

# ***EMPRESAS CRIAM OU DESTROEM A RIQUEZA DOS ACIONISTAS<sup>1</sup>***

***Oscar Malvessi<sup>2</sup>***

Por que, entre duas empresas que apresentam lucro líquido, uma pode estar *criando valor* para seus acionistas enquanto a outra pode estar *destruindo*?

As variações do lucro e do valor da empresa devem ser atribuídas às estratégias empresariais?

Como as decisões sobre investimentos, estrutura de capital e remuneração aos acionistas podem influenciar o valor da ação no mercado acionário?

Como as estratégias mercadológicas, de lançamento de produtos, de prestação de serviços ou de alterações na utilização de tecnologia podem influir na lucratividade e/ou no posicionamento da empresa no mercado?

Como a filosofia adotada pela administração na gestão de pessoal e na forma de remuneração pode influenciar e incorporar instrumentos eficazes na condução dos negócios e na valorização de uma empresa?

Constata-se que empresas têm criado riqueza, enquanto outras a têm destruído.

Desvendar os fatores econômicos que levam as empresas a criar ou destruir riqueza é tema muito importante, quer para os administradores quer para os investidores.

Neste artigo, nosso objetivo é analisar o resultado econômico de diferentes estratégias utilizadas por empresas concorrentes e verificar, ao final, se elas criaram ou destruíram valor.

---

<sup>1</sup> Artigo publicado na revista Mercado de Capitais, ABAMEC-SP, ano IX, n.º 81, em março de 2000.

<sup>2</sup> Consultor especializado em Criação de Valor ao Acionista e Professor Adjunto do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV-EAESP; e-mail: [omalvessi@fgvsp.br](mailto:omalvessi@fgvsp.br).

A *performance* econômico-financeira das empresas será avaliada utilizando-se a estrutura conceitual do lucro econômico, sob a ótica dos conceitos de Criação de Valor ao Acionista, EVA<sup>TM3</sup> (*Economic Value Added*, aqui denominado de Valor Econômico Criado – VEC), sistema de mensuração econômico-financeira que possibilita analisar com maior profundidade técnica os recursos aplicados à estrutura de capitais e o resultado econômico efetivo gerado pela empresa e/ou unidade de negócio.

Como será demonstrado, o EVA<sup>TM</sup>, em conjunto com o MVA<sup>TM</sup> (*Market Value Added*, aqui denominado de Valor Adicionado pelo Mercado – VAM), propicia uma avaliação da *performance* econômico-financeira das empresas muito superior às técnicas tradicionalmente utilizadas para essa avaliação.

Diz-se que uma empresa cria valor e obtém VEC em um período, quando a geração do LOLIR (Lucro Operacional Líquido do Imposto de Renda) é superior ao custo do capital aplicado no negócio. Nesse caso, a empresa criou e/ou adicionou valor ao acionista. Por outro lado, se o LOLIR for inferior ao custo do capital aplicado, o VEC será negativo e a empresa estará destruindo valor.

Uma empresa apresenta VAM (Valor Adicionado pelo Mercado), quando o valor de mercado da empresa é superior ao capital investido pelos acionistas. O valor de mercado da empresa é obtido pelo número de ações multiplicado pelo preço atual das ações no mercado acionário, ou seja, na ótica de mercado, o VAM reflete os resultados financeiros esperados, demonstrando se a empresa criou ou destruiu a riqueza do acionista.

Dentro desse contexto, estamos desenvolvendo estudos e procedendo a análises sobre o comportamento econômico-financeiro de empresas privadas não financeiras de capital aberto, utilizando os conceitos de Criação de Valor ao Acionista, abordagem com foco no VEC (Valor Econômico Criado) e no VAM (Valor Adicionado pelo Mercado).

Consideraremos a Brahma – Companhia Cervejaria Brahma e a Antarctica – Companhia Antarctica Paulista, empresas que despertaram, em julho de 1999, grande interesse quando da divulgação da união de ambas, para criar a Companhia de Bebidas das Américas – AmBev.

Analisaremos a *performance* econômico-financeira dessas empresas com base na metodologia de Criação de Valor ao Acionista, num período de sete anos, de 1992 a 1998 (inclusive), utilizando informações de mercado, dados disponíveis na CVM e demonstrações financeiras publicadas.

---

<sup>3</sup> EVA e MVA são *trademark* de Stern Stewart & Co. de New York. Neste trabalho, representaremos as siglas dos principais conceitos em português, desde que não haja prejuízo ao entendimento.

