

VALOR ECONÔMICO ADICIONADO (E.V.A.): UMA FERRAMENTA PARA MENSURAÇÃO DA REAL LUCRATIVIDADE DE UMA OPERAÇÃO OU EMPREENDIMENTO.

Rodney Wernke*
Marluce Lembeck**
Antonio Cezar Bornia***

RESUMO

Para acompanhar as mudanças na forma de administrar empresas, o contador deve passar a deter conhecimentos suficientes relacionados ao Valor Econômico Adicionado ou Agregado, também conhecido como *Economic Value Added* (EVA).

O poder do conceito do Valor Econômico Agregado (EVA) origina-se da idéia de que não se pode conhecer se uma operação está realmente criando valor, levando-se em conta o custo de oportunidade de todo o capital utilizado. Na maioria das operações internas das companhias, não se tem idéia de qual ou de quanto é o valor agregado pelas mesmas.

PALAVRAS-CHAVE

Valor econômico adicionado, mensuração.

ABSTRACT

To follow the changes in the way to administer companies, the accountant must have sufficient knowledge related to the Economic Value Added (EVA).

The power of to the Economic Value Added (EVA) concept was originated from the idea that one can not know if an operation is really creating value, taking in to account the opportunit cost of all the utilized capital. In most company operations, there is no idea of what or how much the value aggregated by these companis.

KEY WORDS

Economic value added, measurement.

1. INTRODUÇÃO

A Contabilidade é o maior banco de dados existente nas entidades, basta organizá-los de forma que produzam informações sob medida para os seus usuários (LEONE, 1996).

Entretanto, a Contabilidade, como instrumento de informações, recebe críticas que a acusam de não responder questões importantes acerca do patrimônio e do resultado das operações das organizações (SILVA, REIS & LEÃO, 1999).

* Contador, Mestre em Engenharia de Produção/UFSC, Professor no Curso de Administração/UNISUL (Tubarão-SC), Doutorando em Engenharia de Produção/UFSC;

** Contadora, Especialista em Contabilidade Gerencial/UNISUL;

*** Doutor em Engenharia de Produção/UFSC, Professor do PPGEP/UFSC.

novos conceitos, metodologias e modelos que visam acrescentar ao papel informativo da Contabilidade, adequando-a às necessidades informativas de usuários cada vez mais exigentes.

Um dos fatores que forçam este novo comportamento dos contadores são as novas formas de gestão das empresas. Neste sentido, ASSAF NETO (1999) aduz que a gestão de empresas está saindo de uma postura convencional de busca do lucro e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas.

Para acompanhar esta guinada na forma de administrar empresas, o contador deve passar a deter conhecimentos suficientes relacionados ao Valor Econômico Adicionado ou Agregado, também conhecido como *Economic Value Added* (EVA₍₁₎).

Este artigo aborda o EVA, tecendo algumas considerações pertinentes.

2. CONCEITUAÇÃO

Num mundo de modificações extremamente rápidas, onde a busca por resultados é uma constante, o aspecto do Valor Agregado tem se tornado cada vez mais questionado e discutido nas empresas. Apesar de inúmeras interpretações sobre a definição de Valor, em relação a diversos pontos de vista (valor para o cliente, para os funcionários, para os acionistas, para os investidores) o objetivo final da empresa deve ser sempre aumentar o seu próprio valor.

O conceito de valor econômico não é recente. Está presente nos livros clássicos de economia e todo administrador busca, mesmo que instintivamente, gerar um retorno superior ao custo de oportunidade do capital. Neste sentido, ASSAF NETO (1999) pugna que a avaliação sobre se a empresa está agregando valor já havia sido citada por David Ricardo por volta de 1820. A partir de então, o conceito foi sendo utilizado por número cada vez maior de empresas e recebendo denominações distintas.

O Valor Econômico Agregado (EVA) evidencia que não é suficiente apenas a empresa apresentar lucros fantásticos se o capital aplicado para chegar aos resultados for muito maior. Indica a rentabilidade real, ou seja, mostra como o capital é empregado em cada operação (SOMOGGI, 1997).

Isso porque lucros podem ser gerados em condições ruins do patrimônio e sem condições de continuidade. FERRERO, *apud* LOPES DE SÁ (1996), salienta que é preciso distinguir o presumível valor de um capital realizável economicamente daquele valor abstrato atribuível ao capital em razão das perspectivas duráveis de produção lucrativa.

