

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

***DESENVOLVIMENTO DE UM MODELO DE AVALIAÇÃO DE
DESEMPENHO DE UNIDADES HOTELEIRAS
FUNDAMENTADO EM UM INDICADOR
DE VALOR ECONÔMICO AGREGADO***

Jorge André Backes

Porto Alegre

2003

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

***DESENVOLVIMENTO DE UM MODELO DE AVALIAÇÃO DE
DESEMPENHO DE UNIDADES HOTELEIRAS
FUNDAMENTADO EM UM INDICADOR
DE VALOR ECONÔMICO AGREGADO***

Autor: Jorge André Backes

Orientador: Prof. Dr. Paulo Schmidt

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade Profissionalizante, com ênfase em Controladoria.

Porto Alegre

2003

AGRADECIMENTOS

À minha esposa – Alissandra, que me encorajou e ajudou na realização deste trabalho.

Ao meu orientador - Dr. Paulo Schmidt, que me conduziu durante toda a realização deste projeto.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul, pela qualidade do ensino e profissionalismo.

Ao meu amigo, Guilherme Dornas, que me ofereceu ajuda com seu amplo conhecimento sobre o assunto.

À rede hoteleira, em especial ao amigo Alexandre Gehlen, pelas informações prestadas no estudo de caso.

SUMÁRIO

ILUSTRAÇÕES	6
RESUMO	8
ABSTRACT	9
INTRODUÇÃO.....	10
1 REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	13
1.1 CONCEITOS GERAIS E INDICADORES RELACIONADOS.....	13
1.1.1 Demonstrações financeiras.....	13
1.1.1.1 Balanço patrimonial.....	13
1.1.1.2 Demonstração de resultados do exercício	19
1.1.2 Indicadores de desempenho.....	21
1.1.2.1 Lucro líquido e lucratividade.....	21
1.1.2.1 ROE - retorno sobre patrimônio líquido.....	22
1.1.2.2 ROCE - retorno sobre o capital empregado.....	24
1.1.2.3 O EVA [®] e os vários indicadores	25
1.2 Custo de capital	27
1.2.1 Conceito e componentes.....	27
1.2.2 Custo do capital de terceiros.....	28
1.2.3 Custo do capital próprio	29
1.2.3.1 CAPM (<i>Capital asset pricing model</i>)	29
1.2.3.2 Beta.....	30
1.2.4 WACC - Custo médio ponderado de capital	31
1.3 EVA [®] VALOR ECONÔMICO AGREGADO	34
1.3.1 Conceito.....	34
1.3.2 Histórico	35
1.3.3 Aplicações e objetivos	36
1.3.4 Fatores que aumentam o EVA [®]	37
1.3.5 Vantagens, desvantagens e dificuldades.....	39
1.3.6 Árvore de geração de valor - EVA [®]	40
1.4 CALCULANDO O EVA [®]	43
1.4.1 Cálculo do NOPAT	43
1.4.2 Cálculo do capital	43
1.4.3 Cálculo do EVA [®]	44
1.5 EVA [®] X FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	46
1.5.1 Calculando o D.C.F.	46
1.5.2 Comparabilidade EVA [®] e D.C.F.....	48
1.6 AJUSTES E ADEQUAÇÕES NECESSÁRIOS	50
1.6.1 Ajustes contábeis para cálculo do EVA [®]	50
1.6.1.1 Pesquisa & desenvolvimento.....	56
1.6.1.2 Investimentos estratégicos.....	56
1.6.1.3 Lançamentos de despesas	57
1.6.1.4 Depreciação	57
1.6.1.5 Impostos	58
1.6.1.6 Contabilização de aquisições ou ágio e deságio.....	59
1.6.1.7 Ajustes da despesa de juros	60

1.6.1.8 Ajustes de balanço	60
1.7 PLANO DE BENEFÍCIOS OU INCENTIVOS.....	62
1.7.1 O fundamento	62
1.7.2 Os objetivos do plano de benefícios.....	63
1.7.3 A forma técnica	64
2 MÉTODO DE PESQUISA.....	65
2.1 Classificação da pesquisa	65
2.2 Seleção do caso.....	66
2.3 Coleta de dados.....	66
2.3.1 Coleta e análise de documentos internos.....	67
3 ESTUDO DE CASO	68
3.1 Definição do estudo	68
3.2 A rede hoteleira	69
3.3 Cálculo do EVA [®] das unidades	70
3.4 Cálculo do custo de capital.....	71
3.4.1 Custo do capital próprio	71
3.4.1.1 Taxa livre de risco	71
3.4.1.2 Premio de risco do mercado	72
3.4.1.3 Coeficiente Beta	72
3.4.1.4 Cálculo do WACC.....	72
3.5 Cálculo do capital empregado, lucro operacional e EVA [®] unidade A.....	75
3.6 Cálculo do capital empregado, lucro operacional e EVA [®] unidade B	81
3.7 Cálculo do EVA [®] unidade A e unidade B com custo de capital de 12%.....	87
3.8 Cálculo do EVA [®] com ajuste contábil	88
CONSIDERAÇÕES FINAIS	92
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95
A N E X O S.....	97

ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Balanço patrimonial.....	14
Figura 2: Estrutura contábil do balanço patrimonial.....	14
Figura 3: Balanço patrimonial reclassificado.....	17
Figura 4: Demonstrativo de resultados do exercício.....	20
Tabela 1: Comparativo margem operacional, ROCE e EVA [®]	26
Tabela 2: Coeficiente beta.....	30
Tabela 3: Exemplo de cálculo do WACC.....	32
Figura 5: Definição EVA [®]	35
Figura 6: Árvore de geração de valor - EVA [®]	42
Figura 7: Estrutura da reclassificação para definição do capital investido.....	44
Tabela 4: Exemplo de cálculo. EVA [®]	45
Tabela 5: Exemplo resumido de um fluxo de caixa livre F.C.F.....	47
Tabela 6: Demonstração de resultados do exercício.....	49
Tabela 7: WACC 2001.....	73
Tabela 8: WACC 2002.....	74
Tabela 9: Balanço patrimonial unidade A ativo.....	75

Tabela 10: Balanço patrimonial unidade A passivo.....	76
Tabela 11: Demonstração de resultados unidade A.....	77
Tabela 12: Capital empregado anual unidade A.....	78
Tabela 13: Lucro operacional. líquido. pós-impostos-NOPAT unidade A.....	79
Tabela 14: Cálculo do EVA [®] .unidade A.....	80
Tabela 15: Balanço patrimonial unidade B ativo.....	81
Tabela 16: Balanço patrimonial unidade B passivo.....	82
Tabela 17: Demonstração de resultados unidade B.....	83
Tabela 18: Capital empregado anual unidade B.....	84
Tabela 19: Lucro operacional. líquido. pós-impostos-NOPAT unidade B.....	85
Tabela 20: Cálculo do EVA [®] .unidade B.....	86
Tabela 21: Cálculo do EVA [®] .unidade A. custo de capital 12%.....	87
Tabela 22: Cálculo do EVA [®] .unidade B. custo de capital 12%.....	87
Tabela 23: Investimento em treinamento capitalizado unidade B.....	88
Tabela 24: Ajuste capital empregado anual unidade B.....	89
Tabela 25: Ajuste lucro operacional líquido pós-impostos unidade B.....	90
Tabela 26: Cálculo do EVA [®] .unidade B.....	91

RESUMO

O objetivo principal deste estudo reside em propor a utilização do indicador EVA[®] valor econômico agregado, como forma de medir e comparar o desempenho econômico de unidades de uma rede de hotéis. O trabalho irá sugerir a implantação de um modelo de avaliação de desempenho de unidades hoteleiras, com base no indicador EVA[®] valor econômico agregado. Será utilizada a técnica de estudo de caso, aplicada a duas unidades da rede hoteleira, com o objetivo de desenvolver e verificar a eficácia do indicador EVA[®]. Como resultado, pretende-se possibilitar à empresa contar com um sistema de avaliação de desempenho que lhe ofereça uma melhor orientação para cada decisão a ser tomada. O trabalho também tem por objetivo contemplar a comparação de alguns indicadores de desempenho, comumente utilizados pelas empresas, com o EVA[®], abordar a conceituação de custo de capital e suas formas de cálculo, estabelecer, para esta rede de hotéis, uma fórmula, ou método, para definição de seu próprio custo, definir os ajustes contábeis necessários para cálculo do EVA[®] e desenvolver o modelo conceitual de avaliação a partir do EVA[®], em um caso prático.

Palavras-chave: Valor econômico agregado, alternativas de medição da performance, modelos de avaliação.

ABSTRACT

The main objective of this study lives in proposing the use of the indicator EVA[®] economic value added, as form of to measure and to compare the economic performance of units of a net of hotels. The work will suggest the implantation of a model of evaluation of performance of hotel units, with base in the indicator EVA[®] economic value added. The technique of case study will be used, applied to two units of the hotel net, with the objective of to develop and to verify the effectiveness of the indicator EVA[®]. As result, intends to make possible to the company to count with a system of performance evaluation that offers it a better orientation for each decision to be taken. The work also has for objective to contemplate the comparison of some performance indicators, commonly used by the companies, with EVA[®], to approach the concept of capital cost and their calculation forms, to establish, for this net of hotels, a formula, or method, for definition of his own cost, to define the necessary accounting adjustments for calculation of EVA[®] and to develop the conceptual model of evaluation starting from EVA[®], in a practical case.

Key words: Economic value added; performance measurement alternatives; evaluation models.

INTRODUÇÃO

A contínua transformação no mundo dos negócios tem imposto às empresas revisar seus modelos de avaliação de desempenho econômico para identificar a real agregação de valor obtida em suas operações. Executar atividades que agreguem valor, principalmente, para o acionista, detentor de um recurso escasso chamado capital, é a única forma de assegurar a continuidade do negócio. Estariam os atuais modelos de avaliação de desempenho medindo corretamente e traduzindo para os gerentes e acionistas as ações que agregaram valor?

O mercado hoteleiro, nos últimos anos, apresentou enorme expansão de suas atividades por todo o país. A entrada de redes hoteleiras estrangeiras e a profissionalização das nacionais acirrou a competição no setor. A política de abertura de unidades, hotéis não independentes, que respondem a uma administração central, em cada grande centro, provocou um excesso de oferta.

Este setor exige grande utilização de capital e, portanto, é extremamente importante medir e acompanhar o desempenho econômico de todos estes investimentos.

O trabalho irá sugerir a implantação de um modelo de avaliação de desempenho de unidades hoteleiras, com base no indicador EVA[®], valor econômico agregado.

O objetivo principal deste estudo reside em propor a utilização do indicador EVA[®] valor econômico agregado como forma de medir e comparar o desempenho econômico de unidades de uma rede de hotéis.

O pressuposto neste estudo é que a estrutura EVA[®] ofereça uma nova lente através da qual os gerentes vêem uma empresa, uma lente que possibilita uma percepção mais clara dos dados econômicos que suportam o negócio e capacita qualquer gerente a tomar decisões melhores. Caso esta hipótese seja confirmada, a empresa poderá contar com um sistema de avaliação de desempenho que lhe oferecerá uma melhor orientação para cada decisão a ser tomada.

Objetivos específicos do estudo:

a) Contemplar neste projeto, a comparação de alguns indicadores de desempenho, comumente utilizados pelas empresas, com o EVA[®].

b) Abordar a conceituação de custo de capital e suas formas de cálculo, procurando estabelecer, para esta rede de hotéis, uma fórmula, ou método, para a definição de seu próprio custo.

c) Explicar a metodologia EVA[®], seu histórico, vantagens e desvantagens e sua fórmula de cálculo.

d) Demonstrar a relação do EVA[®] com o método fluxo de caixa descontado.

e) Estabelecer para esta rede os ajustes contábeis necessários para cálculo do EVA[®].

f) Sugerir uma forma técnica de utilização deste indicador como parâmetro para remuneração variável, ou plano de benefícios.

g) Desenvolver o modelo conceitual de avaliação a partir do EVA[®], em um caso prático.

O modelo será desenvolvido de forma conceitual, porém, sua aplicação e uso, irá depender da aprovação da empresa.

O presente trabalho será elaborado a partir de uma revisão bibliográfica de vários autores, principalmente de origem americana, que, por suas características particulares, detêm grande quantidade de informação e orientação já publicadas. A cultura americana, de longa data, privilegia e estimula as empresas a utilizarem técnicas e indicadores para avaliação do seu desempenho econômico. Encontra-se neste mercado, uma lista interminável de livros e publicações relacionadas ao assunto, bem como empresas especialistas nas técnicas de avaliação de desempenho. Ainda nesse mercado, encontra-se possibilidade de consultoria dirigida a orientar empresas e profissionais que pretendam utilizar o EVA[®] como avaliador do desempenho de suas empresas.

Será utilizada a técnica de estudo de caso, aplicada a duas unidades da rede hoteleira, com o objetivo de desenvolver e verificar a eficácia do indicador EVA[®], como instrumento de avaliação de desempenho econômico desta. Os dados levantados serão analisados quanto aos aspectos quantitativos e demonstrados através de cálculos e planilhas.

No primeiro capítulo, será feita uma revisão bibliográfica contemplando:

- As principais demonstrações financeiras, base dos dados a serem utilizados no cálculo do EVA[®].
- A comparação de alguns indicadores de desempenho, comumente utilizados pelas empresas, com o EVA[®].
- A conceituação de custo de capital próprio, de terceiros e o custo médio ponderado de capital.
- Uma abordagem sobre a metodologia EVA[®], seu histórico, vantagens de desvantagens e sua fórmula de cálculo.
- A exemplificação da relação do EVA[®] com o método fluxo de caixa descontado.
- A descrição dos principais ajustes contábeis e adequações necessárias para cálculo do EVA[®].
- O tratamento dado à questão do plano de benefícios e a forma técnica de utilização do EVA[®] como base de remuneração.

