



O Valor Econômico Agregado e a realidade brasileira

Guilherme C. V. Dornas (*)

O conceito de valor e a idéia de que o mesmo só é produzido para os acionistas quando os retornos gerados pelo capital investido são maiores do que o custo desse mesmo capital, definitivamente não é novo (A. Smith, 1776 – J. S. Mill, 1848 – A. Sloan, 1919 – F. Modigliani e M. Miller, 1961). Entretanto, foi somente nos últimos anos da década de 90 que o EVA - *Economic Value Added* (marca registrada da *Stern Stewart & Co.*, de Nova York) emergiu como a mais importante ferramenta de performance para medir a eficácia da gestão financeira e do controle de resultado, bem como um poderoso instrumento na determinação de orçamentos de capital em análises de investimentos. Num espaço inegavelmente curto de tempo tem sido usado por grandes corporações mundiais que buscam a geração de valor, sem contar a imensa curiosidade que tem despertado em empresas brasileiras dos mais variados portes.

Em sua definição básica, essa nova teoria de performance corporativa pode ser vista como uma medida da quantidade de riqueza que a empresa gera, depois de considerado o custo de oportunidade do capital que financia suas operações. Em outras palavras, o EVA mede a diferença entre o retorno do capital empregado e o seu próprio custo – o resultado representa o valor gerado por uma certa companhia, durante um período específico na linha do tempo. É considerado, dessa forma, como um passo incremental em relação à mensuração ortodoxa de performance, uma vez que não somente os lucros são considerados nas análises, mas também o esforço despendido para gerar esses mesmos lucros.

Para garantir que um valor econômico está sendo criado para a empresa – objetivo principal dos acionistas – é fundamental que o *spread* entre retorno sobre o capital empregado e o custo ponderado de capital da empresa seja sempre positivo ($ROIC - WACC > 0$). A busca por tal diferença positiva pode ser dividida em dois importantes componentes. Primeiro, o ROIC (*Return on Invested Capital*)

considerado como o dever de casa da companhia, ou seja, a obrigação de qualquer empresa de usar seus ativos da maneira sábia, extraindo deles o maior retorno possível. Segundo, o custo ponderado de capital ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), oriundo da estrutura de capital da companhia e dos respectivos custos de captação de capitais de terceiros e de capitais próprios empregados no negócio.

Nunca, como agora, o WACC foi considerado tão importante e tão estreitamente vinculado à geração de valor dentro das corporações, fazendo com que seu cálculo preciso se torne crucial para que toda análise de resultados possa ser considerada completa. Todavia, em função dessa importância ascendente, parece ter ficado claro que o WACC não pode ser usado indiscriminadamente, conforme sua definição básica, em países em desenvolvimento, como o Brasil, que apresentam maneiras não ortodoxas de financiar suas corporações.

O mercado brasileiro tem características singulares. As incertezas de uma economia historicamente turbulenta determinam uma incapacidade quase total de prever o futuro no longo prazo e têm dificultado, de maneira incisiva, a criação de um mercado de crédito desenvolvido. Por esta razão, a teoria de cálculo do WACC deve ser persistentemente discutida, quando aplicada em mercados menos estáveis e menos desenvolvidos, uma vez que foi elaborada sob o manto protetor de um mercado fluido e desenvolvido, cenário de economias mais estáveis que preconiza que a forma correta de cálculo é ponderar somente o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros de longo prazo, consideradas estas as únicas fontes de financiamento de capital permanente.

Faz-se necessário, portanto, a proposição de uma metodologia refinada que determine uma maneira “verde-amarela” de calcular o custo ponderado de capital para empresas no Brasil, e que reconheça as reais fontes de financiamento de ativos de longo prazo em corporações nacionais de portes diferentes, uma vez que as fontes de capital de terceiros de curto prazo são muitas vezes também utilizadas no financiamento de ativos permanentes. É o que sinalizam muitos estudos de espectro global, recentemente elaborados, que buscam analisar os padrões de financiamento, tanto de corporações brasileiras quanto de empresas baseadas em países desenvolvidos ou em processo de desenvolvimento.