O poder do conceito do Valor Econômico Agregado (EVA) origina-se da idéia de que você pode não conhecer se uma operação está realmente criando valor, levando-se em conta o custo de oportunidade de todo o capital utilizado. Na maioria das operações internas das companhias, não se tem idéia de qual ou de quanto é o valor agregado pelas mesmas, conforme TULLY (1993).

Para CAETANO (1998) o EVA é uma medida da criação (ou destruição) de riqueza centrada num período determinado. Sua base de cálculo é o lucro operacional líquido da empresa menos o custo do capital investido. Quando positivo, indica que a operação no período apresentou retorno superior ao custo de oportunidade do investimento.

DAVIES (1996) diz que o EVA traduz um resultado que demonstra se a empresa está ganhando, em um exercício, mais do que o custo de capital imputado aos seus recursos utilizados. Permite à administração da empresa o conhecimento exato se ela está criando (EVA positivo) ou destruindo (EVA negativo) a riqueza dos acionistas.

Numa definição mais concisa, o EVA é o lucro operacional líquido após a dedução dos impostos, deduzido o custo do capital utilizado para gerar esse lucro (BARROS, 1997).

ASSAF NETO (1999) ressalta que o Valor Econômico Agregado é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme expresso pelos relatórios financeiros. Pode ser compreendido como o resultado apurado pela sociedade que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas). Indica se a empresa está criando ou destruindo valor.

Em resumo, o EVA é uma forma de se medir a real lucratividade de uma operação ou empreendimento. O que a distingue das demais é que nenhuma outra medida considera o custo total do capital da operação. Neste sentido, considera-se como capital todo dinheiro gasto em ativos, como equipamento pesado, edifícios, computadores, que devem ser produtivos logo após a sua aquisição, mais o chamado capital de giro, composto principalmente por dinheiro e recebíveis. Ainda, investimentos de longo prazo, como gastos com pesquisa e desenvolvimento.

3. CÁLCULO DO EVA

O EVA é um indicador do valor econômico agregado que permite a executivos, acionistas e investidores avaliar com clareza se o capital empregado num determinado negócio está sendo bem aplicado.

Para calcular o EVA, inicialmente é necessário conhecer o custo do capital (de terceiros e de acionistas). O custo do capital tomado de terceiros é dado pela taxa que a empresa paga na captação de recursos, ajustado para refletir a dedutibilidade dos impostos a serem recolhidos. O custo do capital fornecido pelos acionistas também deve ser considerado em bases realistas, ou seja, quanto os acionistas ganhariam se investissem em companhias com o mesmo nível de risco que a sua empresa (custo de oportunidade). Caso a empresa utilize capital próprio ou de terceiros, o custo total do capital será a média ponderada de ambos. Em seguida, determinar o investimento de capital que a empresa fez nas operações. Consiste em máquinas, veículos, imóveis, capital de giro (dinheiro, estoques e contas a receber) e investimentos de longo prazo como gastos com pesquisa e desenvolvimento de produtos, treinamento de funcionários etc (TULLY, 1993).

ASSAF NETO (1999) relata que o cálculo do EVA exige o conhecimento do custo total de capital da empresa (WACC⁽²⁾), o qual é obtido pelo custo de cada fonte de financiamento (própria ou de terceiros) ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado (fixo e giro). Desta forma, representa em essência, o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no empreendimento.

Assim, se considerarmos que uma empresa possui capital total de \$ 100.000 formados por 30% de capital emprestado a juros de mercado (por exemplo, a 45% real ao ano) e os 70% restantes são referentes ao Patrimônio Líquido da empresa, com taxa de retorno desejada pelos acionistas de 25% ao ano, o custo do capital seria dado por:

$$\text{CUSTO DO CAPITAL} = \text{Capital total (x) Taxa de Aplicação do Capital}$$

Onde:

Capital total = \$ 100.000

Taxa de Aplicação do Capital = 31% [(30% x 45% juros) + (70% x 25%TIR)]

Custo do Capital = 31.000 (\$ 100.000 x 31%)

Assumindo que o lucro líquido após o pagamento dos impostos seja de \$ 45.000, para calcular o EVA conforme o exemplo apresentado bastaria deduzir do Lucro Líquido depois dos Impostos (\$ 45.000) o Custo do Capital (\$ 31.000), resultando num Valor Econômico Agregado de

\$ 14.000. Caso o resultado fosse negativo, tal valor representaria que as operações da empresa estariam destruindo riqueza dos acionistas.