No capítulo dois serão descritas as características do método de pesquisa.

No capítulo final será trabalhado o estudo de caso da rede hoteleira.

1 REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

1.1 CONCEITOS GERAIS E INDICADORES RELACIONADOS

1.1.1 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras compreendem todas as operações efetuadas por uma empresa, traduzidas em moeda e organizadas segundo as normas contábeis. Em consequência, há um grande número de informações que podem ser extraídas destas. Os principais demonstrativos financeiros utilizados pelas empresas e que, através destes, se pode medir os seus desempenhos, são o balanço patrimonial, o demonstrativo de resultados do exercício e o fluxo de caixa. Os demonstrativos citados acima são a base de informação para a grande maioria dos indicadores financeiros e de performance.

1.1.1.1 Balanço patrimonial

O balanço tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinado momento, os bens e direitos, assim como as obrigações. Representa uma fotografia, uma posição instantânea, também chamada de estática patrimonial. De acordo com a lei brasileira aprovada pelo congresso nacional em 1976 de nº 6.404/76 por meio dos artigos 178 e 179, as contas integrantes do balanço patrimonial devem estar agrupadas da seguinte forma:

Figura 1: Balanço patrimonial

Balanço Patrimonial

Ativo

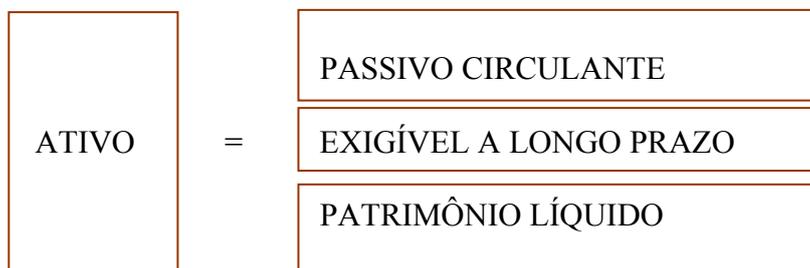
Circulante
 Realizável a Longo Prazo
 Permanente:
 Investimentos
 Imobilizado
 Diferido

Passivo

Circulante
 Exigível a Longo Prazo
 Resultados de Exercícios Futuros
 Patrimônio Líquido:
 Capital Social
 Reservas de Reavaliação
 Reservas de Lucros
 Lucros ou Prejuízos Acumulados

Fonte: IUDÍCIBUS, Sérgio De, MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Ernesto Rubens *Manual de contabilidade das sociedades por ações*, 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p 27.

Figura 2: Estrutura contábil do balanço patrimonial:



Fonte: adaptado de BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas, 1995. p. 40.

O Ativo representa os bens e direitos da empresa, em que os recursos se acham investidos, subdividido em:

a) Ativo circulante, formado pelas disponibilidades, direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte.

b) Ativo realizável a longo prazo, formado pelos direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, assim como os derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas, diretores ou acionistas, que não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da empresa.

c) Ativo permanente, subdividido em:

c1) Investimentos, contas representativas de participações permanentes (não destinadas à negociação) em outras sociedades e contas que reflitam direitos de qualquer natureza não classificáveis no ativo circulante e que não destinem à manutenção das atividades da empresa.

c2) Imobilizado, constituído por direitos, que tenham por objeto bens, destinados à manutenção das atividades da empresa, ou exercidos com essa finalidade, inclusive os de propriedade industrial ou comercial.

c3) Diferido, compreende as aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social.

O Passivo representa as fontes de onde provieram os recursos utilizados para a empresa operar, subdividido em:

a) Passivo circulante, obrigações da empresa, inclusive financiamentos para aquisição de direitos do ativo permanente, quando vencerem no exercício seguinte.

b) Passivo exigível a longo prazo, obrigações vencíveis em prazo maior do que o exercício seguinte.

c) Resultado de exercícios futuros, receitas de exercícios futuros diminuídas dos custos e despesas correspondentes.

d) Patrimônio líquido, representa os recursos que os sócios entregaram à empresa, subdividido em:

d1) Capital Social, compreende os recursos iniciais conferidos pelos sócios / acionistas à empresa, os aportes posteriores de capital efetuados, ambos sob forma de dinheiro ou bens e os aumentos por transferências das contas de reservas e lucros acumulados. O valor do capital que deve constar no patrimônio líquido é o realizado, ou seja, o total efetivamente integralizado pelos proprietários.

d2) Reservas de Reavaliação, refere-se à contrapartida de aumento de valor atribuído a componente do ativo, em virtude de nova avaliação, baseada em laudo de avaliação, firmado por peritos ou empresa especializada.

d3) Reservas de Lucros, são as contas de reservas constituídas por transferências de lucros da empresa.

d4) Lucros ou Prejuízos Acumulados, conta representativa do saldo resultante dos lucros ou prejuízos após as destinações para reservas de lucros e dividendos distribuídos. Essa conta interliga o balanço à demonstração do resultado do exercício e contém, em essência, parte dos lucros que não teve ainda seu destino final determinado.

Matarazzo (1998, p144-148) e Young e O' Byrne (2001, p44-45) propõem uma padronização que difere um pouco do modelo imposto pela Lei das Sociedades por Ações 6.404/76. O objetivo é reclassificar as contas integrantes do balanço para uma melhor adequação ao cálculo de indicadores gerenciais, fugindo um pouco do padrão contábil.

Figura 3: Balanço patrimonial reclassificado

Balanço Patrimonial

Ativo

Circulante

Financeiro / Errático:

Disponível
 Aplicações Financeiras
 Despesas Antecipadas
 Impostos a Compensar

Operacional / Cíclico:

Clientes
 Estoques

Realizável a Longo Prazo

Permanente:

Investimentos
 Imobilizado
 Diferido

Passivo

Circulante

Operacional / Cíclico:

Fornecedores
 Obrigações Sociais e Trabalhistas
 Provisões Trabalhistas

Financeiro / Errático:

Empréstimos Bancários
 Duplicatas Descontadas

Exigível a Longo Prazo

Resultados de Exercícios Futuros

Patrimônio Líquido:

Capital Social
 Reservas de Reavaliação
 Reservas de Lucros
 Lucros ou Prejuízos Acumulados

Basicamente, a reclassificação do balanço ocorre nas contas do ativo e passivo circulante, acrescentado às macro-classificações financeiro / errático e operacional / cíclico. Esta reclassificação das contas é realizada para atender a demanda de uma análise com enfoque gerencial. Apesar de os ativos circulantes serem caracterizados como aqueles que têm o período de realização no curto prazo, existem alguns destes ativos que possuem a característica de continuidade durante a existência da empresa e que são naturalmente cíclicos. Se, por exemplo, a política de financiamento a clientes permanece a mesma, por ser, muitas vezes, definida pelo mercado, os recursos aplicados em duplicatas a receber poderão ser considerados inalterados, por isso mesmo, deverão ter uma conotação gerencial diferenciada daqueles que, freqüentemente, sofrem modificações. Para tanto, será feita a distinção entre o que se denomina ativos circulantes operacionais / cíclicos, aqueles que permanecem inalterados, e ativos circulantes financeiro / errático, estes, sim, mutáveis a todo momento.

No lado do passivo também será dividido o passivo circulante em passivo financeiro / errático que ocorrerá quando houver a necessidade de cobertura de caixa ou existirem obrigações não cíclicas, e em passivo operacional / cíclico ligado às operações contínuas da empresa, como, por exemplo, as obrigações com os fornecedores.

Para cálculo do capital investido, ou empregado, é possível se obter este montante através do ativo, ou do passivo do balanço. O ativo representa a aplicação do capital e, portanto, o ativo total representa o montante do capital investido. Deste ativo total desconta-se o passivo circulante cíclico, ou também denominado passivo não-oneroso que corresponde ao capital empregado que não tem custo explícito.

Do lado do passivo, também é possível se obter o montante do capital investido. São somados ao patrimônio líquido os financiamentos de longo prazo. Os especialistas divergem quanto aos financiamentos de curto prazo serem incorporados ou não ao capital investido.

1.1.1.2 Demonstração de resultados do exercício

A demonstração de resultados do exercício, também conhecida como demonstração de lucros e perdas, retrata o resultado das operações da empresa durante um exercício social que corresponde ao período decorrido entre as datas de dois balanços consecutivos. Sua finalidade é apurar o lucro ou prejuízo do exercício. O lucro líquido, última linha da demonstração, é o resultado da confrontação das receitas menos todos os custos e despesas incorridas.

A demonstração de resultados, apresentada abaixo, denomina de lucro operacional, o resultado após as receitas e despesas financeiras, entretanto, esta é uma representação que atende a princípios contábeis. Para cálculos do NOPAT (lucro operacional pós-impostos) e do EVA[®] (valor econômico agregado), será utilizado o EBIT (*earnings before interest and taxes*), que representa o verdadeiro lucro gerado pelas operações da empresa, independente da estrutura financeira e ajustado, após impostos, para o regime de caixa. O EBIT é o lucro operacional que a empresa teria, caso não possuísse dívidas. Ele inclui todos os itens operacionais, inclusive a maioria das receitas e despesas. Em geral excluem-se receitas e despesas financeiras, ganhos ou perdas de operações encerradas, eventos extraordinários e receitas de investimentos não operacionais. Algumas empresas consideram as despesas financeiras de curto prazo como operacionais e, por conseguinte, essas fazem parte do cálculo do NOPAT. Os impostos sobre o EBIT representam o imposto de renda atribuível ao EBIT. São os impostos que a empresa pagaria, se não possuísse dívidas, títulos mobiliários em excesso e receitas ou despesas não-operacionais. O imposto sobre o EBIT é igual ao total da provisão para o imposto de renda (corrente e diferida) deduzido do imposto de renda atribuído às despesas e receitas financeiras e a itens não-operacionais.

Figura 4: Demonstração de resultados do exercício

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS	
200X	
	Receita bruta de vendas
(-)	Impostos sobre vendas
(-)	Abatimentos, devoluções e descontos comerciais
	= Receita líquida de vendas
(-)	Custo dos produtos e serviços vendidos
(-)	Depreciação
(-)	Amortização
	= Lucro bruto
(-)	Despesas operacionais
	despesas de vendas
	despesas administrativas
	despesas gerais
	depreciação
(±)	Outras receitas/despesas operacionais
	= Lucro operacional antes dos resultados financeiros - EBIT
(+)	Depreciação
(+)	Amortização
	= Lucro operacional antes da depreciação e amortização - EBITDA
(+)	Receitas financeiras
(-)	Despesas financeiras
	= Lucro operacional
(+)	Receitas não operacionais
(-)	Despesas não operacionais
	= Lucro antes do imposto de renda e contribuição social
(-)	Imposto de renda e contribuição social
	= LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

EBIT = Earnings before interest and tax

EBITDA= Earnings before interest, tax, depreciation e amortization

Fonte: adaptado de MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998. p. 48.

Ambas demonstrações, descritas acima, serão utilizadas como fonte de informação para o cálculo do EVA[®]. Do Balanço Patrimonial, será obtido o capital investido e, da Demonstração de Resultados, o lucro operacional.

1.1.2 Indicadores de desempenho

1.1.2.1 Lucro líquido e lucratividade

Lucro líquido é uma medida contábil, largamente utilizada e de grande popularidade nas empresas, obtido como resultante da diferença entre a receita total abatida dos impostos, custos, despesas e tributação. Na verdade, este indicador não pode ser considerado como uma representação de valor adicionado, é um resíduo, aquilo que resta, após todos terem recebido seus pagamentos e, após outras despesas, os credores e o fisco terem recebido sua parte. O que transformou o lucro líquido na representação mais utilizada para criação de valor, foi a consistência exigida pelos princípios contábeis, para calcular esta medida. Outras medidas de desempenho, tais como o retorno sobre ativo ROA e retorno sobre o patrimônio líquido ROE, tomam, como base, o lucro líquido. O lucro líquido pode, também, ser expresso em lucro por ação, levando, além, a conexão percebida entre o desempenho e o valor para o acionista. O lucro líquido, juntamente com suas resultantes medidas de desempenho, permanece popular, apesar de suas grandes deficiências. De um lado, ele é uma medida contábil que mistura conceitos contábeis como depreciação, custos passados, provisões e outros, com valor de mercado. De outro lado, ele não reflete os diferentes níveis de risco das empresas. Um montante de lucro líquido, não nos diz se uma empresa está indo melhor do que outra. Conforme Sardinha (2000), lucro só interessa, quando comparado ao capital investido. Isto porque o retorno exigido de uma empresa, ou seu custo de capital, aumenta juntamente com o grau de risco do negócio subjacente. Investidores, por exemplo, esperam lucros maiores de empresas que representam negócios mais arriscados. O lucro líquido também não sinaliza o grau de alavancagem financeira (participação de capitais de terceiros na estrutura de capitais) de cada empresa, que pode ser demasiadamente elevada, colocando a empresa em uma situação próxima da iliquidez, ou seja, um negócio de maior risco.

Lucratividade é a medida, em percentual, obtida pela divisão do lucro líquido pela receita líquida de vendas.

Acima, o demonstrativo de resultados que tem por resíduo, após a dedução de todos os custos e despesas, o lucro líquido.

