

EVA – VALOR ECONÔMICO AGREGADO – CRIAÇÃO OU DESTRUIÇÃO DE RIQUEZA

Oswaldo Fernando Armas⁹
Sérgio Seiji Nishikawa¹⁰

Resumo: Este artigo apresenta o conceito e a importância que as empresas e os investidores estão dando para o índice que mensura a criação de riqueza pelas empresas.

O EVA tem se tornado a cada dia uma poderosa ferramenta de análise da capacidade de gerar um retorno esperado do capital investido. Em um mundo cada vez mais conectado, o capital dos investidores pode ser rapidamente transferido para outro investimento, caso o anterior não apresente o retorno esperado, isso exige que as empresas e seus gestores procurem planejar mais e desenvolver estratégias que visem um maior retorno e a eliminação de investimentos que oneram o capital investido. É apresentado ao final o cálculo do EVA de três maneiras distintas, mas que geram o mesmo resultado, se positivo, criação de valor e se negativo, destruição de riqueza, bem como as vantagens e desvantagens da medida analisada.

⁹ Graduado em Ciências Econômicas pelo Centro Universitário Unianchieta e especialista em perícia contábil.

¹⁰ Graduado em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário Unianchieta.

EVA – Valor Econômico Agregado

Por que o EVA se tornou uma ferramenta tão importante para as empresas?

Veremos aqui a definição, a evolução e o cálculo da medida de desempenho que se mostra importante, pois gera informações oportunas para a tomada de decisões no mundo corporativo competitivo em que as empresas estão inseridas.

Há várias definições do que é o EVA, por exemplo: Al Ehbar: de uma forma simples pode-se definir o EVA, como sendo uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza.

G. B. Stewart III: EVA é uma medida de lucro residual que subtrai o custo de capital do lucro operacional gerado no negócio. Trata-se de uma forma de aferição do lucro econômico de uma empresa ao final de determinado período de tempo.

O EVA foi criado com a finalidade de avaliar se, a cada ano, a empresa está ganhando dinheiro suficiente para pagar o custo do capital que administra. Portanto, o conceito básico é o de calcular a remuneração mínima exigida pelos acionistas e abatê-la do lucro apurado pela empresa.

De forma direta é o lucro líquido operacional depois dos impostos (NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*) deduzido do custo de capital de terceiros e dos custos de capital próprio. (CREPALDI, 2006, p. 274)

No mundo globalizado de hoje, é cada vez mais difícil que as empresas ganhem competitividade, para que isso ocorra, elas têm que conseguir destacar seu produto, tornando-o mais atraente e devem investir em uma ótima gestão e planejamento, identificando suas ineficiências e minimizando as suas fraquezas. Esta é a nova visão sustentável de uma empresa, que não apenas procura o lucro, mas também consegue maximizar a riqueza do acionista, adicionando valor ao capital investido.

Criar valor para uma empresa ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas. Incorpora o entendimento e o cálculo da remuneração dos custos implícitos (custo de oportunidade do capital investido), não cotejado pela contabilidade tradicional na apuração dos demonstrativos de resultados, e, conseqüentemente, na quantificação da riqueza dos acionistas. (ASSAF NETO, 2009, p.143)

Não devemos nos iludir determinando que uma empresa apresentando resultados positivos, está contribuindo para que o investidor que aplicou seu capital possuiu um ótimo retorno sem levar em consideração o custo oportunidade, ou seja, se o lucro que obteve sobre o capital investido é igual ou maior que o lucro mínimo esperado.

Vejam os exemplos bem simples sobre o que é o custo oportunidade:

Se você investir R\$ 100.000,00 num negócio e, ao final do ano, tiver um lucro operacional de R\$ 5.000,00, você obteve lucro? A maior parte das pessoas dirá que sim.