Depreende-se do exemplo apresentado que para aumentar o EVA, basicamente podem ser empregadas três iniciativas:

- a) tentar lucrar mais sem usar mais capital: geralmente esta alternativa está associada à redução de custos e corte de gastos. Porém é importante lembrar que existem diversas formas de elevar o faturamento, explorando-se oportunidades de mercado e as necessidades dos clientes.
- b) usar menos capital nas operações: neste caso a empresa deve centrar ações na revisão dos processos e das despesas e custos atrelados aos mesmos.
- c) investir capital em projetos de retorno elevado: a utilização de todo ou parte do capital deve ser extremamente criteriosa de maneira que somente se busque selecionar e investir em projetos de alto retorno.

A correta utilização do EVA passa pelo conhecimento adequado do conceito de Custo de Oportunidade, focado a seguir.

4. CUSTO DE OPORTUNIDADE

O Custo de Oportunidade faz parte de uma plêiade de termos originados na teoria econômica que assumiram importância na ciência contábil, considerando-se a quantidade de abordagens existentes na literatura da área (SILVA, REIS & LEÃO, 1999).

Custo de Oportunidade representa o valor da melhor alternativa desprezada em favor da alternativa escolhida (VASCONCELOS, VASCONCELOS & BARBOSA, 1999).

No mesmo sentido, BEUREN (1993) menciona que a opção de uma alternativa implica no abandono ou sacrifício da(s) não escolhida(s). Assim, o custo de oportunidade da alternativa escolhida é o custo da alternativa abandonada que lhe proporciona maior satisfação.

MATZ, CURRY & FRANK (1973), conceituam o custo de oportunidade como o valor mensurável de uma oportunidade secundária, pela rejeição de um uso alternativo de recursos.

Ainda, conforme HORNGREN & FOSTER (1991) custo de oportunidade é a máxima contribuição disponível para o lucro que é abandonado pelo uso limitado dos recursos para um particular propósito.

5. BENEFÍCIOS DA UTILIZAÇÃO DO EVA

O EVA permite à administração da empresa o conhecimento exato se está criando ou destruindo a riqueza dos acionistas, pois qualquer empreendimento ou projeto que se queira empreender deve produzir um resultado econômico que enseje a apuração de um incremento de EVA positivo. Desta forma gerará valor adicional para a empresa (Davies, 1996).

A maioria das corporações, divisões e departamentos não têm noção de quanto capital utilizam ou quanto custa este capital. ROBERTO GOIZUETA, *Chief Executive Officer* CEO da Coca-Cola afirma, *apud* TULLY (1993), que "Nós elevamos o capital para concentrá-lo e o vendemos a um lucro operacional. Portanto nós pagamos o custo do capital e os acionistas embolsam a diferença". O custo do capital emprestado aparece nas despesas com juros da empresa, mas o custo do patrimônio líquido (um capital extremamente caro), com o qual os acionistas contribuíram, normalmente não é evidenciado em nenhum demonstrativo financeiro. Enquanto os administradores não perceberem isto, eles não poderão saber se estão cobrindo todos os custos e

adicionando valor à empresa.

A empresa CSX Intermodal, possuidora de enorme frota de locomotivas, vagões e *containers*, utiliza o EVA desde 1988, quando apurou um EVA negativo de US\$ 70 milhões. Buscando reverter a situação, aumentou o volume de fretes em 25% e reduziu de 18.000 para 14.000 *containers*. Tais *containers* costumavam ficar estacionados nos terminais por duas semanas entre as viagens, mas desde que os administradores da CSX começaram a percebê-los como capital parado, criaram formas de colocá-los de volta nos trilhos (TULLY, 1993).