Inicialmente, contrastamos o comportamento do VAM (Valor Adicionado pelo Mercado) de ambas, conforme quadro a seguir:

PERFORMANCE ECONÔMICO-FINANCEIRA		
COMPORTAMENTOS	BRAHMA	ANTARCTICA
Valor das ações (mil) - 1994	R\$ 323,00	R\$ 205,80
Valor das ações (mil) - 1998	R\$ 509,46	R\$ 27,07
Valor Mercado Empresa – 1994	R\$ 2,2 bi	R\$ 2,5 bi
Patrimônio líquido - 1998	R\$ 1,9 bi	R\$ 1,7 bi
Valor Mercado Empresa – 1998	R\$ 3,7 bi	R\$ 330 mi
<u>V.A.M.</u>	<u>R\$ 1,8 bi</u>	<u>R\$ (1,4) bi</u>

Prof. Oscar Malvessi

Vê-se que, em 31 de dezembro de 1998, o valor de mercado das ações da Brahma era de aproximadamente R\$ 3,7 bilhões e o montante investido pelos acionistas, de R\$ 1,9 bilhão.

O resultado de R\$ 1,8 bilhão do VAM da Brahma representa, portanto, a diferença entre o investimento e o valor que poderia ser teoricamente realizado pela venda das ações, isto é, o VAM proporcionaria aos acionistas da Brahma um incremento de riqueza da ordem de R\$ 1,8 bilhão no período. Ao contrário, a Antarctica revela, pela diferença entre o seu patrimônio líquido e o valor de mercado, destruição de valor, no montante de R\$ 1,4 bilhão.

Em outros termos, naquela data, os acionistas da Antarctica tiveram aproximadamente um valor reduzido a R\$ 0,20 para cada R\$ 1,00 investido, ao passo que os acionistas da Brahma tiveram valorizado para R\$ 2,00 cada R\$ 1,00 investido.

A seguir, analisaremos o que nos mostra o VEC, num período de 6 anos, de 1993 a 1998 (inclusive).

Constata-se que a Brahma apresentou um comportamento de Criação de Valor crescente até 1997, com diminuição apenas em 1998, porém o valor acumulado totalizou R\$ 700 milhões. Por outro lado, a Antarctica só apresentou VEC positivo no ano de 1993, acumulando R\$ 680 milhões negativos no período.

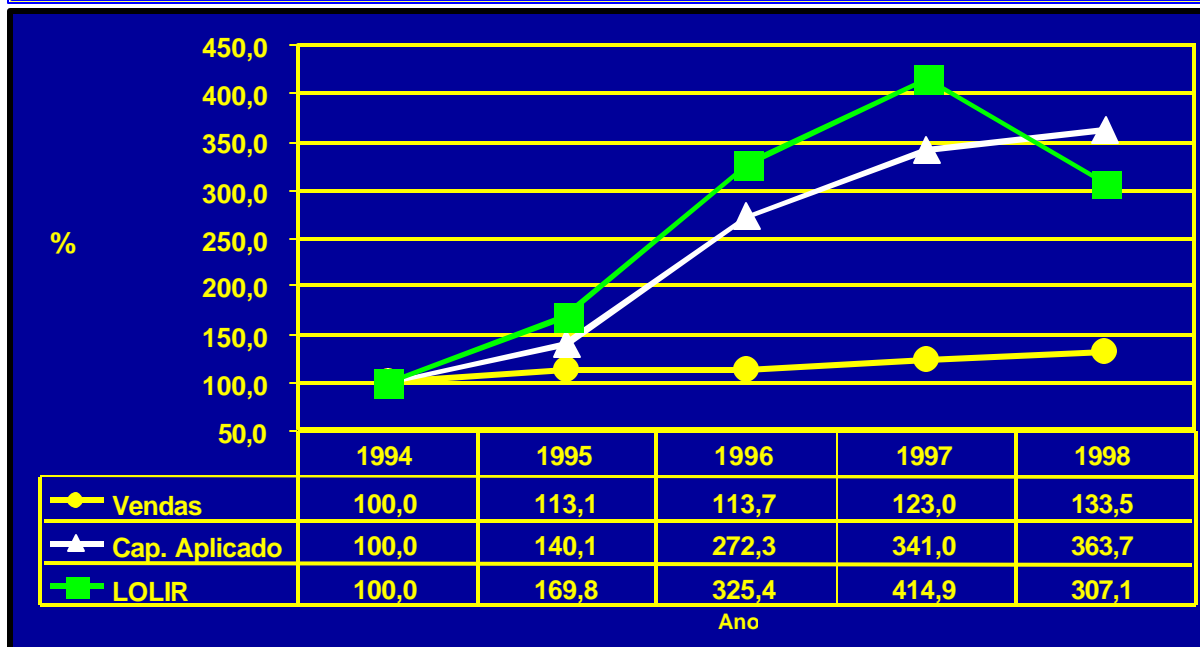
É importante destacar que, em 1994, as empresas possuíam praticamente os mesmos valores de patrimônio líquido e de mercado.

Numa análise horizontal, com base em 1994, nos gráficos 1 e 2 podemos comparar o direcionamento e os resultados obtidos pelas empresas até 1998 nos itens Vendas Líquidas, Capital Operacional Aplicado e LOLIR.