Agora se considerarmos que o mesmo montante poderia ter sido investido em outro negócio de risco similar e obtido, digamos 15%, a resposta é não. Eis a grande diferença: o lucro operacional, contábil, de R\$ 5.000,00 é na verdade um prejuízo econômico, pois você “deixou de ganhar” R\$ 10.000,00. (revista Valor Econômico de 31 de agosto de 2000)

Isto é o que chamamos de custo oportunidade, se um acionista investe o seu dinheiro, esperando um determinado retorno, deixando de investir em outro investimento, e tem um retorno abaixo do que teria investido na outra empresa, ele, apesar de possuir um resultado contábil positivo, deixou de ganhar mais dinheiro.

Assaf Neto (2009, p.143) nos diz que “[...] um custo oportunidade retrata quanto uma pessoa (empresa) sacrificou de remuneração por ter tomado a decisão de aplicar seus recursos em determinado investimento alternativo, de risco semelhante.”

Vemos que Assaf Neto nos diz claramente que se deve comparar com investimento de risco semelhante, caso contrário haverá distorções, não apurando o custo oportunidade.

Não faz sentido comparar a taxa de retorno de uma decisão com risco com ganhos oferecidos por uma alternativa sem risco (títulos públicos, por exemplo). A diferença entre as essas taxas é mais bem entendida como um prêmio pelo risco incorrido, e não como um custo de oportunidade. (ASSAF NETO, 2009, p.143)

Neste caso não seria correto compará-los, pois não podemos dizer que foi uma escolha bem sucedida da gestão da empresa, mesmo obtendo um lucro, não há comparabilidade, devido a um investimento apresentar um risco e outro sem risco.

Somente quando uma empresa for capaz de gerar riqueza é que ela conseguirá se firmar no mercado, segundo Assaf Neto (2009, p.143) uma empresa é criadora de valor quando “[...] o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos credores, ao financiarem parte dos ativos, e pelos acionistas, em suas decisões de investimento de risco.”

Uma gestão baseada em criação de valor faz com que a empresa consiga que o capital investido renda mais que o esperado, não destruindo o dinheiro dos acionistas, remunerando-os com o mínimo esperado ou mais.

Quando tratamos de destruição de riqueza, Assaf Neto (2009, p.144) nos diz que “[...] em verdade, o genuíno conceito de lucro voltado ao sucesso empresarial é mensurado somente após ser deduzido o custo oportunidade do capital aplicado.” Se o custo oportunidade não é alcançado houve a destruição de riqueza. Com a estruturação do sistema financeiro, a globalização dos mercados financeiros, onde os investidores podem mudar de investimentos ineficientes e a alta competitividade das empresas, é da mais alta importância que as companhias consigam atrair os investidores com índices que demonstrem a capacidade que elas têm em agregar valor ao dinheiro investido pelos acionistas. Esses índices só podem ser conquistados com uma eficiente gestão de negócios voltada para a sustentabilidade de longo prazo da empresa.

EVA – Um breve histórico

A idéia de Valor Econômico Agregado, com o objetivo que vai além do lucro contábil, não é recente, esta idéia de que o capital remunerado tem que ser superior, não só aos custos decorrentes da fabricação e da venda, mas também visando remunerar custo oportunidade do capital investido, nos remete a grandes economistas do século 17, como Adam Smith e do século 19 como David Ricardo que defendia o conceito de retorno supranormal em 1820. Sendo adotadas por muitas empresas desde então. Mas foi somente em 1982 que a empresa de consultoria *Stern & Stewart* patenteou o conceito batizado de EVA® (*Economic Value Added*).

Com este método muitas empresas que antes acreditavam possuir um lucro contábil, analisando economicamente, estavam destruindo o capital investido. Tomemos como exemplo a gigante européia Siemens.

Após a implantação do EVA®, a Siemens admite que várias das divisões da empresa, que vinham apresentando resultados contábeis positivos, atualmente apresentam resultados econômicos negativos, ou melhor, a empresa está destruindo o valor dos acionistas, resultando EVAs® negativos. (Revista Paulista de Contabilidade de setembro de 1998)

No Brasil, devido ao problema da inflação muito alta e instável e o risco país alto, o método do EVA® só apareceu em meados de 1995, com a adoção do plano real e a estabilização da inflação as empresas passaram a implantar o método.