1.1.2.1 ROE - retorno sobre patrimônio líquido

A taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, *ROE* (*return on equity*) mede o retorno obtido sobre o investimento (ações preferenciais e ordinárias) dos proprietários da empresa.

$$ROE = \frac{LL}{PL} = \frac{\text{Lucro líquido de impostos}}{\text{Patrimônio líquido médio}}$$

PL = Patrimônio líquido médio obtido a partir do demonstrativo financeiro chamado balanço patrimonial. Conforme Matarazzo (1998, p.188) o correto seria ponderar, proporcionalmente ao tempo de permanência na empresa, as integralizações de capital e, analogamente, os pagamentos de dividendos, que alteram o patrimônio líquido em relação ao exercício anterior. Por uma questão de simplicidade, toma-se o patrimônio líquido médio entre o final e o inicial.

Esta fórmula pode ser decomposta em:

$$ROE = \frac{LOP}{V} \times \frac{V}{AT} \times \frac{AT}{PL} \times \left(1 - \frac{DF}{LOP}\right) \times (1-t)$$

Onde:

LOP = Lucro operacional, o montante do lucro resultante da atividade básica, conseqüência das vendas ou receitas versus os custos operacionais. Excluem-se dos gastos as despesas financeiras que dependem do volume de empréstimos tomados pela empresa. O objetivo é apurar o lucro das empresas independente de sua estrutura de capital. O valor do lucro operacional pode ser obtido a partir do demonstrativo financeiro chamado demonstrativo de resultados do exercício.

V = Vendas ou receitas líquidas, resultantes da atividade operacional. Normalmente, é utilizado o montante líquido, que já é deduzido dos impostos incidentes sobre vendas, das devoluções e abatimentos. O valor das vendas pode ser obtido a partir do demonstrativo financeiro, chamado demonstrativo de resultados do exercício.

AT = O montante de valor aplicado em todas as atividades da empresa, obtido a partir do balanço patrimonial.

PL = Patrimônio líquido, representa os recursos dos acionistas. É formado por capital, dinheiros ou bens, entregues por estes à empresa, ou por lucros gerados pela própria empresa e retidos em diversas contas de reservas ou lucros acumulados. O valor do patrimônio líquido pode ser obtido no demonstrativo financeiro chamado de balanço patrimonial.

DF = Despesas financeiras, representam a remuneração paga a terceiros que financiaram a empresa. O valor das despesas financeiras pode ser obtido a partir do demonstrativo financeiro, chamado demonstração de resultados do exercício.

t = Alíquota do imposto de renda e contribuição social. O percentual das alíquotas varia conforme o tipo de atividade e benefícios fiscais e pode ser obtido a partir do demonstrativo financeiro chamado demonstração de resultados do exercício.

$\frac{LOP}{V}$ = Margem operacional

Resultado da atividade básica, consequência do faturamento, menos os custos operacionais.

$\frac{V}{AT}$ = Giro do ativo

Volume do faturamento, relacionado com o montante de investimento de capital total, aplicado na empresa.

$\frac{AT}{PL} \times \left(1 - \frac{DF}{LOP}\right)$ = Grau de alavancagem

Nível de endividamento, demonstrado pelo total de capital investido, relacionado com o capital próprio, ponderado pelo custo do capital de terceiros com o resultado operacional.

(1 - t) = Tributação
Dedução da parcela de lucros destinada ao fisco.

Este indicador, diferentemente do lucro líquido, já representa melhor a performance da empresa, contemplando a relação da receita frente aos custos incorridos e, também, da quantidade de recursos financeiros utilizados para geração dessas receitas. O referido

indicador, considera, ainda, a relação capital de terceiros e capital próprio e seu efeito de alavancagem dos resultados, porém, não considera o custo do capital utilizado, não traduzindo, portanto, a verdadeira geração de riqueza para os acionistas.

1.1.2.2 ROCE - retorno sobre o capital empregado

ROCE (return on capital employed) é a medida de rentabilidade da empresa que demonstra o quanto o retorno excedeu o capital investido, o que não significa, efetivamente, a riqueza gerada, porque este indicador desconsidera o custo do capital investido. *RONA (return on net asset)* e *ROIC (return on investment capitalized)*, são outros nomes dados ao mesmo indicador. A base do cálculo deste indicador é o lucro operacional, ou seja, o princípio elementar da empresa é gerar lucro na operação. As receitas devem ser superiores aos custos e despesas incorridos, para produzir os bens e serviços, e tudo é comparado ao montante de capital investido no negócio.

O ROCE é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{LOP} (1 - t)}{(\text{AC} - \text{Pci}) + \text{AF}} = \frac{\text{Lucro operacional líquido de impostos}}{\text{Capital investido}}$$

Onde:

Lucro Operacional = Receitas Operacionais - Custos e Depreciação
esse lucro, porém, é líquido de impostos $(1 - t) = \text{NOPAT}$

Capital investido = O total do ativo, ou seja, todo investimento realizado no negócio, exceto uma parcela que representa as fontes do passivo cíclico e que não têm custo específico ou já estão incluídas no custo operacional. Por passivo cíclico ou também chamado de passivo operacional, entende-se todas as fontes de recursos das operações contínuas da empresa, tais como, fornecedores, impostos a pagar, salários a pagar e outras. Em resumo, pode-se dizer que capital investido é o somatório do ativo fixo, AF, mais o capital de giro oneroso, AC-Pci, ativo circulante, menos o passivo cíclico, ou passivo circulante não oneroso.

A utilização isolada deste indicador, como medida de desempenho, pode conduzir a erros significativos na avaliação de investimentos ou performance. Pode haver situações em que um novo investimento produza uma ROCE superior ao atual, porém, a empresa está

perdendo valor, ou seja, reduzindo seu EVA. O que está se desconsiderando nessa situação é o custo do capital total investido.

O ROCE na verdade é um componente do cálculo do EVA®.

1.1.2.3 O EVA® e os vários indicadores

Mesmo os defensores de qualquer indicador de performance, incluindo os do EVA, sem dúvida nenhuma, concordaram, que não existe um único indicador que poderá ser utilizado em todas as situações. A maioria das empresas depende de um grande número de indicadores, onde cada um provê variados benefícios e serve para diferentes propósitos. Young e O' Byrne (2001, p.428-429) consideram que os vários indicadores de desempenho, por vezes, se diferem em:

- São definidos em valores monetários ou em percentuais;
- Incluem o custo da dívida;
- Incluem o custo do capital próprio;
- São possíveis de serem medidos nos diversos níveis da organização;
- São fáceis de serem calculados;
- São ajustados à inflação;
- Consideram o valor dos futuros investimentos.

Estas características são ressaltadas porque auxiliam na competição métrica que existe entre os diversos indicadores de performance e também porque são naturalmente citadas por especialistas, consultores e empresas, como vantagens e desvantagens, relativas das métricas.

A utilização de múltiplas medidas de desempenho por uma empresa, entretanto, pode causar uma grande confusão na equipe gerencial e em sua forma de administrar. Os gerentes podem estar tomando decisões que, aparentemente, agregam, mas que, na verdade, são verdadeiras ações de destruição de valor. O exemplo da tabela abaixo demonstra como uma ação gerencial poderá destruir valor, por estar baseada na utilização de um indicador inadequado de performance.

Tabela 1: Comparativo Margem Operacional, ROCE e EVA®

	Situação Atual	Novo Investimento	Situação Nova
Receita Operacional	2.800	1.300	4.100
Lucro Operacional	140	104	244
Margem Operacional	5%	8% ↑	5,95% ↑
Capital Investido	2.000	1.000	3.000
ROCE	7%	10,4% ↑	8,13% ↑
WACC	15%	15%	15%
Custo de Capital	300	150	450
EVA®	(160)	(46)	(206) ↓

Fonte: SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

A empresa do exemplo acima analisa investir em um novo projeto, que proporciona um incremento substancial da receita, aumento da margem operacional e aumento do retorno sobre o capital investido, em relação à situação atual. Porém, este novo investimento, está, na verdade, destruindo valor, porque o retorno deste projeto é inferior ao custo do acréscimo de capital investido. No caso dos gerentes serem remunerados por aumento de margem operacional, ou por aumento do retorno do capital investido, ROCE, provavelmente, este projeto seria executado e a empresa estaria perdendo valor.

1.2 Custo de capital

1.2.1 Conceito e componentes

Young e O' Byrne (2001, p.162) definem como custo de capital de qualquer investimento, em projetos, unidades de negócio, ou em toda empresa, a taxa de retorno que o provedor de capital espera receber, caso este capital seja investido em outro projeto qualquer, ativo ou companhia de comparável risco. Em outras palavras, o custo de capital é um custo de oportunidade. Segundo Gitman (1995, p.382), custo de capital é a taxa de retorno que uma empresa precisa obter sobre investimentos para manter o valor de mercado das suas ações, ou ainda, também pode ser considerada como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado, para atrair seus fundos para a empresa.

Young e O' Byrne (2001, p.162) destacam dois importantes aspectos sobre o custo de capital:

- a) O custo de capital é baseado nos retornos esperados ou futuros e não nos retornos passados.
- b) O custo de capital é um custo de oportunidade que reflete o retorno esperado pelo investidor de outros investimentos de similar risco.

O custo de capital tem três importantes usos:

- a) Como *benchmark* para a avaliação da taxa de retorno sobre o capital.
- b) Como uma taxa limite para aceitação de um projeto.
- c) Para descontar os projetados EVA[®]'s para o valor presente.

O elemento risco é crucial para entendimento do custo de capital e como este é calculado. Todos investidores são avessos ao risco, preferindo, sempre, o menor possível. O que não significa não suportar riscos, mas sim, que, para tanto, exigem altos retornos. A questão fundamental e que requer um maior conhecimento técnico é, justamente, determinar o quanto mais estes investidores esperam de retorno para sentirem-se adequadamente compensados.

A média ponderada do custo de capital *WACC* (*weighted average cost of capital*) é a média ponderada do custo marginal pós-impostos do capital de terceiros e do capital próprio baseada na estrutura de capital empregada pela companhia.

Young e O' Byrne (2001, p.162) citam que não é consenso o uso de uma taxa de retorno única para toda a organização. Unidades de negócio com características de risco diferente, obviamente deveriam produzir diferentes níveis de retorno aos aplicadores de capital. Também, uma taxa de oportunidade única induz as organizações a aceitarem projetos de alto risco, que deveriam ser rejeitados e a rejeitarem projetos de baixo risco, que deveriam ser aceitos.

1.2.2 Custo do capital de terceiros

Há duas fontes básicas de capitais de terceiros, passivo circulante, composto de todas obrigações de curto prazo, e empréstimos de longo prazo (ELP). Normalmente, pelo próprio aspecto de prazo e liquidez, os capitais de curto prazo são os de menor custo, por outro lado, os fornecedores de capitais de longo prazo, irão exigir retornos maiores, já que não pressionam a liquidez. Convém salientar, entretanto, que a relação dos custos dos capitais de curto e longo prazo, citadas acima, referem-se a países desenvolvidos. No Brasil, atualmente, o custo de capital de curto prazo é mais alto que o custo dos empréstimos de longo prazo (ELP), provocado pelo grau de incertezas e riscos da economia nacional. E também, que o capital de curto prazo é largamente utilizado no país por várias características próprias deste, tais como, acesso facilitado, inexigibilidade de garantias reais, de mais rápida aprovação, com menor burocracia e de elevado número de formas oferecidas.

Matarazzo (1998, p.144) classifica os fundos de curto prazo em passivos circulantes operacionais, decorrentes das próprias operações, ou seja, surgem, em função das operações de compra, produção e vendas, também denominados de passivos cíclicos. Salários a pagar, encargos trabalhistas, tributos a pagar dentre outros, não têm remuneração ou custo. Fornecedores e outros itens que compõem o passivo operacional têm sua remuneração embutida no custo das mercadorias. Portanto, o passivo operacional é descontado do montante de endividamento de curto prazo, ou seja, diminuído do total de passivo circulante, por não ter custo, ou por já estar incorporado no custo das mercadorias e não poder ser evidenciado nas demonstrações financeiras.

Passivo circulante financeiro, ou passivo errático são as fontes de recursos de terceiros de curto prazo, sem vinculações com as operações da empresa, como empréstimos e financiamentos bancários e adiantamentos de contratos de câmbio.

1.2.3 Custo do capital próprio

É um custo de oportunidade igual ao retorno total que os investidores podem esperar receber em investimentos alternativos de risco comparável. Caso fossem questionados os investidores sobre qual o retorno que esperam receber, provavelmente responderiam, "o maior possível". O que, obviamente, não produz uma solução concreta para estimar o custo de capital próprio. Para tanto, a alternativa que resta é deduzir as intenções dos investidores pela observação do comportamento do mercado de capitais. Este esforço requer um modelo, de que forma ativos de risco, como ações de empresas, são precificados no mercado de capitais. O mais popular modelo utilizado para este propósito é chamado *CAPM (capital asset pricing model)*.

1.2.3.1 *CAPM (Capital asset pricing model)*

A teoria básica que associa o risco não-diversificável e o retorno para todos os tipos de ativos é, comumente chamada de modelo de formação de preços de ativos de capital. O CAPM foi desenvolvido independentemente pelos professores William Sharpe do Universidade de Stanford e John Lintner do Universidade de Harvard. O modelo pode ser resumido em:

$$E(R) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

Fonte: YOUNG, S. David e O'BYRNE, Stephen F. *Eva and value-based management*. United States of America: McGraw-Hill Book, 2001. p.165.