Na Brahma, o valor do LOLIR é crescente. Conclui-se que o resultado alcançado está diretamente relacionado com a eficiência da operação, com a gestão do capital operacional aplicado e com o crescimento obtido nas vendas. Na Antarctica, embora o montante do capital operacional aplicado aumente, suas vendas e o valor do LOLIR decrescem expressivamente, demonstrando significativo comprometimento da eficiência operacional.

## BRAHMA – CONSOLIDADO PERFORMANCE ECONÔMICA

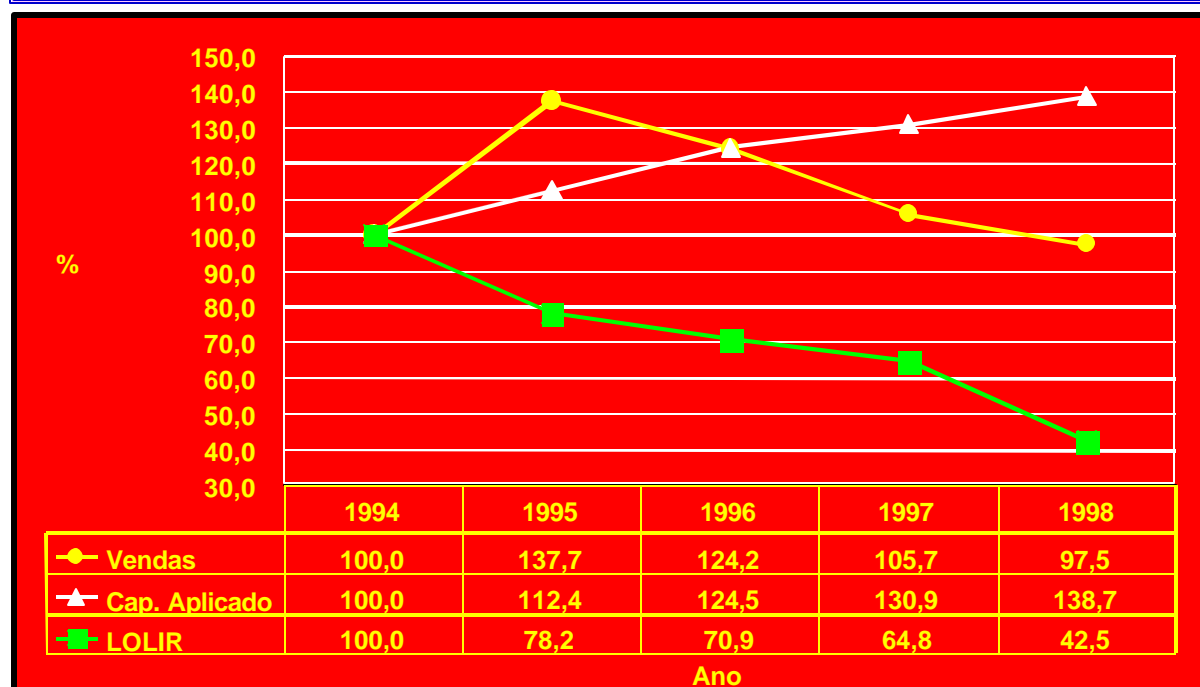
Gráfico 1



Prof. Oscar Malvessi

## ANTARCTICA – CONSOLIDADO PERFORMANCE ECONÔMICA

Gráfico 2