Segundo a Revista Paulista de Contabilidade (1998, pag.12): “[...] Sem a influência da inflação nos números contábeis, passa a ter sentido a aplicação de métodos para apurar o retorno do investimento.”

Custo de Capital

Um conceito importante para o cálculo do EVA é o de custo de capital. O custo de capital nada mais é do que o retorno mínimo exigido pelos credores e acionistas.

O custo do capital é o retorno exigido pelos fornecedores do mesmo, refletindo desse modo não só o fator temporal do valor do dinheiro, mas também a compensação pelo risco assumido, pelo que quanto maior o risco, maior será o custo do capital. (CREPALDI, 2006, p.275)

O custo do capital não pode ser somente mensurado pelo tempo de utilização, o que todos os investidores e credores esperam, quando investem seu capital na empresa, é que tenham um retorno sobre o tempo de utilização e o grau de risco que o investimento oferece, espera-se que o retorno seja proporcional ao grau de risco que o investimento oferece, quanto maior o risco, maior será o retorno.

No cálculo do EVA, utiliza-se o custo médio ponderado de capital que contempla a ponderação de cada fonte de financiamento e os seus custos.

Seguimos com um exemplo prático baseado em ASSAF NETO (2009, p.154):

Suponha que uma empresa tem um capital de \$ 10.000.000 dos quais 40% é formado por credores (Capital de Terceiros) que tem um custo de 10% e 60% formados pelos acionistas (Patrimônio Líquido) que tem uma remuneração exigida de 15%.

Para se achar o custo médio ponderado de capital (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*), temos a seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = (60\% \times 15\%) + (40\% \times 10\%)$$

$$\text{WACC} = 13\%$$

Para Assaf Neto (2009, p.154): “[...] esta taxa representa, em essência, a remuneração média exigida por credores e acionistas em suas aplicações de capital, de maneira a remunerar o risco assumido no negócio.”

O custo de capital da empresa varia de acordo com suas políticas de financiamento e investimento. Um gerenciamento eficiente dos financiamentos é que vai proporcionar um custo de capital mais competitivo para o mercado, mas deve-se tomar cuidado com os investimentos, já que podemos ter uma captação de recursos boa, mas se os investimentos não têm um retorno esperado, estaremos então destruindo riquezas.

Certamente existem fatores que influenciam o custo do capital que não são de domínio da empresa, como as políticas fiscais e taxas de juro da economia. Se a taxa de juros aumenta, o custo do capital de terceiros aumenta.

Ajustes nas demonstrações contábeis

O EVA é uma ferramenta que utiliza para o seu cálculo elementos das demonstrações contábeis já existentes, mas algumas informações não expressam a real capacidade econômica da empresa, como as informações são como uma “foto” da situação da empresa em determinado período, sua utilização muitas vezes acobertam algumas informações sobre a dinâmica de investimentos que fazem com que a empresa gere valor ao capital empregado. Para isso é necessário a aplicação de alguns ajustes a fim de retirar distorções que possam influenciar no cálculo do EVA.

Os princípios contábeis geralmente aceitos, diante de uma postura mais conservadora, muitas vezes não caminham na direção da realidade econômica da empresa. Os ajustes contábeis visam eliminar certas anomalias dos procedimentos contábeis, permitindo uma medida mais exata de criação de riqueza, e que as demonstrações contábeis reflitam de maneira mais precisa, a situação econômica e financeira da empresa. (ASSAF NETO 2009, p.164)

Algumas contabilizações realizadas, para fins de reconhecimento da capacidade econômica da empresa, deveriam ser reclassificadas ou descartadas das demonstrações contábeis.