Os resultados empíricos encontrados por autores de renomadas instituições – *International Finance Corporation* – IFC, o BNDES, o IPEA e o COPPEAD, com amostras que incluem portes variados de empresas – mostram que as companhias menores são mais alavancadas. Como os recursos gerados internamente são quase sempre insuficientes para financiar seu crescimento, elas usam, em

grande parte, capitais de curto prazo, em função do alto custo da emissão de ações e da falta de linhas satisfatórias de crédito de longo prazo. As companhias mais poderosas têm acesso facilitado às linhas especiais de financiamento de longo prazo do BNDES, a juros subsidiados, além de acesso mais barato aos mercados de capitais internacionais quando optam por emitir ações.

Assim, a idéia de que ativos permanentes devem ser financiados por recursos permanentes e ativos de longo prazo por capitais de longo prazo, e que estas são as duas únicas fontes de recursos que a fórmula matemática deve ponderar, torna-se quase utópica no Brasil, onde os financiamentos de curto prazo são as únicas fontes disponíveis para muitas empresas financiarem o seu crescimento, inclusive na aplicação em ativos de longo prazo.

Logo, na busca da real média ponderada do custo de capital de companhias brasileiras, sempre que a demonstração de origem e aplicação de recursos da empresa identificar fontes de capitais de curto prazo financiando ativos permanentes, a ponderação mais razoável no cálculo do WACC deveria incluir, invariavelmente, os montantes de capital de curto prazo e seus respectivos custos. Isso porque a exata apuração do custo de capital, na análise completa de geração de valor corporativo, é de reconhecida importância, já que o WACC tem aplicações fundamentais, tais como: o *benchmark* para avaliar a taxa de retorno sobre o capital; a taxa de retorno mínima para aceitação de projetos incrementais; a taxa de desconto para cálculo do valor presente em projeções de fluxo de caixa livre e fluxo de caixa de EVA. A não utilização de todas as fontes de capital seria condição bastante para determinar uma variação maior ou menor no WACC real da companhia, acarretando decisões operacionais equivocadas e estratégias corporativas negativas, como por exemplo a aceitação de projetos que destroem valor ou a negação de outros que o agregam; o pagamento errôneo de bônus a gerentes com performance teoricamente positiva ou a punição de outros que parecem não ter adicionado valor. Tudo isso, fruto da utilização de um *benchmark* irreal ou, em outras palavras, de um WACC impreciso.

É fato que, no Brasil, os financiamentos de curto prazo são mais onerosos do que os de longo prazo, os quais, quando disponíveis, são oferecidos a taxas subsidiadas. Pode não ser o mais comum, uma vez que períodos mais longos carregam mais incertezas do que prazos mais curtos, mas é a realidade brasileira – exorbitantes taxas de curto prazo praticadas pelos bancos comerciais e linhas de crédito de longo prazo, mais baratas, praticamente restritas às linhas do BNDES. Mesmo assim, os financiamentos de curto prazo, em muitos casos contratados para financiar a supracitada aquisição de ativos fixos, não necessariamente determinam um WACC mais elevado, uma vez que uma estrutura de

capital que fizesse bom uso do benefício fiscal oriundo da participação de capital de terceiros na companhia (mesmo que de curto prazo) poderia diluir o custo sempre mais alto do capital próprio.

Entretanto, um exímio planejamento financeiro, que envolva um bom índice de liquidez, é de extrema importância, uma vez que o emprego de capital de curto prazo em ativos permanentes faz com que a empresa deva cumprir, em curto espaço de tempo, os compromissos financeiros contraídos para investimento em ativos que não geram receita imediata, e não deve se constituir numa estrutura de capital desejada pela companhia. A não ser que esta seja a única opção momentânea de sobrevivência e que a otimização de sua estrutura de capital seja uma busca incessante da organização.

(*) Professor e Consultor da Célula de Competência em Finanças, da Fundação Dom Cabral