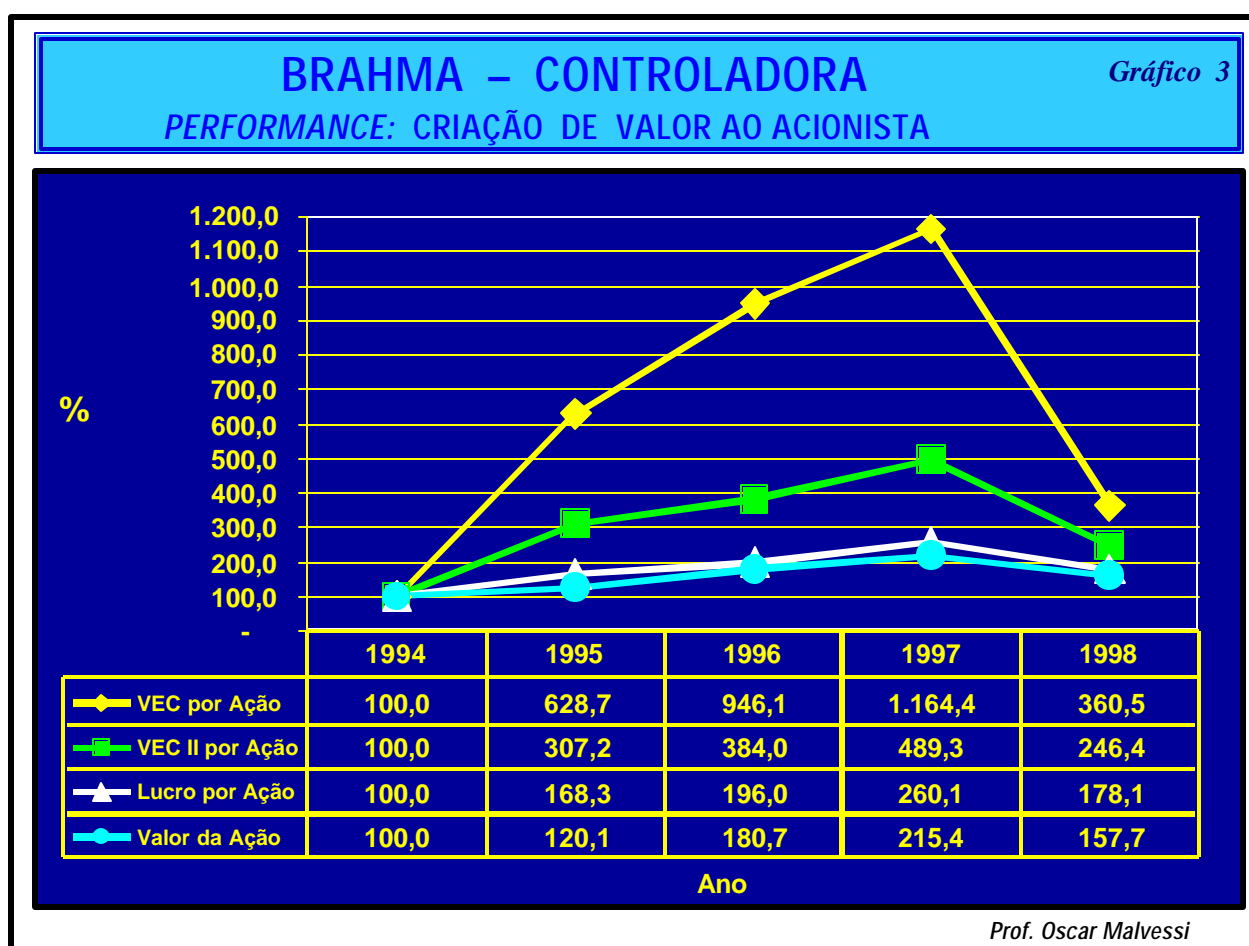


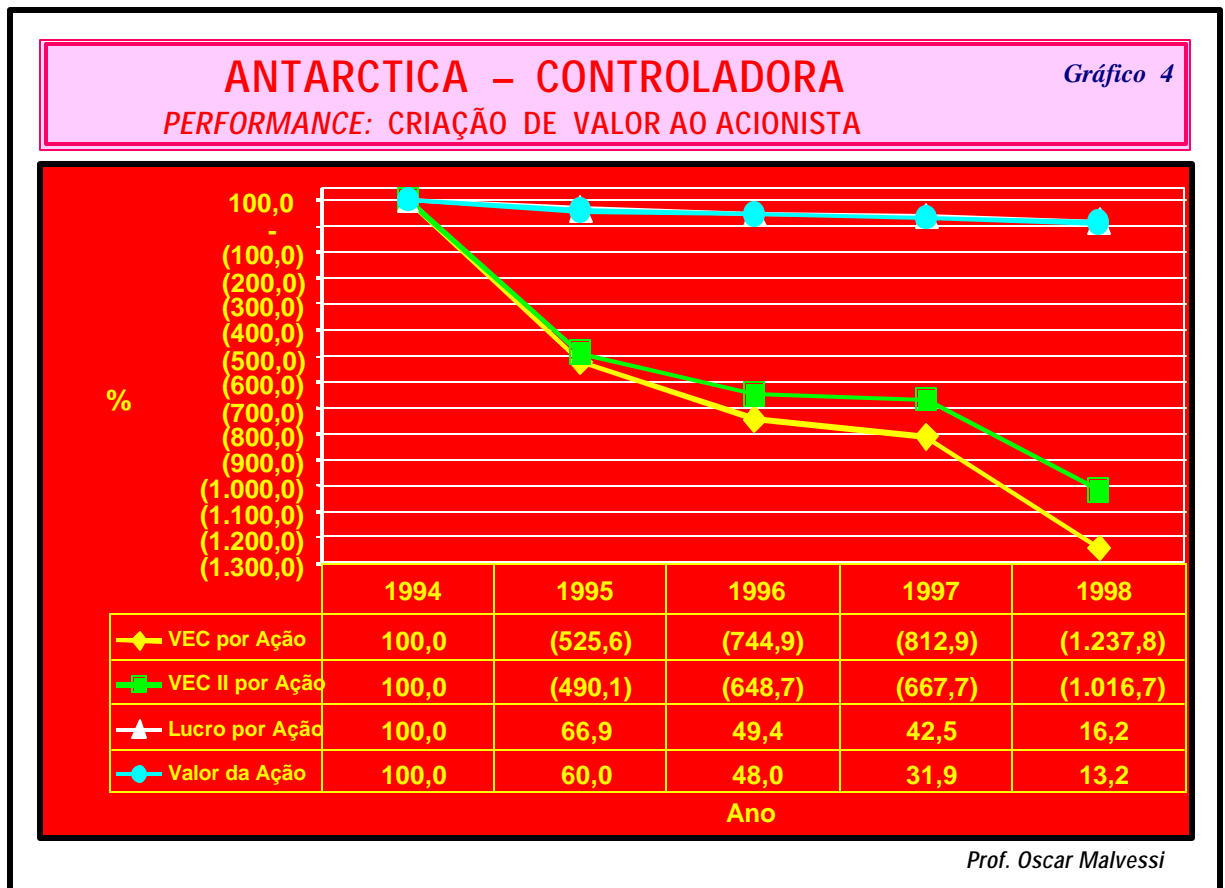
Prof. Oscar Malvessi

Conforme mostra o gráfico 3, o VEC por ação da Brahma apresenta crescimento a partir de 1994, num valor proporcionalmente maior que o lucro por ação, evoluindo em 489% até 1997 e declinando para 246% em 1998. De acordo com o gráfico 4, o comportamento da Antarctica é inverso, ou seja, o valor cresce negativamente ano a ano, atingindo o índice de -1.016% em 1998.

Quando avaliamos o comportamento do valor do lucro por ação da Brahma, observamos que, a partir de 1994, ele aumenta ano a