo que a Coca-Cola tenha apenas duas linhas de produtos: a Diet Coke e a Coca-Cola clássica, então não será possível colocar em prática a sugestão de Stewart, mencionada anteriormente. Afirma que, caso não houvesse nenhum ativo na Coca-Cola e não

fosse o seu nome de marca, avaliar suas ações representativas de capital e o nome da marca não seria possível.

Zimmerman (Donald H. Chew Jr., 1994:188) complementa, dizendo que deve haver uma preocupação com este fato, pois, dirigindo a Diet Coke com um plano *EVA*, poder-se-ia ganhar grandes gratificações às custas da Coca-Cola clássica, fazendo Diet-Coke de baixa qualidade, reduzindo os anúncios e enriquecendo-a, mas arruinando o nome da marca, com imposição de alto custo à Coca-Cola clássica.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:188) admite que, quando se tem um produto conjunto como é o caso da Diet Coke, o que se tem a fazer é criar uma estrutura com a qual se possa cruzar as posses entre os produtos, ou seja, deve-se definir que enquanto a parte maior, por exemplo 70% de sua gratificação, está baseada em sua própria operação *EVA*, os outros 30% devem estar baseados no *EVA* da empresa inteira.

Zimmerman (Donald H. Chew Jr., 1994:188) afirma que este procedimento não faria o problema desaparecer e suscitaria muitas dúvidas no que tange a decisões sobre propaganda e publicidade, pois quando se decidisse anunciar a Diet Coke, também se estaria anunciando o nome da Coca-Cola, que vai acrescentar ao valor daquele nome empresarial, salientando-se que o problema continuará de difícil resolução.

Adimando, da empresa Pitney Bowes (Donald H. Chew Jr., 1994:172), ressalta que juntamente com os benefícios do *EVA* vieram também custos, associados ao início do programa, pois, além de vender para a diretoria os méritos da ferramenta, conseguir que o seu pessoal operacional entenda que cada operação diária feita na empresa reflete-se no valor para o acionista é extremamente difícil, principalmente quando se lida com pessoas cujas idéias e métodos são muito diferentes.

Um outro fato citado por Adimando (Donald H. Chew Jr., 1994:172) é o de que a rápida obsolescência dos produtos também torna o *EVA*, ou qualquer outro sistema de mensuração financeira, difícil de ser aplicado, pois convencer pessoas da produção de que não há mais a necessidade da fabricação daquele velho produto, apesar de ele ainda estar vendendo bem, visto que um novo produto será lançado, não é tarefa fácil.

Ele complementa afirmando que dizer ao pessoal das vendas que este novo produto é o que se vai vender agora é uma tarefa extremamente delicada, porque em muitas situações eles passaram alguns anos aprendendo a vendê-lo e convenceram grande parte dos empresários americanos de que precisavam de tal produto.

Sob o aspecto financeiro, Adimando mencionou que é difícil prever o quão depressa o novo produto vai

canibalizar o antigo e quanto lucro será sacrificado, especialmente se o velho estiver sendo produzido a um custo inferior ao de três anos atrás, pois o novo provavelmente será produzido de forma ineficiente no período inicial, sem contar todas as dúvidas que cercam este processo de substituição de produtos, representando todos esses aspectos algumas das incertezas que enfrentam o gerenciamento financeiro empresarial e que parecem não ceder a qualquer sistema financeiro, mesmo ao *EVA*.

Adimando (Donald H. Chew Jr., 1994:173) complementa, dizendo que o *EVA* também cria outro problema, ou pelo menos um desafio para a administração, pois quando se anuncia que se vai usar o plano *EVA*, ou vender uma subsidiária, seu preço de ação sobe e, como se sabe, o mercado de ações só olha para a frente, e este preço de ação representa um valor futuro esperado, mas internamente, a empresa ainda não o realizou e devido às grandes expectativas do mercado, ela terá de passar os dois anos seguintes buscando o valor esperado apenas para evitar que o preço de sua ação caia. Se contudo a empresa não tiver sucesso, as ações cairão em razão da pressão do mercado.