Onde $E(R)$ é o retorno exigido sobre o ativo (R), R_f é a taxa de retorno livre de risco, medida geralmente sobre um título do tesouro, β é o coeficiente ou índice de risco não diversificável do ativo e R_m é o retorno esperado no mercado de ações. A lógica que está por trás deste modelo é que o retorno esperado do ativo de risco, tal como um investimento de capital próprio, equivale ao retorno de um ativo livre de risco acrescido de um prêmio de risco. O prêmio de risco é o prêmio de risco do mercado que reflete o preço pago pelo mercado de ações para todos os investidores de capital, ajustados por β , que é o fator de risco da empresa.

1.2.3.2 Beta

O modelo CAPM faz várias suposições com relação ao comportamento dos investidores. As mais importantes são que investidores são avessos ao risco, risco esse que deve ser diversificado. Apesar de todos os preços das ações negociadas no mercado de ações tenderem a subir e descer em conjunto, ocorrem certos movimentos dos preços para ações individuais, que se percebe não terem relação com a macroeconomia e fatores do mercado global. Esses movimentos são dirigidos por eventos ou circunstâncias únicas de uma companhia em particular ou setor. Portanto, o risco total é a soma do risco do mercado, mais o risco específico da empresa, ou setor. O importante ponto a ser compreendido é que o risco específico da empresa, ou setor, pode ser efetivamente eliminado, simplesmente pela diversificação em outras companhias ou setores. De outro lado, o risco do mercado, não pode ser evitado, ou mesmo reduzido pela expansão do portfólio de investimentos. Por isso, os investidores precisam ser compensados pelos mercados de capitais, para suportarem tal risco não-diversificável.

Conforme Gitman (1995, p.222), o coeficiente beta, b , é utilizado para medir este risco não-diversificável. É um índice do grau de movimento do retorno de um ativo em resposta à mudança do retorno no mercado. Os coeficientes betas são obtidos de fontes de publicações sobre ações negociadas ativamente, tais como, *Standard & Poor's*, *Value line Investment Survey*, ou através de empresas de corretagem. No Brasil não existem betas calculados para nossa economia, o usual é utilizar-se dos betas calculados no Estados Unidos. Normalmente, ajusta-se subjetivamente os betas determinados historicamente para refletir expectativas futuras. O coeficiente beta, considerado para o mercado, é igual a 1 por definição. Empresas com beta superior a 1 são de maior risco e com beta inferior a 1 são de menor risco.

Tabela 2 Coeficiente Beta

Beta	Comentário	Interpretação
2,0	Movimentam-se na mesma direção do mercado	Duas vezes com maior reação ou risco que o mercado
1,0		Mesma reação ou risco que o mercado
0,5		Apenas a metade da reação ou risco que o mercado
0		Não afetado pelo movimento do mercado
-0,5	Movimentam-se em direção oposta ao mercado	Apenas a metade da reação ou risco que o mercado
-1,0		Mesma reação ou risco que o mercado
-2,0		Duas vezes com maior reação ou risco que o mercado

Fonte: adaptado de GITMAN, Lawrence J. O papel das finanças e do administrador financeiro. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1995.

1.2.4 WACC - Custo médio ponderado de capital

Segundo Gitman (1995, p.395), o custo médio ponderado de capital (*WACC weighted average cost of capital*), reflete o futuro custo médio esperado de fundos da empresa, a longo prazo. É encontrado ponderando-se o custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa. Salienta-se aqui novamente, que o modelo WACC, utilizado por países desenvolvidos, não corresponde à realidade brasileira, uma vez que, os custos de financiamentos de curto prazo são mais elevados no Brasil do que os de longo prazo e que estas fontes são largamente utilizadas pelas empresas com características especiais, tais como, acesso, inexigibilidade de garantias reais e rapidez nas transações. Portanto, é interessante incluir na ponderação e ser considerado este custo de capital de curto prazo, especificamente o passivo financeiro, no modelo de cálculo. Tendo sido determinadas as taxas de custo de cada fonte específica de financiamento, o passo seguinte consiste no cálculo da média ponderada dessas taxas, que corresponderá ao custo de capital. A ponderação das taxas de custo deve refletir as proporções dos valores de cada tipo de fundos em relação ao seu total, de tal forma que a soma dos pesos corresponda a 1,0 ou a 100%. Braga (1995, p.309) considera quatro alternativas para determinar esses pesos:

- a) Composição da estrutura de capital constante no balanço;
- b) Composição das fontes de recursos projetadas para financiar novos investimentos;
- c) Composição da atual estrutura de capital pelo seu valor de mercado (e não pelo custo histórico como na primeira alternativa);
- d) Composição da estrutura de capital que se pretende alcançar no futuro, considerando o valor de mercado atual.

A primeira alternativa apresenta o inconveniente de refletir custos e valores, decorrentes de transações realizadas no passado, que, certamente, não corresponderão às atuais condições vigentes no mercado. Na segunda alternativa, existe o risco de se cometer um erro significativo da composição dos diversos tipos de fundos, antes de se conhecer a rentabilidade dos projetos e o total de recursos envolvidos. A terceira alternativa considera os recursos que a empresa captou no passado, porém avaliados pelos atuais custos de mercado. Com isso, tem-se uma idéia precisa de quanto custaria, hoje, levantar aquele montante de recursos com a mesma composição dos diferentes fundos. A quarta alternativa projeta a meta

desejada para a composição das fontes de financiamento, considerando os custos vigentes no mercado para esses recursos. Se essa meta for muito semelhante à atual estrutura de capital, podemos utilizar diretamente a terceira alternativa, caso contrário, devemos assegurar-nos de sua exequibilidade e adotar a quarta alternativa.

Para o cálculo do WACC, é necessário que a empresa conheça:

- a) O montante do endividamento (passivo circulante financeiro + exigível a longo prazo) ou seu peso na estrutura;
- b) O montante do capital próprio ou seu peso na estrutura;
- c) O custo do endividamento;
- d) O custo do capital próprio;
- e) A alíquota do imposto de renda e contribuição social;

Exemplo do cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC):

Obs: O custo do passivo financeiro e do exigível a longo prazo deve ser pós-impostos, porque esses tipos de fundos produzem um benefício fiscal de redução dos impostos; logo, seu custo deve ser reduzido proporcionalmente à esta economia (efeito denominado alavancagem financeira). Neste exemplo, a alíquota do I.R. é 30%.

A estrutura de capital da empresa do exemplo e respectivamente seus custos:

Passivo financeiro (curto prazo) 16% do total com custo de 24%.

Exigível a longo prazo 31% do total com custo de 18%.

Capital próprio (patrimônio líquido) 53% do total com custo de 30%.

Tabela 3 Exemplo de cálculo do WACC

Fonte de capital	Peso A	Custo pós-imp. B	Custo ponderado C=A*B
Passivo financeiro	0,16	24% x (1 - 0,3)	2,68
Exigível a longo prazo	0,31	18% x (1 - 0,3)	3,90
Capital próprio	0,53	30%	15,9
Total	1,00		22,48%

Fonte: SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

O custo do capital é um item fundamental na fórmula de cálculo do EVA[®]. Para o cálculo do EVA[®], do NOPAT (lucro operacional pós-impostos), será subtraído o WACC (custo médio ponderado de capital). O EVA[®] também equivale ao ROCE (retorno sobre o capital empregado), subtraído do WACC (custo médio ponderado de capital) multiplicado pelo capital investido. A definição do custo de capital é um complicador na obtenção do EVA[®]. Existem inúmeras metodologias para o seu cálculo e, praticamente, nenhuma conta com a aprovação unânime dos especialistas. A empresa deve estabelecer, para ela, a mais apropriada e que atenda as necessidades e oportunidades alternativas de seus acionistas com relação ao retorno exigido por seus investimentos.

1.3 EVA[®] VALOR ECONÔMICO AGREGADO

1.3.1 Conceito

Conforme Ehrbar (1999, p.1), o EVA[®] (*economic value added*), em seu nível mais básico, é 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. Young e O' Byrne (2001, p.5) consideram que o EVA[®] mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno do capital da empresa e o custo deste capital. É similar a outros indicadores contábeis de lucro, porém com uma importante diferença: EVA[®] considera o custo de todo capital. EVA[®] é mais do que um sistema de medição. É também um instrumento para alterar o comportamento gerencial, que faz os gerentes pensarem diferente sobre seu trabalho. A Stern Stewart & Co. conceitua EVA[®] como uma estrutura integrada de gerenciamento de negócios e remuneração variável, que estabelece um novo direcionamento dentro da organização. Seu objetivo é maximizar o valor criado pela empresa através de uma mudança na cultura organizacional. O EVA[®] visa alinhar os objetivos dos acionistas com os dos gerentes, para que estes pensem, ajam e sejam remunerados como donos da empresa. Tulley (1993) explica, em termos simples, que o EVA[®] é apenas uma forma de medir a real lucratividade de uma empresa. O que o torna tão revelador é que ele leva em consideração um fator que nenhum outro avaliador inclui: o custo total do capital da empresa. Malvessi (2000) considera que a análise de desempenho realizada com a metodologia EVA[®] diverge das análises tradicionais, como lucro líquido, lucro por ação, retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido, na medida que usa informações mais abrangentes, como custo monetário do capital aplicado, risco do negócio, valor do dinheiro no tempo, além de promover ajustes específicos nas demonstrações financeiras.

A figura abaixo define, graficamente, EVA[®], confrontando resultados (lucros), com o custo de oportunidade do acionista (custo do capital).

Figura 5 - Definição EVA[®]

Definição de Valor Econômico Agregado (EVA[®])



Fonte: adaptado de SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

1.3.2 Histórico

Damodaran (1999) comenta que a idéia básica que está por trás do EVA[®] não é nova. EVA[®] é, essencialmente, um reenpacotamento da teoria financeira e dos princípios financeiros que têm sido divulgados desde longa data. Segundo Young e O' Byrne (2001, p.5), é sim, uma inovação, bastante significativa e importante, porque tornou moderna a teoria financeira e suas implicações na administração, facilitando o entendimento de gerentes que não são treinados em finanças, ou que mantêm pouco contato com todo este arcabouço financeiro em seu dia-a-dia.

Como explica Joel M. Stern (1999, p.1), a gênese teórica do EVA[®] é encontrada no modelo econômico do valor para a empresa, criado pelos Prêmios Nobel Merton H. Muller e Franco Modigliani. O EVA[®], também, deve muito ao trabalho pioneiro sobre comportamento organizacional e custos de agenciamento de Michael C. Jensen e de William H. Meckling. Joel Stern e G. Bennett Stewart III, os epônimos fundadores da Stern Stewart & Co., traduziram aqueles trabalhos teóricos em um sistema de fácil compreensão que otimiza o direcionamento dos recursos de qualquer empresa. Economistas financeiros há muito sabiam que custos, adequadamente medidos, incluem um assim chamado retorno normal sobre os investimentos e que os lucros não começam, até que as empresas tenham coberto aquele

retorno normal. Joel e Bennett compreenderam aquelas idéias e as moldaram de forma que qualquer pessoa possa compreendê-las e utilizá-las em suas decisões no dia-a-dia.

1.3.3 Aplicações e objetivos

Dentre outras aplicações, as empresas estão utilizando o EVA[®] para:

- Mudar o foco de criação de lucro para criação de valor: maximizar o lucro no curto prazo pode não significar aumento de riqueza para o acionista no longo prazo;
- Monitorar melhorias operacionais, verificando como os gerentes estão utilizando o capital: a utilização adequada de capital em atividades que aumentam o valor da empresa;
- Remuneração variável: uma forma de remunerar os colaboradores pela real agregação de valor gerado por suas ações;
- Avaliar os planos estratégicos para novos mercados: identificar projetos que signifiquem incremento de valor;
- Avaliar aquisições de empresas: adquirir negócios que têm, em suas projeções futuras, geração de valor;
- Administração de estoques: estoques representam utilização de capital e, portanto, devem ser bem administrados;
- Benchmark para introdução de produtos, compra de equipamentos, melhoria de qualidade e de processos: a contínua busca por melhores resultados operacionais;
- Mudar o foco da demonstração de resultados para uma visão mais ampla que inclui o balanço patrimonial: uma maneira de estar atento à utilização de capital;
- Foco no custo de capital - quanto custa manter um negócio e obter resultado econômico positivo: a atenção ao importante recurso chamado capital;
- Como linha mestra na tomada de decisões: decisões que agregam valor ao negócio.

1.3.4 Fatores que aumentam o EVA[®]

Conforme Ehrbar (1999, p.106-107) existem apenas quatro maneiras para aumentar o EVA[®] ao máximo possível para maximizar a riqueza dos acionistas.

a) Cortar custos e reduzir impostos para aumentar o NOPAT sem acrescer capital, ou seja, operar de forma mais eficiente para ganhar um maior retorno sobre o capital já investido no negócio. Segundo Young e O' Byrne (2001, p.68), aumentar o *ROCE* (*return on capital employed*), ou *ROIC* (*return on invested capitalized*), enquanto o *WACC* (*weighted average cost of capital*) e o capital investido permanecem constantes.