ano, chegando ao índice de 260% em 1997, mas declina para 178% em 1998. Já o valor do lucro por ação da Antarctica apresenta comportamento inverso, reduzindo-se a cada ano até chegar ao índice de 16% em 1998.

O gráfico 3 mostra ainda que o valor de mercado da ação da Brahma no período até 1997 cresceu em 215%, baixando para 157% em 1998. O gráfico 4 mostra que, na Antarctica, o valor de mercado da ação caiu progressivamente até atingir o índice de 13% em 1998.

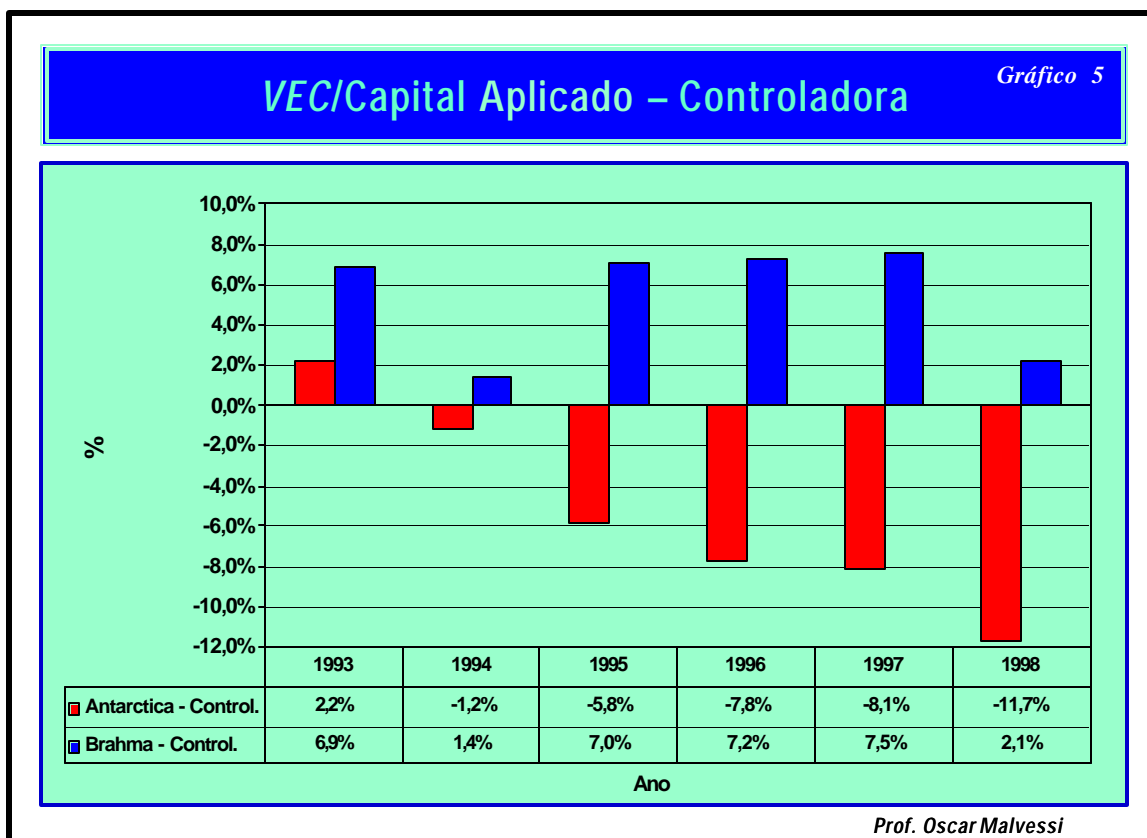




No gráfico 5 a seguir, analisamos a relação do VEC com o Capital Operacional Aplicado no negócio.