Butler, o vice-presidente sênior e financeiro da International Paper (Donald H. Chew Jr., 1994:176) questiona o fato de, para a sua empresa, ser ne-

cessário realizar uma série de dispêndios para obedecer aos regulamentos ambientais, complementando que a empresa tem de gastar muito dinheiro em projetos sem retorno, para satisfazer novos regulamentos de todos os tipos. Essa atitude leva-o a dúvidas de como o *EVA* avalia estes dispêndios e de como leva em conta aspectos tais como acidentes na fábrica, dias de trabalho perdido, taxas de incidentes e outros.

Stewart (Donald H. Chew Jr., 1994:176-177) diz que uma das maneiras de resolver o problema seria estabelecer para a administração da cúpula muitas apropriadas para encorajar o tipo desejado de comportamento e considerá-las no cálculo do *EVA* e, assim, se os administradores gastassem dinheiro para melhorar a segurança ou reduzir as violações às leis ambientais, então realmente haveria um retorno. Tendo tais forças o sistema de mensuração e incentivo, o debate empresarial focalizaria-se na questão relativa ao custo/benefício marginal real de se gastar um dólar a mais para se melhorar a segurança da empresa.

Para Stewart, é muito importante que este cálculo seja parte da estrutura de desempenho global, em lugar da prática empresarial comum de se colocarem estes desembolsos em uma categoria separada chamada dispêndios obrigatórios.

Também é interessante, e por isso

deve ser motivo de comentário, o fato de que muitas empresas, apesar de terem criado valor para os seus acionistas, apresentarem *EVA*s negativos. Conforme a publicação *Exame* (nº 644, 10.09.97: 56-58), constam na lista como empresas com *EVA*s negativos a Telesp, a Light, a Eletropaulo, Multicanal e outras. Segundo Carlos Jimenez, da Stern Stewart & Co, isso pode significar apenas que um alto investimento feito ainda está no estado embrionário e que o mercado aposta em retornos positivos para ele no futuro.

Desse modo, a metodologia do *EVA* pode incentivar as restrições ao crescimento e desenvolvimento da empresa, se for utilizada com a expectativa de retornos rápidos, deixando de lado o planejamento de longo prazo.

Outro aspecto importante é o de que o modelo desencoraja os executivos a fazer grandes investimentos e a adotar estratégias ousadas, o que gera um subinvestimento, principalmente se o aumento do capital comprometer o cálculo do *EVA*, mesmo que este comprometimento seja a curto prazo.

William Gamble (1997) aponta como uma das grandes deficiências do *EVA* o fato de ele ser uma medida que olha para trás, para os fatos passados, e afirma que existe muita controvérsia sobre sua habilidade de prever com certeza o sucesso ou o fracasso empresarial.

Outra deficiência do modelo con-

siste em não se levarem em consideração riscos externos, tais como os inerentes ao mercado financeiro e os decorrentes de defasagem tecnológica. Eles existem, e colocam à prova a criatividade e a capacidade dos executivos mais experientes, de forma que não podem ser desprezados como se o sucesso das empresas independesse do bom gerenciamento deles.

Em artigo publicado em *Fortune* (Gary Hammel, 1997), Hammel questiona a eficácia do sistema, afirmando que, a longo prazo, uma companhia não pode elevar sua capitalização de mercado se não tiver um *EVA* positivo e que o *MVA*, como o *EVA*, é meramente uma medida de eficiência capital e não de criação de riqueza. Ambas as ferramentas não revelam nada sobre a capacidade relativa de uma companhia de criar uma nova riqueza no ramo em que atua.

Ainda segundo Hammel, no Vale do Silício, hoje, várias companhias de semicondutores apresentam *EVA*s positivos, mas, como investidor, sua preferência é pela Intel que, além de ganhar seu custo de capital, tem capturado grande parte da nova riqueza criada em seu ramo de atuação. Faz menção ao fato de a IBM ter perdido boas oportunidades de gerar novas riquezas em um dos ramos de crescimento mais rápido do mundo. Na opinião dele, se a empresa tivesse mantido a sua quota de capitalização de merca-

do em seu ramo durante a última década, sua avaliação corrente no mercado de valores importaria quase US\$ 210 bilhões, em vez de sua atual avaliação de cerca de US\$ 96 bilhões (valores da época do artigo).