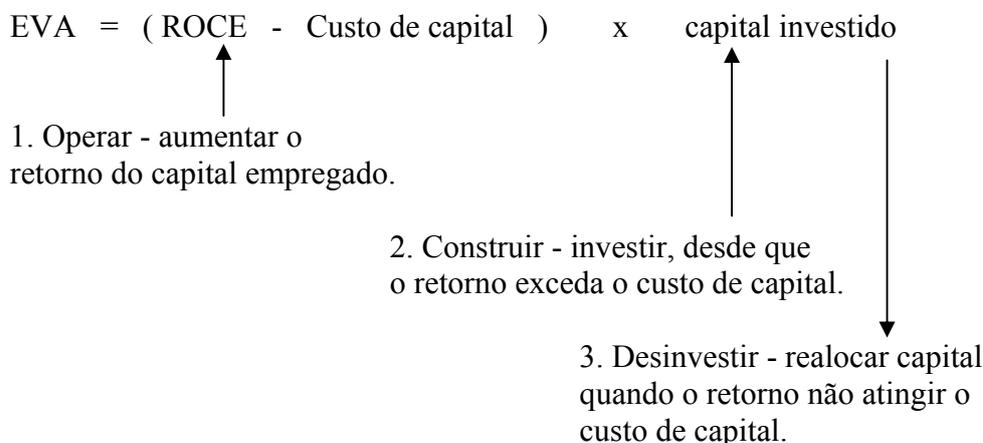
b) Empreender todos os investimentos nos quais o aumento do NOPAT será maior do que aumentos de encargos de capital, ou seja, investir em crescimento lucrativo, empreendendo todos os projetos com valor líquido presente positivo. Conforme Young e O' Byrne (2001, p.70), mesmo que, se na estratégia de crescimento ao longo dos anos espera-se a redução do RONA, estará criado valor, enquanto o ROCE incremental for superior ao WACC. A chave para criação de valor é aumentar o valor de mercado mais rápido do que o aumento de capital

c) Retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excederem qualquer redução de NOPAT, ou seja, deixar de investir, ou liquidar, ativos e atividades que não estejam gerando retornos iguais ou maiores do que o custo de capital. As grandes mudanças nesta área são a venda de ativos que valham mais para outros, mas a categoria também inclui coisas como redução de estoques e aceleração de contas a receber.

d) Estruturar as finanças da empresa de forma tal, que minimizem o custo de capital, algo que reside exclusivamente nos domínios do departamento financeiro, do presidente e do conselho de administração. A estratégia financeira pode exercer um efeito significativo sobre o custo de capital e, portanto, sobre o EVA[®] e valor de mercado. Esta estratégia financeira esta alicerçada no mix de endividamento e de capital próprio, ou seja, na estrutura de capital.

e) Segundo Young e O' Byrne (2001, p.72) acrescenta-se, ainda, uma maneira de se aumentar o EVA[®] da empresa, que é um longo período de uma vantagem competitiva sustentável, sobre o qual espera-se que o ROCE seja superior ao WACC. Quanto maior o período em que a empresa conseguir sustentar a vantagem competitiva, mais tempo estará apta a receber retornos superiores ao custo de capital.

Três estratégias fundamentais do EVA[®] segundo a Stern Stewart & Co.:



1. Operar - melhorar o desempenho das operações existentes, aumentando o NOPAT sem empregar capital adicional. Aumentar os lucros sem aumentar capital adicional:

- Estratégias para aumentar os preços - promover serviços lucrativos;
- Desenvolver novos mercados para serviços existentes;
- Programas de qualidade total - diminuir falhas e aumentar a produtividade;
- Reduzir custos com processos de melhoria de negócios;
- Melhorar as margens operacionais;
- Preservar ativos com manutenção preventiva;
- Diminuir o ciclo operacional e aumentar a produtividade.

2. Construir - investir em novos projetos ou negócios quando o retorno for maior que o custo de capital. Comprometer capital adicional implementando projetos que criem valor:

- Aumentar o número de serviços;
- Melhorar os processos - determinar os equipamentos que precisam ser substituídos para baixar os custos e melhorar a qualidade;
- Identificar aquisições com possibilidades significativas de aumentar a eficiência;
- Determinar serviços que aumentem a satisfação dos clientes e que resultem em maiores receitas e lucros;

3 . Desinvestir - realocar capital de projetos ou negócios que estejam dando retorno menor que o custo de capital para negócios promissores onde os retornos superem este mesmo custo. Realocar capital mais eficientemente:

- Baixar os ativos sub-utilizados;
- Reduzir prazos de contas a receber e de estoques;
- Aumentar o ciclo de contas a pagar e reduzir os pré-pagamentos;
- Terceirizar as atividades que não gerarem EVA[®];
- Vender ou encerrar as operações que não possam ser melhoradas;
- Vender o excesso de equipamentos nos estoques;
- Obter estoques em consignação ou manter os mesmos com os próprios fornecedores.

1.3.5 Vantagens, desvantagens e dificuldades

O EVA[®] apresenta a grande vantagem de ser de fácil entendimento e aplicação dos seus conceitos, até mesmo para colaboradores não experientes em finanças. Outra importante vantagem está relacionada à capacidade de se conseguir medi-lo nos diferentes níveis das organizações e, conseqüentemente, traduzi-lo em ações orientadas para todos os níveis organizacionais. As destacadas desvantagens do EVA[®] são relacionadas com os complexos e necessários ajustes contábeis que devem ser efetuados para avaliar corretamente a situação da empresa e com a falta de padronização e regulamentação para seu cálculo. A comparação direta dos relatórios EVA[®] de várias empresas poderá ser problemática, na medida em que os ajustes sejam inconsistentes, e os cálculos considerem diferentes fatores.

Young e O' Byrne (2001, p.269) comentam que o EVA[®] funciona relativamente bem autônomo, em negócios independentes, porém, quando o grau de interação entre centros EVA[®] s cresce, a medição do EVA[®] torna-se incrementalmente dependente da transferência de preços e da alocação dos custos da administração central.

1.3.6 Árvore de geração de valor - EVA[®]

A figura abaixo é uma representação da árvore de geração de valor, e, de forma relativamente simplificada, consegue demonstrar as relações da operação, estrutura de capital e capital investido, culminando no valor EVA[®].

Está dividida em três grandes grupos:

1 - A operação da empresa - O *ROCE* (*return on capital employed*) é a medida de rentabilidade da empresa que demonstra o quanto o retorno excedeu o capital investido.

DAD =	Despesas administrativas
DV =	Despesas sobre vendas
DG =	Despesas gerais
ST =	Serviços de terceiros
V =	Vendas
DOP =	Despesas operacionais
CPV =	Custo dos produtos vendidos
LOP =	Lucro operacional
t =	Tributação

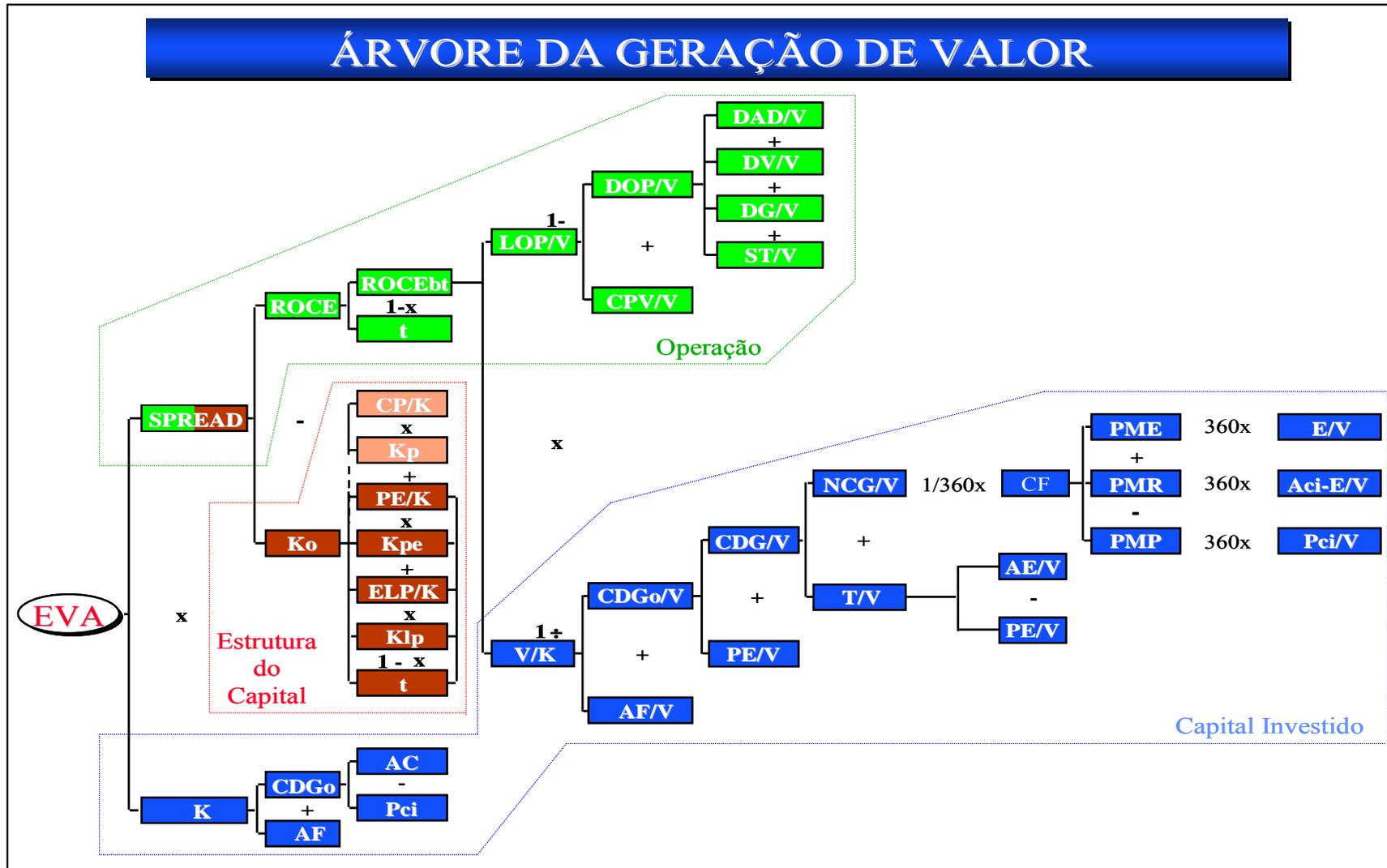
2 - A estrutura de capital - Ponderação dos capitais próprios e de terceiros.

CP =	Capital próprio
Kp =	Custo capital próprio
PE =	Passivo errático
Kpe =	Custo passivo errático
ELP =	Exigível a longo prazo
Klp =	Custo exigível a longo prazo
t =	Tributação
Ko =	Custo ponderado de capital

3 - O capital investido - O montante de capital investido no ativo circulante, descontada a fonte que é o passivo circulante não oneroso, mais o ativo fixo total.

E =	Estoques
Aci =	Ativo cíclico
Pci =	Passivo cíclico
PME =	Prazo médio de estocagem
PMR =	Prazo médio de recebimento
PMP =	Prazo médio de pagamento
CF =	Ciclo Financeiro
NCG =	Necessidade de capital de giro
AE =	Ativo errático
PE =	Passivo errático
T =	Tesouraria
CDG =	Capital de giro
CDGo =	Capital de giro oneroso
AF =	Ativo fixo
AC =	Ativo circulante
PCi =	Passivo cíclico
K =	Capital investido
Spread =	Diferença entre o ROCE e o custo ponderado de capital

Figura 6 - Árvore geração de valor - EVA®



Fonte: adaptado de SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

1.4 CALCULANDO O EVA[®]

1.4.1 Cálculo do NOPAT

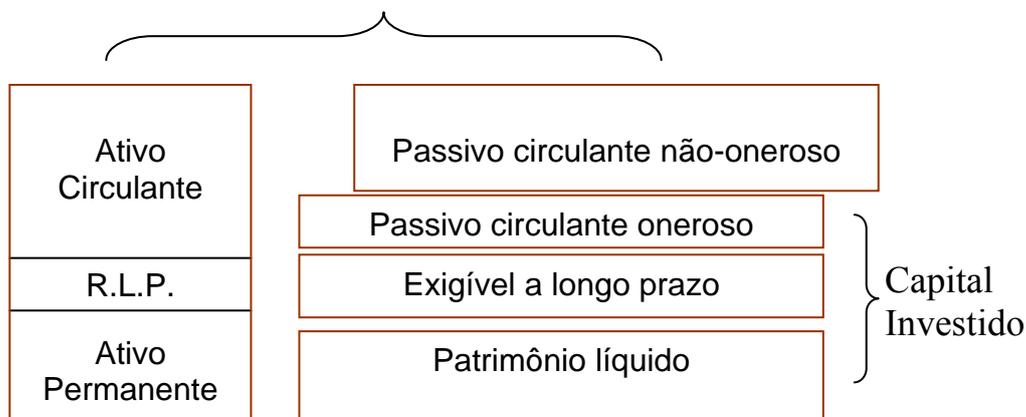
O *NOPAT* (*net operating profit after tax*), ou lucro operacional pós-impostos, representa o lucro operacional da empresa após os impostos terem sido ajustados para o regime de caixa. Para seu cálculo utiliza-se o *EBIT* (*earnings before interest and taxes*) conforme comentado no capítulo 1.1.2., subtraído dos impostos atribuíveis a este. Por vezes, consideram-se os juros do financiamento de curto prazo.

1.4.2 Cálculo do capital

Conforme Copeland, Koller e Murrin (2000, p.147), capital investido representa o valor investido nas operações da empresa. Young e O' Byrne (2001, p.43) definem como capital investido, a soma de todas as formas de financiamento da empresa, excluídas as de curto prazo, denominadas de capital de giro não-oneroso. Por capital de giro não-oneroso, também denominado passivo circulante não-oneroso, entende-se as contas a pagar e despesas provisionadas. O motivo de subtrair essas contas do ativo total é a garantia de consistência com a definição de NOPAT. Os custos implícitos de financiamento associados a esses passivos já estão incluídos nas despesas que são deduzidas no cálculo do NOPAT. Por exemplo, os juros implícitos, nos quais as empresas incorrem quando pagam as contas de seus bens ou serviços a curto prazo e não à vista, estão incluídos no custo da mercadoria vendida. Portanto, subtraindo-se o passivo não-oneroso no momento de calcular o capital, obtemos consistência com o NOPAT.