ASSAF NETO (1999) alerta que é fundamental esclarecer que nem todas as decisões que elevam o lucro da empresa são capazes de criar valor aos acionistas. Estratégias de investimento, que incrementem o volume de vendas e os resultados operacionais da companhia, caso não produzam um retorno suficiente para remunerar o custo de oportunidade dos detentores do capital, destruirão o seu valor de mercado. Comenta, ainda, que nesses casos a distribuição de dividendos com base no lucro contábil aumenta, criando a falsa impressão de melhor desempenho da empresa. Na realidade, distribuir dividendos somente se justifica quando a empresa não tiver oportunidades de reinvestimentos dos lucros a uma taxa de retorno que no mínimo iguale àquela que seus acionistas receberiam em outras alternativas de investimento.

Em termos internacionais muitas companhias estão relacionando ao comportamento desse indicador, vários tipos de pagamentos e remunerações dentro da empresa. Objetivam incentivar melhores performances da mão-de-obra e da administração, de forma a atender simultaneamente os objetivos dos acionistas e dos empregados, conforme DAVIES (1996).

Um estudo realizado pela Oakland University com empresas norte-americanas indica que o EVA ligado à remuneração melhora em 9% a performance do acionista no primeiro ano, 12% no segundo ano e 10% no terceiro (D'AMBRÓSIO, 1999).

No Brasil, algumas empresas já adotam o conceito EVA para distribuir bônus a gerentes e diretores. Quando ligada à remuneração variável, a idéia é, sim, atingir as metas mas também, e principalmente, gerar valor para os acionistas. Por exemplo: há casos em que os funcionários que deixam de trabalhar depois de atingirem a meta e jogam a venda para frente, sem adicionar valor ao negócio. Noutros casos, para alcançar a meta estipulada de vendas e ganhar o bônus, o funcionário pode a poucos dias antes de concluir a meta - fechar um negócio representativo, mas com um prazo de pagamento longo. Assim a empresa financiará o varejista, com o capital empatado e sem gerar valor ao acionista. Se considerado o EVA os profissionais de venda passariam a dar mais atenção para o prazo concedido bem como ao volume de estoque, pois o estoque alto acabaria interferindo no cálculo do EVA também.

Outra propriedade do EVA é sua ligação com os preços das ações. Os dois números tendem a caminhar juntos, para cima ou para baixo. A empresa AT&T calcula o EVA desde 1984 e encontrou uma correlação quase perfeita com os preços das ações (TULLY, 1993). O preço das ações segue o EVA muito mais próximo do que outras medidas como Lucro por Ação, Margem Operacional ou Retorno sobre o Patrimônio. Isto acontece porque o EVA mostra aos investidores o que realmente lhes interessa o retorno líquido sobre o capital melhor do que outras medidas de *performance* vistas através das lentes distorcidas das regras contábeis, como por exemplo, o Fluxo de Caixa por Ação ou o Valor Patrimonial da Ação.

Uma possibilidade adicional é sua utilização como medida de valor agregado para o acionista. Neste sentido de agregação de valor, ASSAF NETO (1999) refere-se a uma medida alternativa de valor e derivada do EVA que chama de *spread* do capital próprio, obtido pela diferença entre o retorno auferido pelo patrimônio líquido ($RSPL = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$) e o custo de oportunidade do acionista. A atratividade econômica da empresa é admitida quando o *spread*

do capital próprio for positivo, evidenciando a agregação de riqueza aos proprietários pela valorização do preço de mercado de suas ações. Salienta que o resultado do *spread* do capital próprio deve ser idêntico ao do EVA. Exemplifica com singular propriedade a determinação do EVA para o acionista através do caso apresentado na seqüência. Supondo que uma empresa tenha um passivo oneroso (oriundo de financiamentos) de \$ 400, captado a um custo líquido do IR de 15%, e um patrimônio líquido de \$ 600. O custo de oportunidade dos acionistas é de 20% e o ROI⁽³⁾ líquido tradicionalmente apurado pela empresa atinge a 21%.