A metodologia de medidas de apuração de valor exige alguns ajustes no sistema contábil tradicional. Determinados gastos de uma empresa que costumam ser classificados integralmente como despesas do exercício reduzindo o lucro contábil e o valor de seus ativos, seriam mais bem tratados se fossem considerados como investimento, sofrendo amortizações a cada exercício. Como exemplos, podem ser citados os gastos com P&D, principalmente em empresas de alta tecnologia; certos gastos com promoções realizadas por empresas costumam demandar altos benefícios de escala em suas atividades para serem competitivas.

Em suma, devem ser reavaliadas as classificações contábeis convencionais de todos os gastos que promete alguma contribuição aos resultados futuros da empresa, recomendando-se seu tratamento como capital investido, e não como despesas do exercício. (ASSAF NETO, 2009, p.163)

Estaremos desta forma evidenciando um fator econômico da empresa na geração de riqueza, já que tais gastos são realizados com o objetivo de um retorno futuro, seja uma empresa de alta tecnologia, que desenvolve um novo produto no mercado, ou uma empresa com uma

campanha promocional quer evidenciar mais o seu produto e assim futuramente adquirir maiores vendas. Todo o capital investido nessas operações contribui em parte, mesmo que indiretamente, para um maior lucro operacional.

Um ajuste recomendado é a identificação de ativos que não participam da geração de lucros da empresa, assim como imóveis não utilizados, excessos de liquidez aplicada no mercado financeiro etc. Esses valores devem ser deduzidos dos ativos totais da empresa, de maneira a produzir uma taxa de retorno do investimento mais ajustada ao efetivo capital aplicado no negócio. ASSAF NETO (2009, p.163)

Assaf Neto ainda nos diz que não existe uma “receita de bolo” para esses ajustes, deve-se analisar caso a caso a fim de se classificar categoricamente as informações nas demonstrações contábeis que tem um potencial econômico na geração de riqueza ou não.

Também dificilmente chegaremos ao valor verdadeiro e exato para a elaboração do cálculo do EVA, já que seriam necessários muitos ajustes para encontrar o resultado perfeito, devemos fazer os ajustes mais relevantes com o intuito de retirar as distorções que possam influenciar muito no resultado final.

Dados para o cálculo do EVA.

Apresentamos abaixo os dados necessários para os cálculos do EVA.

Este exemplo foi retirado do livro de ASSAF NETO (2009, p.165):

Em moeda (\$) de poder aquisitivo constante de 31-12-02

	31/12/2001	31/12/2002
RECEITA OPERACIONAL DE VENDAS	3.800.000	3.400.000
Custos dos Produtos Vendidos	(1.693.600)	(1.626.600)
LUCRO BRUTO	2.106.400	1.773.400
Despesas com Vendas	(294.800)	(299.400)
Despesas Administrativas	(231.400)	(242.100)
Despesas Financeiras	(838.400)	(586.100)
Receitas Financeiras	126.400	(81.700)
LUCRO ANTE DO IMPOSTO DE RENDA/CS	868.200	564.100
Imposto de Renda e Contribuição Social	(25.900)	(111.100)
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	842.300	453.000

Resultado operacional líquido ajustado.

Em moeda (\$) de poder aquisitivo constante de 31-12-02

	31/12/2001	31/12/2002
RECEITA OPERACIONAL DE VENDAS	3.800.000	3.400.000
Custos dos Produtos Vendidos	(1.693.600)	(1.626.600)
LUCRO BRUTO	2.106.400	1.773.400
Despesas com Vendas	(294.800)	(299.400)
Despesas Administrativas	(231.400)	(242.100)
Receitas Financeiras	126.400	(81.700)
RESULTADO OPERACIONAL BRUTO	1.706.600	1.150.200
IR/CS s/ Resultado Operacional	(580.244)	(391.068)
RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO	1.126.356	759.132
Despesas Financeiras Brutas	(838.400)	(586.100)
Economia de IR/CS	285.056	199.274
DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS	(553.344)	(386.826)
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	573.012	372.306

Temos na acima o ajuste da demonstração de resultado ajustada, separando o resultado operacional das despesas financeiras.