Figura 7: Estrutura da reclassificação para definição do capital investido

Ativo total - Passivo circulante não-oneroso = Capital Investido



Fonte: SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

1.4.3 Cálculo do EVA[®]

EVA[®] equivale ao NOPAT (lucro operacional pós-impostos) subtraído do custo do capital (encargos do capital) utilizado para gerar este lucro.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Custo de capital}$$

NOPAT é o lucro operacional pós-impostos, que mede o lucro gerado pela empresa em suas operações.

Custo do capital é o custo atribuído ao capital utilizado pela empresa. Custo de capital = (capital investido x custo do capital).

EVA[®] também equivale ao ROCE (retorno sobre o capital empregado), subtraído do WACC (custo médio ponderado de capital) multiplicado pelo capital investido. Em outras palavras, representa o spread entre o retorno sobre o capital investido e o custo do capital, multiplicado pelo capital investido.

$$\text{EVA}^{\text{®}} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{Capital investido}$$

ROCE equivale ao retorno sobre o capital empregado.

WACC equivale a soma dos custos de cada componente do capital (curto prazo, longo prazo e patrimônio líquido), ponderado por sua relativa proporção na estrutura de capital da empresa. Capital investido equivale ao ativo total, descontadas as fontes de financiamento não-onerosas.

Tabela 4: Exemplo de cálculo EVA[®]

NOPAT	264
Encargos de capital	139
EVA[®]	125
NOPAT	2.001
ROCE Retorno sobre o capital empregado	20,1%
WACC Custo médio ponderado de capital	10,6%
Spread	9,5%
Capital Investido	1.319
EVA[®]	125

Fonte: SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

1.5 EVA[®] X FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

1.5.1 Calculando o D.C.F.

O resultado obtido pelo cálculo através do modelo *D.C.F.* (*discounted cash flow*) equivale ao valor presente líquido (NPV) dos futuros fluxos de caixa livre, descontados a uma taxa que reflete o risco percebido por esse fluxos de caixas. *F.C.F.* (*free cash flow*), ou fluxo de caixa livre, pode ser entendido como o montante de fluxo de caixa que resta para a empresa, após as atividades operacionais e após os esperados investimentos terem sido realizados. Taxa de desconto reflete o valor do dinheiro no tempo e o prêmio de risco que investidores exigem por recompensa, pela possibilidade da não realização dos projetados fluxos de caixa.

Assim, o valor presente líquido (NPV), como resultado da aplicação do modelo *D.C.F.*, baseia-se na idéia de que um investimento é uma boa oportunidade de negócio, se possuir valor presente líquido positivo, o que pressupõe ter um valor superior ao seu custo (o investimento necessário), agregando riqueza ao investidor. Portanto, para a maximização do valor do negócio, ou para a maximização da riqueza dos acionistas, significa que a empresa deve seguir a regra do NPV.

Tabela 5 Exemplo resumido de um fluxo de caixa livre F.C.F.

Fluxo de caixa	2001	2002	2003
Lucro antes dos juros e impostos EBIT	401	439	468
Impostos desembolsados sobre o EBIT	(137)	(138)	(153)
Lucro operacional líquido menos os impostos ajustados (NOPAT)	264	302	315
Depreciação	73	84	97
Fluxo de caixa bruto (geração bruta)	337	386	412
Aumento no capital de giro	(46)	70	33
Investimentos no imobilizado	266	235	157
Aumentos em outros ativos líquidos	(17)	(16)	(4)
Investimento bruto	204	289	186
Fluxo de caixa operacional F.C.F:	134	98	227
Fluxo de caixa de investimentos não operacionais	0	(203)	228
Fluxo de caixa disponível aos acionistas e credores	134	(105)	455

Fonte: adaptado de COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas "Valuation"*. São Paulo: Makron Books, 2000. p.125.

O VPL (valor presente líquido) compara todas as entradas e saídas de dinheiro da data inicial do projeto, descontando os retornos futuros do fluxo de caixa com a taxa de juros k (custo do capital).

$$NPV = I + \frac{FC1}{1+k} + \frac{FC2}{(1+k)^2} + \frac{FC3}{(1+k)^3}$$

Onde:

I = Capital investido na data zero

FC = Representa os retornos de fluxo de caixa livre

k = Taxa mínima requerida para realizar o investimento.

NPV (*net present value*) - É o valor extra, gerado pelo investimento, após recuperar e remunerar o investimento com a taxa de custo estabelecida.

1.5.2 Comparabilidade EVA[®] e D.C.F.

Grande parte dos profissionais de finanças considera a técnica do fluxo de caixa descontado (*discounted cash flow*), como a mais poderosa ferramenta de que dispõem. O D.C.F. para avaliar investimentos futuros e alocação de capitais, com a melhor taxa de retorno, tem provado seu valor. Isto se deve ao fato, de que o D.C.F., incorpora os fatores que importam na avaliação do valor econômico: fluxos de caixa (em vez de medidas contábeis) e custo de capital (a uma taxa de desconto). Os projetos que produzem o valor presente líquido positivo (*NPV net present value*), por definição, criam valor econômico que se sobrepõe aos custos de capital empregado no projeto. Conforme Copeland, Koller e Murrin (2000, pref.XIV), o fato de a metodologia de fluxos de caixa descontados conseguir reproduzir sistematicamente o valor, que seria atribuído a um ativo, é de suma importância nesse contexto. Isso porque indica que existe um ferramental analítico que pode ser transformado em instrumento de gestão e implementado através de toda uma organização para orientá-la de maneira integrada e consistente na busca de um objetivo único e fundamental: a criação de valor para o acionista.

Copeland, Koller e Murrin (2000, p.134) sinalizam, como vantagem do modelo do EVA[®] sobre o D.C.F. que o EVA[®] é uma medida útil para compreender o desempenho de uma empresa em um ano qualquer, o que não ocorre com o *F.C.F.* (*free cash flow*). Por exemplo, não se monitora o progresso de uma empresa comparando-se o F.C.F. real com o projetado, porque o F.C.F. em um certo ano é determinado por investimentos altamente discricionários em ativo imobilizado e capital de giro. A gerência pode, facilmente, retardar esses investimentos apenas para melhorar o fluxo de caixa em um dado ano, em detrimento da criação de valor a longo prazo. Young e O' Byrne (2001, p.44), entretanto, ressaltam a vantagem do D.C.F. sobre o EVA[®], porque este demonstra os futuros esperados fluxos de caixa em cada período. Os futuros EVA[®]'s, que resultam do modelo de avaliação, não são fluxos de caixa e não podem ser usados, por exemplo, para preparar um orçamento de caixa ou para determinar necessidades de caixa. Alcântara (2001) destaca, quando apresenta os aspectos desfavoráveis do EVA[®], que essa é uma medida de base contábil, dado que se baseia num montante de lucro gerado anualmente, deduzido do custo de capital, calculado em um valor monetário. O método não trabalha com fluxo de caixa. A questão importante dessa crítica é a de que lucro é um tipo de resultado possível de ser alterado pela empresa, enquanto

o caixa gerado por um ativo é uma realidade, expressando o valor disponível para remunerar o acionista.

Conforme Brealey e Myers (1991, p.915) o D.C.F. e o EVA[®], que herdaram esta característica destacável, permitem a milhares de acionistas com diferentes níveis de riqueza e atitudes em relação ao risco, participar da mesma empresa e delegar sua gestão à profissionais, dando a estes uma instrução simples e óbvia: “maximizem o NPV”.

Damodaran (1999), ao criticar o EVA[®], coloca que esse é, na verdade, um retorno à abordagem do D.C.F.. Inicia sua argumentação demonstrando que o valor presente do EVA[®], gerado por um projeto durante sua vida útil, é igual ao seu valor presente dos fluxos de caixa produzidos no mesmo período.

Abaixo um exemplo que ilustra a colocação do autor, onde demonstra que, na comparação EVA[®] e D.C.F., o resultado é equivalente:

Tabela 6: Demonstrativo de Resultados do Exercício

	Ano0	Ano1	Ano 2	Ano 3	Ano4
Receitas operacionais		80,0	80,0	80,0	80,0
(-)Custos operacionais		13,3	13,3	13,3	13,3
(-)Depreciação		25,0	25,0	25,0	25,0
(=) Lucro operacional		41,7	41,7	41,7	41,7
Impostos (40%)		16,7	16,7	16,7	16,7
Lucro pós-impuestos		25,0	25,0	25,0	25,0
Lucro pós-impuestos		25,0	25,0	25,0	25,0
(+)Depreciação		25,0	25,0	25,0	25,0
(=) Fluxo de caixa		50,0	50,0	50,0	50,0
Alternativa 1: D.C.F.					
Fluxo de caixa livre		50,0	50,0	50,0	50,0
Capital Investido	100				
				NPV = + 58,49	
Alternativa 2: EVA					
Lucro pós-impuestos		25,0	25,0	25,0	25,0
Custo de capital		10,0	7,5	5,0	2,5
(=) EVA		15,0	17,5	20,0	22,5
				EVA = + 58,49	

Fonte: SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.

Conforme o exemplo de cálculo acima, o NPV, equivale ao valor presente dos futuros fluxos de caixa livre, que equivale ao valor presente dos futuros EVA[®]'s. Young e O' Byrne (2001, p.44) concluem que avaliações EVA[®] e avaliações D.C.F. precisam ser idênticas e, portanto, produzem resultados equivalentes.

1.6 AJUSTES E ADEQUAÇÕES NECESSÁRIOS

1.6.1 Ajustes contábeis para cálculo do EVA®

Young e O' Byrne (2001, p.205-268) e Ehrbar (1999, p.129-144) sugerem alguns ajustes contábeis para corrigir as percebidas inadequações da prática padrão dos demonstrativos financeiros. As regras e exigências de classificação e lançamentos contábeis são reguladas no Brasil pelo CFC Conselho Federal de Contabilidade e nos Estados Unidos pelo *Financial Accounting Standard Board*. A *Securities and Exchange Commission* nos Estados Unidos é árbitra final das regras contábeis das empresas de capital aberto. Os autores colocam que existe uma distância crescente entre os *GAAP* (*general accepted accounting principles*) da realidade econômica das empresas. Esta distância tem seus motivos históricos, provocados por procedimentos no passado, em que os contadores preparavam os demonstrativos financeiros primariamente para uso de credores, cujas preocupações são bastante diferentes dos gerentes e proprietários. Credores importam-se menos com lucratividade e desempenho, do que com a possibilidade de resgatarem seus empréstimos, no caso do tomador ir à falência. As leis do mercado de capitais são outro importante contribuinte para esse conservadorismo abjeto. Normalmente, os contadores são acionados judicialmente por fraude com valores mobiliários, por terem superestimado lucros ou ativos, não pelo contrário, portanto, seu interesse está fortemente entrincheirado ao lado de debitar lucros. As distorções ocasionadas pelo conservadorismo contábil foram exacerbadas por mudanças na natureza dos negócios ocorridas ao longo das últimas décadas. Ehrbar (1999, p.129) citando Baruch Lev, um destacado professor de contabilidade da Universidade de Nova Iorque, em um de seus muitos estudos de distorções contábeis, assinala que o grande culpado pelo enfraquecimento da relação entre demonstrativos financeiros e a realidade é a freqüente contaminação dos lucros por itens transitórios e arbitrários, tais como, a baixa de ativos, amortização de intangíveis e lançamento integral de custos de pesquisa e desenvolvimento como despesas. Arbitrários refere-se, a tratamentos contábeis, não a ações de negócios, isso significa que os GAAP são especialmente inadequados ao ambiente de negócios, o que, provavelmente, prevalecerá nas décadas vindouras.

O acionista necessita de uma medida de desempenho que ofereça indicações e feedback, que confirmem, ou refutem, o acerto das decisões de alocação de capital e sirvam

como guia confiável para o valor econômico da empresa. Gerentes, em especial, precisam de um indicador de desempenho que mostre se suas ações estão aumentando o valor do negócio. Para tanto, necessitam de um balanço que ofereça uma medida dos desembolsos de caixa acumulados, que se espera contribuam para lucros futuros, os quais constituem a base de capital adequada, sobre a qual são medidas as taxas de retorno e EVA[®].

Empresas não podem substituir lucros com base no GAAP por EVA[®] em seus demonstrativos publicamente divulgados, mas não há qualquer regulamento que as impeça de utilizarem cálculos paralelos, para fins de decisões internas ou de divulgação conjunta com as obrigatórias. O EVA[®] resolve os problemas com o GAAP, convertendo lucros contábeis em lucros econômicos e valor registrado contábil em valor registrado econômico, ou capital. O resultado é uma cifra de NOPAT (lucros operacionais líquidos pós-impostos) que oferece um retrato muito mais verdadeiro dos aspectos econômicos do negócio e uma cifra de capital que constitui uma aferição muito melhor dos recursos contribuídos pelos acionistas e credores.

A lista de ajustes contábeis potenciais é demasiadamente extensa. A Stern Stewart detentora do registro EVA[®], por exemplo, identificou mais de 160 ajustes em potencial a serem feitos nos GAAP e nos tratamentos contábeis internos. Em sua experiência, a maioria das empresas requer não mais de 15 ajustes contábeis para calcular o EVA[®] ótimo e muitas podem fazê-lo com menos ainda. O passo inicial no cálculo do EVA[®] de uma empresa qualquer é decidir quais os ajustes a serem feitos nas contas baseadas nos GAAP. Ehrbar (1999, p.132) salienta que, o que cada empresa necessita, é de uma definição sob medida, específica para sua estrutura organizacional, mix de negócios, estratégia e políticas contábeis. Uma definição que equilibre de forma ótima a compensação entre simplicidade (a facilidade com a qual pode ser calculado e compreendido) e precisão (exatidão que captura o verdadeiro lucro econômico).