O comportamento da Brahma mostra que, nos anos de 1994 e de 1998, há um significativo decréscimo no indicador. Nos demais anos, a relação apresenta indicadores em torno de 7%. Em vista dos resultados obtidos nesse período, a Brahma define-se como Criadora de Valor ao Acionista.

O comportamento da Antarctica é positivo em 2% somente em 1993; nos anos seguintes, apresenta resultado com valores negativos e crescentes, baixando para -12% em 1998. Pelos resultados desse período, a Antarctica deve ser definida como Destruidora de Valor ao Acionista.



Analizamos, no gráfico 6 a seguir, o LOLIR em relação ao Capital Operacional Aplicado e, no gráfico 7, o LOLIR em relação às Vendas Líquidas. Foram utilizadas as demonstrações consolidadas porque esses indicadores retratam com maior fidelidade a *performance* econômico-financeira de cada grupo empresarial.

Na relação LOLIR/Capital Aplicado, a Brahma apresenta comportamento praticamente estável, com decréscimo apenas no exercício de 1998. Entretanto, no período de 1993 a 1998, manteve uma expressiva média de 17%. A Antarctica inicia o período de 1993 a 1998 com 17%, mas o índice decresce progressivamente até baixar em 3% a 1998.

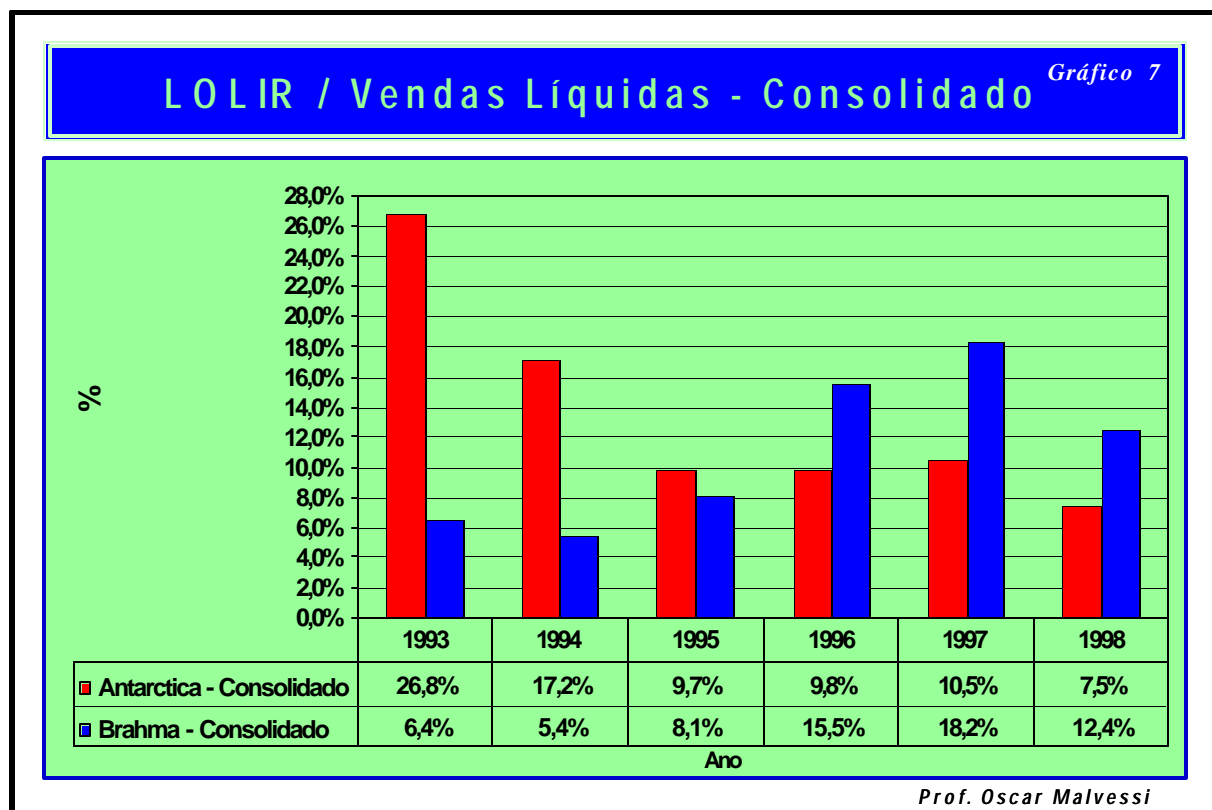
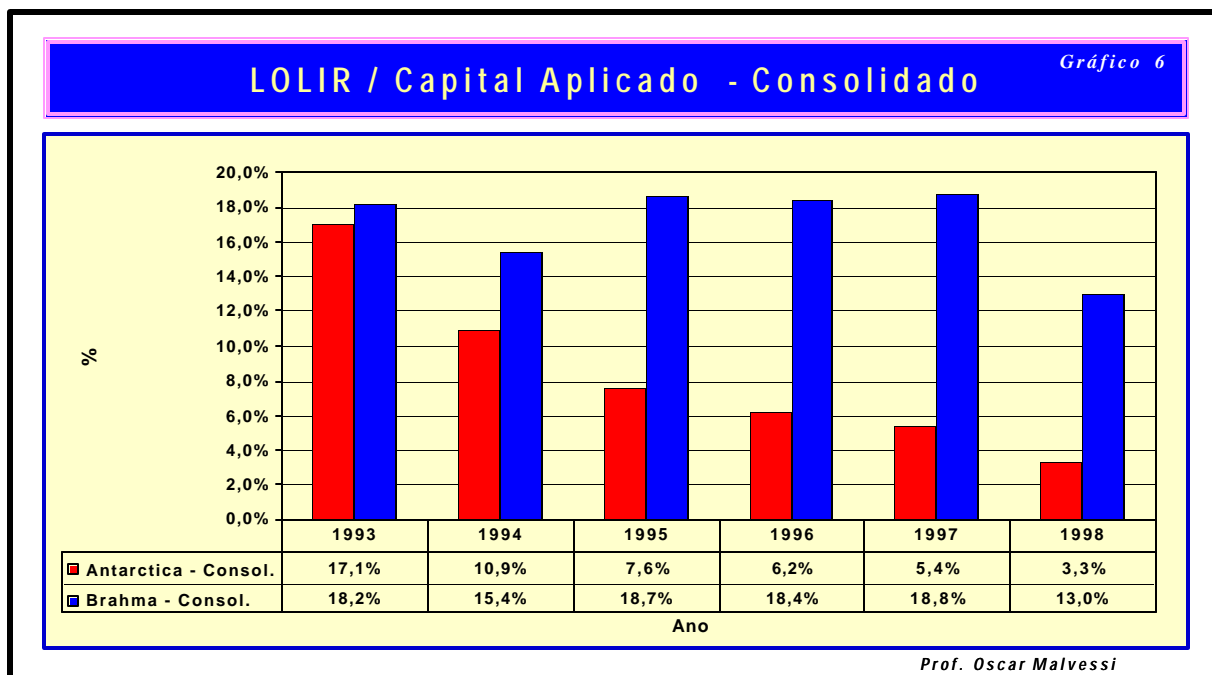
Essa relação retrata os resultados alcançados pelas empresas no que diz respeito à qualidade e à eficiência na administração dos ativos, na estrutura operacional e na estratégia empresarial. Percebe-se que a Antarctica usa excessivo capital e vem apresentando decrescente capacidade na geração de LOLIR. Por outro lado, a Brahma demonstra eficiência na gestão do capital operacional e significativo crescimento nos indicadores de *performance* econômico-financeira.