Dando continuidade ao exemplo para o cálculo do EVA, temos a estrutura patrimonial:

	31/12/2001	31/12/2002
ATIVO TOTAL	20.046.000	19.940.700
(-) PASSIVO NÃO ONEROSOS	1.146.000	740.700
(=) INVESTIMENTO TOTAL	18.900.000	19.200.000
(-) PASSIVO ONEROSO	6.000.000	6.600.000
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	12.900.000	12.600.000

Entende-se neste caso como passivo não oneroso, dívidas e outras obrigações que não geram encargos financeiros como salários a pagar, encargos sociais e tributos a pagar, diferentemente de um financiamento a pagar que tem um custo financeiro.

Para a formulação do exemplo, adotaremos conforme ASSAF NETO (2009, p.165), os seguintes percentuais de custo de capital próprio:

	Exercícios	
	31/12/2001	31/12/2002
Custo Oportunidade do Capital Próprio	13,9%	14,6%

ESTRUTURA DE CAPITAL	31/12/2001	31/12/2002
Investimento Total	18.900.000 100%	19.200.000 100%
Passivo Oneroso	6.000.000 31,7%	6.600.000 34,4%
Patrimônio Líquido	12.900.000 68,3%	12.600.000 65,6%
Custo de Capitação (A/B)	9,2%	5,9%
A. Despesa Financeira Líquida	553.344	386.826
B. Passivo Oneroso	6.000.000	6.600.000
Custo de Capital Próprio	13,90%	14,60%
Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	12,42%	11,60%

Como vimos o anteriormente o cálculo do WACC (Custo médio ponderado de capital) é obtido da seguinte maneira para este exemplo:

$$\text{WACC}_{2001} = (31,7\% \times 9,2\%) + (68,3\% \times 13,9\%) \rightarrow \text{WACC}_{2001} = 12,42\%$$

$$\text{WACC}_{2002} = (34,4\% \times 5,9\%) + (65,6\% \times 14,6\%) \rightarrow \text{WACC}_{2002} = 11,60\%$$

Cálculo do EVA

Com base nos dados apresentados acima, seguimos para o cálculo do EVA, que pode ser feito de três maneiras que veremos a seguir:

Cálculo EVA_01

$$\text{EVA} = \text{Resultado Operacional Líquido} - (\text{WACC} \times \text{Investimento Total})$$

$$\text{EVA}_{2001} = \$ 1.126.356 - (12,4\% \times \$ 18.900.000) = \$ -1.220.088$$

$$\text{EVA}_{2012} = \$ 759.132 - (11,6\% \times \$ 19.200.000) = \$ -1.467.294$$

Cálculo EVA_02

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{Investimento Total}$$

	31/12/2001	31/12/2002
A. RETORNO S/ O INVESTIMENTO – ROI	5,96%	3,95%
Resultado Operacional Líquido do IR/CS (Tabela 02)	1.126.356	759.132
Investimento Total (Tabela 03)	18.900.000	19.200.000
B. CUSTO MÉDIO PONERADO DE CAPITAL (WACC) (Tabela 04)	12,40%	11,60%
C. INVESTIMENTO TOTAL (Tabela 03)	18.900.000	19.200.000
D. VALOR ECONÔMICO AGREGADO (EVA) (A-B)xC*	-1.220.088	-1.467.294

* Diferenças nos valores são devidas a arredondamentos feitos.

Obtemos o ROI (Retorno sobre o investimento) dividindo o resultado operacional líquido do IR/CS pelo Investimento Total.

Quando subtraímos do custo médio ponderado de capital (WACC) o ROI, obtemos o RROI (*Residual Return on Investment*), taxa que revela o retorno do investimento que excede o custo do capital aplicado.