A Stern Stewart & Co. estabelece o seguinte, em relação aos ajustes contábeis:

Os critérios para se passar de uma base contábil para uma base EVA[®] são:

- Impacto no comportamento;
- Materialidade;
- Viabilidade dos dados;
- Entendimento.

Young e O' Byrne (2001, p258) acreditam que ajustes contábeis devem ser analisados por quatro critérios:

- a) O ajuste é baseado na teoria financeira?
- b) O ajuste produz um significativo impacto na medição do EVA[®] que é usada para os incentivos e bônus salariais?
- c) O ajuste produz uma melhoria significativa na capacidade do EVA[®] explicar os retornos e valores do mercado?
- d) O ajuste produzirá um significativo impacto na tomada de decisões gerenciais?

Segundo a Stern Stewart & Co., existem quatro tipos de ajustes baseados nos seguintes fundamentos:

a) Financeiro para econômico:

Esses ajustes dizem respeito aos custos incorridos ou pagos no período corrente, mas que, claramente, possuem benefícios em mais de um exercício. Redireciona o modo como a contabilidade trata alguns gastos, como despesas do período, para o sistema EVA[®], que os considera investimentos para o futuro.

Exemplos: P&D (pesquisa e desenvolvimento), M&P (marketing e propaganda), treinamentos, programas de qualidade, de melhorias de processos, desenvolvimentos da marca e desenvolvimento de clientes.

Do ponto de vista econômico, as despesas com benefícios de longo prazo deveriam ser avaliadas como investimentos no negócio e, conseqüentemente, contabilizadas como custos de investimentos de capital, ao invés de serem lançadas como despesas do período corrente.

b) Reservas/Provisões para desembolsos efetivos:

Esses ajustes referem-se às provisões operacionais comuns que são criadas com base em expectativas de resultados futuros, decorrentes das operações normais do negócio. Elas podem ser lançadas como reduções de ativo ou como acréscimos no passivo. Tais provisões representam expectativas de despesas futuras que afetariam o resultado líquido.

Exemplos: Provisão para devedores duvidosos, provisão para perdas em estoque, vendas canceladas e devoluções, reserva de reavaliação.

Essas provisões são estabelecidas para estimar, ainda que de forma conservadora, o valor líquido dos ativos, ou para constituir um provisionamento para custos futuros projetados. Realizar a transferência da base provisionada para a base de desembolso real é mais

apropriado quando essas contingências são estabelecidas “pro rata”, e desse modo funcionam como um amortecedor de desempenho. Elas convertem o desempenho do negócio para uma base financeira, o que está mais proximamente ligado à criação de valor. Só as mudanças nas reservas são lançadas a resultado e não a despesa total associada à previsão permitida.

c) Eventos aleatórios:

Eventos aleatórios distorcem a performance e devem ser capitalizados para atender aos propósitos do EVA[®]. Exemplos: reestruturações, vendas de ativos e investimentos estratégicos.

d) Itens não operacionais:

Envolve montantes de capitais e lucros operacionais, os quais não têm relação com a operação do negócio.

Ajustes mais comuns, conforme a Stern Stewart & Co.:

1. Ajuste: Despesa financeira (relativa a capital de giro e equipamentos).

Efeitos no NOPAT ou capital: As despesas financeiras relativas a equipamentos são excluídas do NOPAT (lucro operacional líquido ajustado). A dívida relativa a esta despesa é incluída no capital. As despesas financeiras relativas ao capital de giro são incluídas no NOPAT. O financiamento (principal) relativo a essa despesa é considerado como um passivo não oneroso, sendo, pois, subtraído do capital.

Fundamento lógico: O NOPAT deve refletir somente as operações do negócio. A despesa financeira das dívidas no capital está embutida no custo do capital através do ônus sobre o capital. A partir do momento em que financiamentos de curto prazo são utilizados para financiar capital de giro, estes devem ser considerados como parte do capital de giro e a despesa, a eles associada, deve ser incluída no NOPAT.

2. Ajuste: Receita (despesa) não-operacional.

Efeitos no NOPAT ou capital: Estes itens, incluindo indenizações e outras despesas (receitas), são excluídos do NOPAT. Estes itens são, então, somados de volta ao capital numa base pós-impostos.

Fundamento lógico: No EVA[®], itens não usuais e não-operacionais são separados do NOPAT. Entretanto, essas perdas econômicas são reconhecidas através do capital.

3. Ajuste: Ativo não-operacional.

Os ativos não-operacionais referem-se aos investimentos que a empresa realiza e que não são essenciais ou não estão diretamente relacionados a sua atividade fim. Os ativos não-operacionais são todos os investimentos que se forem vendidos ou eliminados, não impactam na capacidade da empresa em realizar suas receitas operacionais.

Exemplos: Títulos negociáveis, caixa excedente ao necessário às operações, empréstimos concedidos a controladas e coligadas, participações no capital de outras empresas.

Efeitos no NOPAT ou capital: O ativo não-operacional é excluído do capital, e qualquer receita, associada a esse item, é excluída do NOPAT.

Fundamento lógico: Se a alta gerência não tem controle ou não é responsável pelo ativo, ela não deve ser cobrada através de um ônus de capital pelo seu uso.

4. Ajuste: Reavaliação de ativos / indenizações, / (ganho) perda em baixa de ativos.

Efeitos no NOPAT ou capital: Esses itens são somados de volta ao capital de maneira cumulativa.

Fundamento lógico: Para fins de cálculo do EVA[®], estes ativos voltam a compor sua base histórica.

5. Ajuste: Ganhos ou perdas em conversões e transações.

Os ganhos ou perdas que envolvem taxa de câmbio originam-se quando bens, direitos e obrigações, que se encontram em diferentes moedas, são convertidos para a moeda nacional da entidade em análise. Duas diferentes contas são geralmente criadas:

i) Ganhos e perdas na conversão das demonstrações financeiras em moedas diferentes: surge na conversão dos relatórios financeiros de uma moeda para outra, para fins de consolidação de demonstrações financeiras na casa matriz. São registrados como um componente separado do patrimônio líquido e não afetam a demonstração de resultados. As conversões com ganhos e perdas são deduzidas (acrescidas ao) do capital para mitigar os efeitos das flutuações de taxa de câmbio no custo histórico do capital empregado.

ii) Ganhos e perdas com transações em moedas diferentes: originam-se nas transações em uma moeda diferente da moeda nacional da empresa em questão. O ganho (perda) líquido é registrado na demonstração de resultados.

As transações com ganhos e perdas oriundas de atividades de financiamento são tratadas como perda (ganho) não usual, e excluídas da demonstração de resultados e incluídas numa conta cumulativa de capital (líquido de impostos), à luz do que acontece com os

financiamentos de longo-prazo. As transações com ganhos e perdas, oriundas de operações de capital de giro, devem ser consideradas operacionais e seus efeitos incluídos na demonstração de resultados, à luz do que acontece com os financiamentos de curto-prazo.

Young e O' Byrne (2001, p205-206) destacam que os ajustes contábeis são dirigidos basicamente para:

- a) Reverter a influência conservadora dos *GAAP* (*general accepted accounting principles*).
- b) Tornar o retorno contábil mais próximo do retorno econômico, substituindo a amortização e depreciação pelo método linear, por fundo de amortização e depreciação econômica.
- c) Eliminar encargos não-caixa, tais como, amortização do ágio nas aquisições e impostos diferidos.
- d) Tornar o EVA[®] o melhor indicador de valor de mercado, capitalizando os gastos com reestruturações e outros encargos, excluindo receitas e ativos não operacionais e capitalizando parte dos encargos desse capital.

1.6.1.1 Pesquisa & desenvolvimento

Atualmente, é muito ressaltada a importância do capital intelectual. Embora seja muito difícil definir o que realmente esse significa. Existe um crescente sentimento nas empresas de que, investimentos nessa área, estão se tornando mais importantes do que investimentos em ativos físicos como prédios e máquinas. Investimentos na criação de competências, novas tecnologias, marcas próprias e fidelização de clientes, podem criar genuínos ativos econômicos, porém, tradicionalmente, os contadores os lançavam como despesas, quando da sua ocorrência. O tratamento contábil dado à pesquisa e desenvolvimento oferece um excelente exemplo da diferença entre contabilidade e economia. Naturalmente, esses desembolsos são considerados, por gerentes e acionistas, como investimentos em produtos e processos futuros. Os GAAP, entretanto, requerem que as empresas lancem, como despesas, (deduzam do lucro) todos os gastos em pesquisa e desenvolvimento. O lançamento de P&D (pesquisa e desenvolvimento) como despesa, reduz, de forma incorreta, seu valor contábil, diminuindo um dos maiores ativos das empresas a zero. O tratamento do EVA[®] é capitalizar investimentos em P&D (somar desembolsos correntes ao balanço como ativo) e amortizá-los (baixar uma parcela a cada ano) ao longo de um período pré-determinado. A vida útil média de P&D para todos os setores industriais é de cinco anos, que é o período de amortização utilizado pela Stern Stewart no Performance 1000¹.

1.6.1.2 Investimentos estratégicos

Segundo Ehrbar (1999, p.135), a disciplina do capital é a essência do EVA[®], mas há momentos em que as empresas não querem que seus gerentes se preocupem em cobrir integralmente seu custo de capital, pelo menos não de imediato. Essas são as situações em que o resultado, advindo de um investimento, não é esperado no curto prazo, mas, em algum momento, no futuro. Gerentes podem relutar em propor novos investimentos, porque sabem que seu EVA[®] será reduzido por encargos de capital, impostos ao novo investimento, antes que este comece a produzir lucros. A solução é utilizar um tratamento contábil especial para investimentos estratégicos, semelhante à contabilidade de construção em andamento, utilizada

¹ Performance 1000 é um ranking anual de classificação de 1000 maiores empresas americanas de capital aberto.

por empresas de serviços. Em lugar de aplicarem o encargo sobre o capital aos investimentos estratégicos, desde o dia em que são realizados, " seguram " o investimento em uma conta " suspensa " especial. O encargo sobre o capital relativo ao saldo da conta suspensa é deixado fora do cálculo do EVA[®], até o momento em que se espera que o investimento comece a produzir lucro operacional. Nesse ínterim, os encargos sobre o capital, que teriam sido aplicados à conta suspensa, são simplesmente acrescidos a ela, de forma que o saldo reflita o custo total de oportunidade, inclusive juros acumulados, por assim dizer, do investimento. Então, quando é previsto que o investimento comece a produzir NOPAT, o capital, na conta suspensa, é distribuído, de volta, para o cálculo do EVA[®]. Ehrbar (1999, p135) considera este procedimento como um investimento estratégico com memória, que encoraja os gerentes a considerar oportunidades com resultado futuro e que não os pune no curto prazo, por adotarem uma visão de longo prazo. Porém, estes sabem que, em última análise, serão responsabilizados pelo capital investido.

1.6.1.3 Lançamentos de despesas

Ehrbar (1999, p.138-139) defende que as empresas devem realizar mudanças em coisas básicas como lançar receitas e despesas. Despesas oriundas de aquisição de ativos, como novos clientes, deveriam ser consideradas investimentos e, com tal, devidamente capitalizados e amortizados ao longo de um período adequado. Investimentos em marketing e de conquista destes novos clientes não mais seriam vistos, pelos gerentes, como despesas que reduzem o lucro, mas sim, como ações que incrementariam o valor futuro da empresa.

1.6.1.4 Depreciação

Young e O' Byrne (2001, p.229-236) e Ehrbar (1999, p.139) consideram que a depreciação linear das instalações e equipamentos, utilizada na contabilidade GAAP, funciona razoavelmente bem. Embora a depreciação linear não procure equiparar a depreciação econômica efetiva de ativos físicos, os desvios da realidade são, normalmente, de tal forma desprezíveis, que não chegam a distorcer as decisões. Entretanto, no caso de empresas com grandes quantidades de equipamentos de vida longa, a utilização da depreciação linear no

cálculo do EVA[®] pode criar na gerência uma forte tendência contra investimentos em novos equipamentos. Isto porque o encargo sobre o capital do EVA[®] declina em compasso com o valor de carregamento depreciado do ativo, fazendo com que ativos antigos pareçam mais baratos do que os novos. A sugestão dos autores é para que, nesses casos, substitua-se a depreciação linear por depreciação de fundo de amortização. Sob o regime do fundo de amortização, o custo anual de depreciação segue o mesmo padrão que o pagamento principal de uma hipoteca, começando com valores baixos nos anos iniciais e subindo rapidamente nos anos finais. O somatório dos encargos de depreciação e dos encargos sobre o capital EVA[®] permanece constante, exatamente como no pagamento de uma hipoteca. A mudança para a depreciação de fundo de amortização, que tem o efeito de fazer a propriedade de um ativo parecer um arrendamento, elimina qualquer tendência contra novos equipamentos. Este tratamento diferenciado do GAAP condiz mais com a realidade econômica, porque a maioria dos equipamentos de vida longa depreciam muito pouco nos anos iniciais, e depois despencam, em valor, nos anos posteriores, sob o ataque conjunto da obsolescência e deterioração física.