Na relação LOLIR/Vendas Líquidas, a Brahma apresenta comportamento que melhora a cada ano, iniciando em 1993 com 6% e alcançando o expressivo índice de 18% em 1997. A Antarctica mostra



novamente um comportamento inverso, iniciando com 27% em 1993 e declinando sucessivamente até 7% em 1998.

Confirma-se, assim, que a eficiência operacional acoplada a acertadas estratégias de mercados e produtos reflete-se nos bons resultados alcançados pelas empresas.



A seguir, apresentamos as tabelas I e II com os valores de itens das empresas, identificadas em consolidado e controladora, para comparar e avaliar os respectivos comportamentos no período:

TABELA I - BRAHMA - VEC e Itens para Análise				
ITENS/ANOS	CONSOLIDADO		CONTROLADORA	
	1994	1998	1994	1998
▪ Estrutura de Balanço				
<i>Capital aplicado</i>	<i>830 mi</i>	<i>3,0 bi</i>	<i>1,3 bi</i>	<i>3,4 bi</i>
<i>Passivo oneroso</i>	<i>530 mi</i>	<i>2,3 bi</i>	<i>200 mi</i>	<i>1,8 bi</i>
<i>Patrimônio líquido</i>	<i>1,5 bi</i>	<i>1,9 bi</i>	<i>1,4 bi</i>	<i>1,9 bi</i>
▪ Demonstração Resultado				
<i>Vendas líquidas</i>	<i>2,4 bi</i>	<i>3,2 bi</i>	<i>1,2 bi</i>	<i>2,1 bi</i>
ITENS	NO PERÍODO		NO PERÍODO	
▪ LOLIR: crescimento	225 %		148 %	
▪ LOLIR: acumulado	1,8 bi		2,3 bi	
▪ Dividendos pagos acum.	870 mi		1,0 bi	
▪ Custo capital próprio	15% aa		15% aa	
▪ VEC acumulado	620 mi		700 mi	
mi = R\$ milhão ; bi = R\$ bilhão				
Prof. Oscar Malvessi				