Para obtenção do EVA faz-se necessário calcular:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= [20\% \times \$ 600/\$1.000] + [15\% \times \$400/\$1.000] = 18\% \\ \text{EVA} &= [\text{ROI} - \text{WACC}] \times \text{Investimento} \\ \text{EVA} &= [21\% - 18\%] \times \$ 1.000 = \$ 30 \end{aligned}$$

Para cálculo do *spread* do patrimônio líquido:

$$\begin{aligned} \text{Lucro Líquido} &= [21\% \times \$1.000] - [15\% \times \$400] = \$ 150 \\ \text{Retorno S/ Patr. Líquido} &= \$150 / \$600 = 25\% \\ \text{Spread do Patr. Líquido} &= 25\% - 20\% = 5\% \\ \text{Valor Agregado} &= 5\% \times \$600 = \$ 30 \end{aligned}$$

6. COMENTÁRIOS FINAIS

Mesmo reconhecendo-se que as medidas de desempenho com base na criação de valor não são à prova de contestações, vale ressaltar seus inúmeros méritos na avaliação da riqueza gerada e sua superioridade diante de outras formas de mensuração.

Esta superioridade é inequívoca porque as medidas tradicionalmente utilizadas de avaliação de desempenho, como lucro, lucro por ação, crescimento do lucro e os demais indicadores, não consideram o custo de oportunidade do capital investido e o risco da decisão, tendo pouca utilidade como critérios de decisão e controles gerenciais. Tais indicadores devem dar lugar a parâmetros financeiros voltados à criação de valor para acionistas, objetivando sempre a maximização de sua riqueza.

O importante é usar o EVA para tentar aumentar o valor da empresa. Isso pode ser realizado aumentando os ganhos da companhia sem usar mais capital (por meio da redução de custos e corte de gastos), utilizando menos capital (com a troca de materiais, por exemplo) e com o investimento em projetos de alto retorno.

Ainda, a aplicação do EVA permite uma maior conscientização por parte dos gestores da empresa acerca do capital que é administrado, uma gestão mais empreendedora, bem como possibilita que o EVA seja desdobrado em indicadores de gestão de unidades de negócio. O desdobramento do EVA em outros indicadores propicia avaliar o ganho potencial de cada melhoria a ser implementada e seu impacto no resultado final da empresa.

NOTAS

- (1) EVA é marca registrada de propriedade da Stern & Stewart
- (2) WACC - Weighted Average Cost of Capital
- (3) ROI - Return of Investments (Taxa de retorno do investimento)

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre. A contabilidade e a gestão baseada no valor. VI Congresso Brasileiro de Custos. (1999 : São Paulo). Anais. São Paulo : USP, 1999.
- BARROS, Guilherme. EVA ("Economic Value Added") um novo termômetro para as empresas. Caderno Econômico. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro. 19-02-1997.
- BEUREN, Ilse M. Conceituação e contabilização do custo de oportunidade. Caderno de Estudos FIPECAFI - USP, São Paulo, abril de 1993.
- CAETANO, José Roberto. Sua empresa cria ou destrói riqueza? *Revista Exame*, São Paulo, 09-09-1998.
- DAVIES, Erin M. Como fazer os acionistas mais ricos usando o EVA. *Revista Fortune*, 09-09-1996.
- D'AMBRÓSIO, Daniela. EVA determina remuneração de executivos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 15-06-1999.
- HORNGREN, Charles T. & FOSTER, George. *Cost Accounting: a managerial emphasis*. 7a. Ed., Englewood Cliffs, *Prentice Hall*, 1991.
- LEONE, Jorge S. G. Os vários tipos de demonstrações de resultados e a flexibilização da informação. *Revista Brasileira de Contabilidade*, v.25, n.98, mar./abr. 1996.
- LOPES DE SÁ, A. O fundo de comércio imaterial das sociedades de prestação de serviços profissionais. *Revista Brasileira de Contabilidade*, no. 99, mai./jun. de 1996.
- MATZ, Adolph, et alii. *Contabilidade de custos*. São Paulo: Atlas, 1973.
- SILVA, Alexandre dos S. et alii. Custo de oportunidade. *Revista Brasileira de Custos*, v.1, no.1, 1999.
- SOMOGGI, Laura. Quem está realmente produzindo riquezas? *Revista Exame*, São Paulo, 10-09-1997.
- TULLY, Shawn. The real key to creating wealth. *Revista Fortune*, 20-09-1993.
- VASCONCELOS, Marco Túlio de, et alii. Uma experiência prática da aplicação de modelo conceitual de sistema de informações para gestão econômica numa entidade de serviços públicos no Brasil: o caso da Superintendência de Manutenção Metropolitana da Sabesp. *Revista de Contabilidade do CRC-SP*, no. 7, março de 1999.