Conforme Hammel, foram os novos e mais revolucionários concorrentes da IBM, em geral, que capturaram esta diferença — a parte de mercado da Microsoft sozinha era de US\$ 155 bilhões — e seria um absurdo sugerir que o problema mais significativo da IBM durante a última década foi falta de eficiência de capital. A IBM teve problemas de falta de sincronia com o mercado, de confiança e muitos outros. Já em relação à empresa americana Chrysler, que aumentou a sua quota de capitalização de mercado de 8,8% para 19,1% entre o ano de 1989 e o de 1997, Hamel acredita que foi a inovação relativa aos mini-furgões, caminhões de carga e projetos de carros-táxi que levou a companhia à maioria na criação de riqueza e não a eficiência de capital.

De acordo com Hamel,

o uso eficiente do capital não é um meio e nem um fim para todas as companhias de sucesso. A estratégia e a inovação contam mais. Na emergente economia do conhecimento, a eficiência do capital é menos do que um condutor de riqueza. Na economia industrial, o capital era tudo, na de produtos advindos do conhecimento, ele freqüen-

temente nada significa especialmente para as companhias como a Microsoft e a Amgen, cujos ativos saem porta afóra todas as noites. Deve-se olhar além do custo de capital, construir novos mercados, e mudar as regras do ramo.

Em outro artigo, Hammel (1997) continua questionando o modelo e resalta o fato de que o *EVA*, como mensurador da habilidade de uma companhia em produzir um lucro econômico — acima do custo do capital —, revela pouco sobre a quota desse capital na criação de novas riquezas, ressaltando que esta quota deve ser medida com relação à quantia total de nova riqueza que foi gerada com o passar do tempo em uma indústria ou ramo, e não em relação à habilidade da empresa de ganhar mais do que o seu custo de capital.

Este fato é importante, pois, caso contrário, a companhia estaria destruindo riqueza, mas o *EVA* não conta a história toda e sim apenas o seu início. Contudo, sabe-se que nenhuma medida pode capturar completamente toda a dinâmica do desempenho empresarial e que há uma variedade de modos para se calcular a quota de criação de nova riqueza em uma companhia. Um rude indicador pode ser obtido comparando-se a quota corrente de uma empresa da capitalização de mercado total de seu relevante "domínio" competitivo com a sua quota de uma década atrás. Em muitos

casos a empresa pode ser perdedora de "quota de riqueza", mas ainda pode ter o *EVA* ou o retorno sobre o capital investido relativamente saudáveis.

Hammel (1997) faz novamente referências à empresa IBM, cujo retorno do capital investido em 1996 foi de mais de 17%, mas sua quota de riqueza no domínio da computação mergulhou de 45,9% para apenas 14,2% nos últimos dez anos, e afirma que, seguramente, a médio prazo a IBM terá de fazer algo mais do que cortar custos e gastar bilhões em recompras de ações se ela espera inverter este quadro; deve, sim, ter um pouco de visão de quais oportunidades existem. Como qualquer teoria financeira poderia sugerir, não é inteligente uma companhia estar satisfeita com uma taxa de crescimento de 10% e um *EVA* positivo enquanto os concorrentes não convencionais estiverem capturando a maioria da nova riqueza gerada em um ramo de negócios em particular.

Voltando à questão do MVA, apesar de Stern ter reconhecido inicialmente haver estreita ligação entre ele e o *EVA*, a Brahma, em seu manual de treinamento de 1997, aponta esta correla-

ção como sendo imperfeita, atribuindo a isto a volatilidade diária do preço das ações — no tempo — e o fato de que o preço de tais ações sofre influência das expectativas de performance.

Por fim, um último aspecto apontado em relação ao *EVA* é o de que este não é um indicador completo e deve ser usado com outras medidas que o complementem, entre elas a da fidelidade da clientela. Talvez a lealdade dos clientes, empregados e investidores seja a essência do sucesso de um negócio e para acompanhar a fidelidade destas pessoas é necessário medir cuidadosamente a taxa de retenção e a de deserção.

Entre os aspectos positivos da mensuração baseada nas taxas de retenção e deserção está o de medir a realidade interna (empregados) e a externa (clientes) da companhia, oferecendo-se uma enorme vantagem ética fácil de comunicar e se encaixando nos critérios que estão bem dentro do controle da administração e quase sempre sujeitos a melhorias. As ligações entre a lealdade e os resultados financeiros estão bem documentadas e determiná-las pode ter um grande impacto no sucesso do negócio.