Cálculo EVA_03

$EVA = \text{Lucro Líquido} - (\text{Custo de Capital Próprio} \times \text{Patrimônio Líquido})$

	31/12/2001	31/12/2002
A. RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO (Tabela 02)	573.012	372.306
B. CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	13,90%	14,60%
C. PATRIMÔNIO LÍQUIDO (Tabela 03)	12.900.000	12.600.000
D. VALOR ECONÔMICO AGREGADO (EVA) (A - (B x C))	-1.220.088	-1.467.294

Verificamos neste exemplo apresentando as três formas de cálculo do EVA, mesmo a empresa apresentando um resultado positivo, ela não está atingindo um resultado satisfatório quando analisado sob o ponto de vista do EVA, que leva em consideração o custo oportunidade esperado pelos acionistas, com valores de EVA negativos, as políticas e estratégias que a empresa adotou não conseguiu remunerar os acionistas com o mínimo que eles exigiam. Em outras palavras a empresa está destruindo capital, pois o acionista que

investiu nesta empresa teria ganhado mais em outro investimento ou outra empresa com o mesmo risco.

Vantagens e desvantagens

Como vimos no decorrer do desenvolvimento deste trabalho, as vantagens relativas à implementação do EVA nas empresas são as muitas, proporcionando uma visão sobre a criação de riqueza baseado nos demonstrativos contábeis. Dando uma maior responsabilidade aos gestores sobre as decisões tomadas na empresa, buscando dentre eles uma melhor conduta das estratégias já estabelecidas.

Certamente com uma visão deste índice, as estruturas do planejamento e da estratégia futura da empresa serão melhores concebidos, verificando a potencialidade ou o problema de investimentos.

Quanto aos fatores negativos relativos à implementação do EVA, podemos considerar que são observadas as decisões passadas para o cálculo deste índice.

Como verificamos, as demonstrações contábeis necessitam de uma série de ajustes para que sejam analisadas todas as potencialidades de geração de riqueza e excluídos os valores que não contribuem para o resultado operacional da empresa, tais ajustes que devem ser observados individualmente para cada empresa, se não realizados ou realizados incorretamente, podem distorcer o resultado final.

Como cada empresa necessita de ajustes específicos impossibilita a comparação entre empresas do mesmo seguimento.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, procurou-se apresentar o conceito e a evolução de uma medida de desempenho que visa apresentar o ganho real que as empresas proporcionam aos seus acionistas, verificando se as expectativas mínimas exigidas foram realizadas, não bastando a apresentação de um lucro final contábil, mas apresentando aos seus acionistas que, mesmo apresentando tal lucro os acionistas podem ter perdido dinheiro, pois o retorno foi menor que

o esperado. Tal medida de desempenho se mostra importante nos dias atuais, demonstrando a preocupação com a gestão dos negócios das empresas, já que uma má administração dos recursos obtidos pela empresa através de acionistas pode ser rapidamente migrada para outro investimento neste mundo globalizado e empresas que antes acreditavam que estavam gerando riquezas, na verdade estavam destruindo.

O cálculo do EVA é apresentado de três maneiras simples, mas o ajuste nas demonstrações contábeis deve ser feito individualmente e analisado meticulosamente identificando, realocando ou excluindo valores que possam interferir na análise.

Em meio a pontos positivos e negativos, quando bem analisado e feito todos os ajustes necessários para que se chegue a um resultado verídico, o EVA é uma ferramenta poderosa para os gestores e investidores, para quem administra a empresa, seu resultado final pesa no que diz respeito a responsabilidade sobre gestão da empresa. Para o acionista indica se o investimento naquela empresa proporcionou o retorno esperado.

Referências bibliográficas

ASSAF NETO, Alexandre, *Finanças corporativas*, São Paulo: Atlas 2009.

CREPALDI, Silvio Aparecido, *Contabilidade gerencial: teoria e prática*, São Paulo: Atlas, 2006.

Revista Paulista de Contabilidade, Setembro de 1998.

Revista Valor Econômico de 31 de agosto de 2000