**TABELA II - ANTARCTICA - VEC e Itens para Análise**

ITENS/ANOS	CONSOLIDADO		CONTROLADORA	
	1994	1998	1994	1998
▪ <b>Estrutura de Balanço</b>				
<i>Capital aplicado</i>	2,2 bi	3,1 bi	1,8 bi	2,2 bi
<i>Passivo oneroso</i>	260 mi	970 mi	380 mi	750 mi
<i>Patrimônio líquido</i>	1,9 bi	2,4 bi	1,5 bi	1,7 bi
▪ <b>Demonstração Resultado</b>				
<i>Vendas líquidas</i>	1,4 bi	1,4 bi	440 mi	410 mi
<b>ITENS</b>	<b>NO PERÍODO</b>		<b>NO PERÍODO</b>	
▪ <b>LOLIR: crescimento</b>	(68%)		(73%)	
▪ <b>LOLIR: acumulado</b>	1,2 bi		880mi	
▪ <b>Dividendos pagos acum.</b>	340 mi		170 mi	
▪ <b>Custo capital próprio</b>	15% aa		15% aa	
▪ <b>VEC acumulado</b>	(1,0 bi)		(680 mi)	

mi = R\$ milhão, bi = R\$ bilhão

Prof. Oscar Malvessi

Observam-se variações significativas no comportamento dos itens das tabelas I e II entre as empresas, quer nos valores da controladora quer nos do consolidado. A expressiva variação e a alteração no comportamento dos valores ao longo do tempo sinalizam para a utilização de diferentes estratégias empresariais quanto a mercados, produtos e serviços, operação, políticas de pessoal, administração, tecnologia e investimentos tecnológicos, estruturas de ativos e de passivos, políticas de risco e retorno, bem como para a remuneração ao acionista. As diferentes maneiras de utilizar essas estratégias é que determinam a obtenção de resultados econômicos também diferentes.

Cumpramos ressaltar que a Brahma iniciou a implantação da metodologia de Criação de Valor ao Acionista – EVA<sup>TM</sup> em 1995 (conforme Relatório da Administração de março de 1996) e constata-se, a partir dessa data, uma positiva evolução da sua *performance* econômico-financeira, confirmando os tangíveis benefícios do uso, bem como o potencial gerencial e estratégico da adoção dessa metodologia.

Os benefícios da aplicação da metodologia de VEC, foco na Criação de Valor ao Acionista, mostram-se mais expressivos quando há:

- perda ou erosão do valor econômico do negócio;
- mudanças na liderança da empresa e/ou da influência dos acionistas;
- necessidade de aprimorar a mensuração ou de melhorar a *performance* da empresa;
- necessidade de adaptação a novas realidades do mercado.

O entendimento e a aplicação da metodologia de VEC possibilitam analisar com maior profundidade as alternativas de estrutura de capitais e de recursos aplicados. A finalidade é aumentar as vantagens competitivas do negócio, buscando objetivos estratégicos de diferenciação e/ou segmentação que proporcionem melhoria operacional e ampliem a Criação de Valor, por intermédio de:

- tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criem valor para a empresa/unidade de negócios;
- análise da estrutura dos recursos aplicados nos ativos com o desempenho e a evolução da receita, dos custos e do resultado operacional;
- análise da estrutura de capital, do custo do capital próprio e de terceiros e sua influência no resultado passado e futuro;
- transformação da administração com visão de proprietário, pela participação na melhoria dos resultados por meio de metas a serem alcançadas de Criação de Valor.

A grande contribuição que essa nova teoria de finanças apresenta aos investidores, aos analistas, aos empresários e à comunidade é que o resultado das estratégias utilizadas pelas empresas pode ser avaliado de maneira mais eficaz, desde que analisado sob a ótica de Criação de Valor.

A seguir, alguns conceitos citados e/ou utilizados na metodologia de VEC para a avaliação e o cálculo de Criação de Valor ao Acionista:

- Capital aplicado: recursos operacionais disponíveis e utilizados pelo negócio no período em análise.
- Custo de capital: é o valor monetário dos encargos, correspondente ao custo de capital próprio e de terceiros.
- LOLIR (Lucro Operacional Líquido do Imposto de Renda): representa o lucro operacional líquido gerado, deduzido dos encargos do IR.
- VEC (Valor Econômico Criado) – Criação de Valor ao Acionista: corresponde ao saldo do lucro econômico gerado, após a dedução do CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital).

- Destruição de valor: ocorre quando a geração do lucro econômico não é suficiente para a cobertura dos encargos sobre o capital aplicado.
- VAM (Valor Adicionado pelo Mercado): é caracterizado pela diferença entre o valor investido pelos acionistas, quando comparado com o valor atual das ações no mercado acionário.

## **Bibliografia**

GRANT, J. L. *Foundations of economic value added*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.

STEWART, G. B. III. *The quest for value: the EVA management guide*. New York: Harper Business, 1991.

TITMAN S., GRINBLATT M. *Financial market and corporate strategy*. Irwin: McGraw-Hill, 1998.

TULLY, S. America's greatest wealth creators: GE, coke and microsoft are still the big 3. *Fortune*, Nov. 1998.

TULLY, S. The real key to creating wealth. *Fortune*, Sept. 1993.