## CONCLUSÃO

Tanto os negócios quanto a ciência utilizam medidas para quantificar e definir a realidade. O grande problema é que a realidade passada e a presente não são realmente tudo o que interessa; existem outros aspectos.

Se pudéssemos descrever a realidade com exatidão suficiente para o processo de entendimento e previsão do futuro, estaríamos aptos a ter o total controle das diversas situações que a nós se apresentam com o transcorrer do tempo.

Medidas empresariais realmente úteis deveriam ser suficientes para auxiliar os executivos no entendimento, melhora e eventual controle de situações futuras, mas não o são.

O estudo do *EVA* mostrou-nos mais uma vez a grande dificuldade de definirmos a realidade de uma forma precisa e incontestável, levando-nos a concluir que o mais perto a que se pode chegar é a um grande leque de probabilidades.

A recente euforia em torno do *EVA*, constatada através dos depoimentos de

executivos que por características peculiares a suas empresas se adaptaram muito bem ao modelo, está obscurecendo uma série de deficiências que ele apresenta.

Não se pode negar que o *EVA* tem suas vantagens e que, provavelmente, sua grande contribuição seja a contemplação do custo do capital próprio como um aspecto a ser analisado, sendo possível sua aplicação com sucesso em algumas circunstâncias empresariais e o oferecimento de grandes melhorias em relação aos sistemas contábeis convencionais. Por outro lado, o *EVA* apresenta limitações de aplicação em relação a uma série de empresas, como problemas de subjetividade, não alcance de diversas situações, entre outros.

Por fim, mais do que nunca, cabe aos executivos a grande tarefa de proceder, antes da implantação de um sistema de mensuração financeira, seja qual for, a uma profunda análise dos aspectos e condições inerentes a sua companhia, a fim de se ter certeza do que realmente se pretende com a viabilização do modelo, para evitar situações indesejáveis.



**BIBLIOGRAFIA**

- CAVALCANTE & ASSOCIADOS. *Cartilha sobre o EVA*, 1997.
- CHEW JR., DONALD H. "The new corporate finance. Where theory meets practice", 2. ed., Computerworld, "Edição 100 Melhores", 19.09.1994.
- COMPANHIA CERVEJARIA BRAHMA. *Manual de Treinamento sobre o EVA*, 03.03.1997.
- D'AMBRÓSIO, Daniela. "EVA determina remuneração de executivos", *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15.06.1999, "Empresas & Carreiras", p. c-5.
- DAVIES, M. Erin. "Como fazer os acionistas mais ricos usando o EVA", *Fortune*, 09.09.1996.
- DEXTRON CONSULTORIA EMPRESARIAL. *Manual sobre o EVA*, 19.06.1995.
- EHRBAR, Al & HAMMEL, Gary. "Duking it out over EVA", *Fortune*, 08.04.1997.
- EHRBAR, Al. *Stern Stewart & Co. EVA – Valor Econômico Agregado. A verdadeira chave para a criação de riqueza*, Rio de Janeiro, Qualitymark, 1999.
- FREZATTI, Fábio. *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, set-dez. 1998.
- GAMBLE, William. "O EVA e ferramentas de mensuração na criação de um painel equilibrado", disponível em <http://www.xensei.com/users/gamblet/eva.htm>, 08.10.1997.
- GOMES, Maria Tereza. "Sua empresa dá dinheiro?", *Exame*, São Paulo, 01.07.1996, p. 60.
- HAMMEL, Gary. "How killers count", *Fortune*, 23.06.1997.
- NIERO FILHO, Nelson. "O novo evangelho da gestão", *Gazeta Mercantil*. São Paulo, 09.10.1997, "Empresas & Negócios", p. C 8-9.
- SAFATLE, Amália. "Ferramenta de valor", *Carta Capital*, São Paulo: 3(55), 08.1997, pp. 122-124,
- SIIVA, César Augusto Tibúrcio. "Valor econômico agregado", apostila elaborada para cursos na Telebrás, 1997.
- SOMOGGI, Laura. "Quem está realmente produzindo riquezas?", *Exame*, São Paulo, 09.1997, pp. 56-58.
- STEWART, Bennett. Entrevista, *Fortune*, 01.02.1996.
- TULLY, Shawn. "The real key to creating wealth", *Fortune*, 20.09.1993.