1.6.1.5 Impostos

A provisão para o imposto de renda e contribuição social na demonstração de resultados é reformulada para que retrate os impostos devidos relativos somente às atividades operacionais, eliminando, dessa forma, quaisquer impactos fiscais oriundos de operações financeiras ou não-operacionais.

Transferir da base fiscal provisionada para a base fiscal de desembolso efetivo está em conformidade com a filosofia de avaliar o desempenho operacional pós-impostos. Ao se considerar apenas os impostos operacionais, (incluindo-se aí os impostos diferidos referentes a itens operacionais), pode-se medir o verdadeiro lucro econômico pós-impostos (NOPAT). Uma base fiscal de caixa (desembolso efetivo) amplia a consciência dos impactos fiscais entre as divisões da empresa, propiciando um planejamento fiscal mais eficaz. Torna a gerência consciente de que impostos são custos operacionais, requerendo, por conseguinte, total atenção como os demais custos incidentes. Entretanto, a base fiscal de desembolso real torna o cálculo do NOPAT mais complexo, podendo incluir itens não conhecidos pela gerência. Demanda processos e recursos que embasem uma estratégia fiscal por unidades de negócio, paralelamente à manutenção de estratégia fiscal corporativa eficiente.

1.6.1.6 Contabilização de aquisições ou ágio e deságio

Quando uma empresa adquire outra e utiliza o modelo contábil de compra para registrar a transação, tudo que é pago em excesso ao "valor justo" dos ativos da empresa adquirida, entra no balanço como um ativo denominado ágio pago em aquisições. Aritmeticamente, ágio pago em aquisições é simplesmente o preço de compra menos o "valor justo". Segundo Iudícibus, Martins e Gelbcke (2000, p162), há ágio quando o preço de custo das ações adquiridas for maior que seu valor patrimonial, e deságio quando for menor. Podem ocorrer ágio e deságio, por origens e circunstâncias diversas, podendo o tratamento contábil dos mesmos, particularmente quanto à amortização, variar em função de seu fundamento e natureza. Economicamente, o ágio, poderia representar um grande número de coisas, tais como, patentes, tecnologias, *market share* (*participação no mercado*), ou projetos de pesquisa e desenvolvimento ainda em processo. A CVM (comissão de valores mobiliários), em sua instrução 247/96 prevê apenas a existência dos seguintes ágios ou deságios:

- a) Diferença entre o valor contábil e o valor de mercado de ativos da investida, ou adquirida.
- b) Diferença entre o valor pago e o valor de mercado de ativos da investida, ou adquirida. Tal diferença pode ser proveniente de:
 - b1) expectativa de resultado futuro
 - b2) direito de exploração, concessão ou permissão, delegados pelo poder público.
- c) A lei fiscal prevê a existência de um terceiro ágio, o decorrente de fundo do comércio, intangível (nome, tradição da empresa no mercado, imagem e qualidade de seus produtos, clientela formada, qualidade e treinamento de seus funcionários, processos técnicos de fabricação, cartas patentes, licenças etc, todos, por natureza intangíveis) e outras razões econômicas.

Também regulado pela CVM, os critérios de amortização variam em conformidade com o tipo, ou seja, origem e natureza do ágio ou deságio. Segundo Ehrbar (1999, p.136-138), o tratamento correto de ágio pago em aquisições é baixá-lo ao longo de sua vida econômica estimada. Por três motivos práticos, a Stern Stewart recomenda deixar o ágio pago em aquisições no balanço e jamais baixá-lo. Primeiro, isto focaliza os gerentes nos fluxos de

caixa ao invés de nos meros lançamentos contábeis. Segundo, a grande parte do ágio pago em aquisições representa ativos de vida indeterminada, como marcas comerciais, reputação e posicionamento no mercado. A CVM determina que o ágio não justificado pelos fundamentos por ela identificados deverá ser imediatamente reconhecido como perda. Terceiro, gerentes não devem se preocupar se uma aquisição em perspectiva afetará ou não lucros publicados, mas devem estar constantemente conscientes de que acionistas esperam que eles produzam um retorno sobre o preço de aquisição, que seja igual ou maior do que o custo de capital, ad perpetuum.

Portanto, o ajuste recomendado por Ehrbar (1999, p.136-138) do EVA[®] é adicionar a amortização do ágio pago em aquisições do período corrente ao NOPAT e somar o ágio pago em aquisições, amortizado em anos anteriores ao capital.

1.6.1.7 Ajustes da despesa de juros

Estas despesas são aquelas que se referem aos juros associados às dívidas de financiamentos de curto e longo-prazo. Exemplos: juros de financiamentos bancários de curto-prazo, juros de financiamentos bancários de longo-prazo, taxas para manutenção de linhas de crédito de longo-prazo não utilizadas, custos associados à emissão de debêntures (subscrição e corretagem), ou assinatura de contratos de financiamento de longo-prazo e prêmio/deságio na emissão de debêntures. A despesa de juros oriunda do endividamento é considerada um custo financeiro. Os efeitos dos custos financeiros são excluídos da apuração do lucro e considerados no cálculo do custo ponderado de capital (WACC). Isto separa as atividades financeiras das atividades operacionais do negócio.

1.6.1.8 Ajustes de balanço

Todos os ajustes, mencionados acima, podem ter um impacto significativo na medição de capital, ou do valor econômico contábil. A capitalização de P&D e o acréscimo de ágio, pago em aquisições e reservas fiscais por exemplo, aumentam o capital. Existem ainda vários outros possíveis ajustes, que buscam não misturar decisões financeiras com operacionais.

Young e O' Byrne (2001, p.257-258) citam que, defensores do EVA[®] argumentam que, empresas ao implementar o EVA[®], deveriam ser conservadoras nos ajustes contábeis. Existem duas boas razões para este conservadorismo: primeira, ajustes tornam o EVA[®] mais difícil de ser entendido, segunda, ajustes que incrementam o EVA[®] podem parecer benefício próprio, solapando a credibilidade do EVA[®] perante os olhos dos diretores, acionistas, analistas econômicos e a mídia.

1.7 PLANO DE BENEFÍCIOS OU INCENTIVOS

1.7.1 O fundamento

O fator crítico na transformação do EVA[®] no sucesso da organização é torná-lo a base de um plano de incentivos, como forma de motivar os gerentes a pensarem e a agirem como proprietários. Através deste plano, os gerentes são remunerados pela criação de valor, em vez de serem remunerados com base em metas fixas de um orçamento. Os esquemas convencionais de incentivos atrelam os bônus à obtenção de metas negociadas com a alta administração, um processo que deturpa o planejamento e o orçamento, por encorajar a administração a sub-avaliar, arbitrariamente, suas projeções e, em conseqüência, obter resultados abaixo do real potencial do seu negócio.

Pessoas constituem o único fator de produção que inspira todos os demais. Tudo que a empresa cria de valor é sempre em função da maneira pela qual seu pessoal aplica suas energias e idéias ao capital e às matérias-primas para criar bens e serviços que outros desejam; e como as pessoas realizam suas tarefas é determinado pela maneira com que você as trata e paga.

Isto significa que a medida precisa do EVA e sua transformação em ponto focal de planejamento e análise não bastam. Quando medimos o desempenho de uma forma, mas, pagamos as pessoas em alguma outra base, a maioria delas fará uma educada reverência na direção da medida de desempenho e marchará na direção recompensada pelo sistema de incentivo. (Ehrbar, 1999, p.75).

1.7.2 Os objetivos do plano de benefícios

Conforme Young e O' Byrne (2001, p.114-115), quatro fundamentais objetivos devem ser observados na estruturação do plano de benefícios:

- a) Alinhamento - Prover à gerência um incentivo para que esta selecione estratégias e investimentos que maximizem o valor para o acionista.

- b) Alavancagem de valor - Prover à gerência suficientes incentivos para trabalharem longas horas, assumirem riscos, tomarem desagradáveis decisões e maximizarem o valor para o acionista.

- c) Retenção - Prover à gerência suficiente compensação para retê-los, particularmente durante o período de uma ruim performance, causada pelo mercado ou por fatores do setor em particular.

- d) Custo do acionista - Limitar o custo do benefício da gerência para níveis que irão maximizar o valor dos acionistas.

1.7.3 A forma técnica

Inúmeras formas de estruturação do plano de benefícios com base no EVA[®] são possíveis. Ehrbar (1999, p.86) cita os elementos-chave dos planos de bônus da Stern Stewart & Co.:

- a) Remuneração por EVA[®] crescente - Esta é a maneira mais confiável de ligar o montante do bônus à quantidade de riqueza que a gerência cria para acionistas e é pré-condição para se fazer os gerentes pensarem como acionistas.

- b) Inexistência de chão ou tetos - Gerentes recebem uma participação ilimitada da melhoria de EVA[®], mas os bônus também podem ser negativos.

- c) Bônus alvo - Este é um bônus competitivo, baseado em práticas de remuneração de empresas comparáveis.

- d) Banco de bônus - A intenção é filtrar grandes variações e diferir seu impacto, até que se possa verificar que os bônus são associados a mudanças permanentes na riqueza dos acionistas.

- e) Alvos de desempenho determinados por fórmula e não por negociação - Gerentes recebem seu bônus-alvo quando o aumento do EVA[®], em dinheiro, for igual à melhoria esperada.

2 MÉTODO DE PESQUISA

Para Cervo e Bervian (1996), o método científico é um conjunto ordenado de procedimentos empregados para a pesquisa e a demonstração da verdade, os quais assumem diferentes abordagens e níveis de aprofundamento, conforme o objeto de estudo e seus objetivos.

A aplicação prática do modelo de avaliação de desempenho será fundamentada em um estudo de caso, baseada e caracterizada pelo método exposto por Yin (2001), objetivando estabelecer o valor EVA[®] de duas unidades hoteleiras do grupo e, desta forma, propor a utilização do indicador EVA[®] valor econômico agregado como forma de medir e comparar o desempenho econômico de unidades de uma rede de hotéis.

2.1 Classificação da pesquisa

Considerando o tipo de pesquisa, Yin (2001) ressalta que o estudo de caso poderá contemplar a pesquisa descritiva, sendo identificada como pesquisa/estudo do tipo exploratória.

Yin (2001), também compara o método estudo de caso com outros métodos e ainda afirma que, para a definição do método a ser usado, é necessário avaliar os quesitos que são apontados pela investigação. Desta forma, adequando-se a responder perguntas “como” e “por que”, que são perguntas explicativas e tratam de relações operacionais, que ocorrem ao longo do tempo mais do que frequências ou incidências.

Com referência aos projetos de estudo de caso, Yin (2001) salienta para a distinção básica que deve ser considerada ao se projetar estudos de caso, identificados entre caso único e de casos múltiplos.

Neste trabalho, optou-se por um estudo de caso múltiplo, ou seja, pesquisar duas unidades da rede hoteleira a fim de estabelecer o valor EVA[®] dessas unidades e, desta forma, propor a utilização do indicador EVA[®] valor econômico agregado como forma de medir e comparar o desempenho econômico de unidades de uma rede de hotéis. Tendo em vista a complexidade do trabalho, torna-se necessário um conhecimento aprofundado da organização em questão, o que, em casos múltiplos, torna mais difícil a execução. As evidências relativas às fontes de dados serão obtidas a partir da pesquisa de documentos gerais oferecidos pela entidade estudada, pelos registros dos seus arquivos, entrevistas aos gestores e, por observação direta, nas dependências da organização pesquisada.

2.2 Seleção do caso

Consideraram-se os seguintes requisitos para a escolha da organização:

- Interesse da organização no desenvolvimento do trabalho;
- Compatibilidade das características da organização com o objeto de estudo;
- Facilidade de acesso e coleta de dados.

O estudo de caso será desenvolvido de forma escrita e em relatório que visa a identificar, sintetizar e analisar os processos, as etapas e os resultados da pesquisa qualitativa e quantitativa, realizada através do estudo de caso da rede hoteleira.

2.3 Coleta de dados

A coleta de dados, normalmente, é alicerçada entre diversas fontes e procedimentos, tais como a análise de documentos, a entrevista e outros (Gil,1991, Roesh,1999), podendo variar em utilizar um ou mais procedimentos.

O levantamento de dados do presente estudo idealizou identificar as fontes de capital que financiam a empresa, os resultados obtidos nos anos analisados, seu desempenho operacional e os ajustes contábeis que podem ser importantes de se realizar para o cálculo do EVA[®]. Estes dados foram obtidos no setor contábil da empresa, através da pesquisa de documentos oficiais e da discussão com a área responsável.

2.3.1 Coleta e análise de documentos internos

Segundo Roesch (1999), identifica os documentos das organizações como as principais fontes de dados utilizadas em pesquisas voltadas para a contabilidade, complementando outros modelos de pesquisa. Para tal, com o objetivo da realização desse trabalho valeu-se dos seguintes documentos da organização pesquisada.

Balanco patrimonial unidade A, BP (2000, 2001 e 2002);

Demonstrativo de resultados do exercício unidade A, DRE (2000, 2001 e 2002);

Balanco patrimonial unidade B, BP (2000, 2001 e 2002);

Demonstrativo de resultados do exercício unidade B, DRE (2000, 2001 e 2002);

Planilhas internas de cálculos dos financiamentos de longo prazo;

Resumo diário da situação (identifica o percentual de ocupação histórico);

Indicadores de desempenho representativos do setor:

total do faturamento

total das despesas

número de funcionários por unidade

diária média líquida

número de hóspedes

3 ESTUDO DE CASO

3.1 Definição do estudo

Para os objetivos do trabalho foram escolhidas as duas primeiras unidades da rede em atividade, porque possuem o maior histórico das demonstrações contábeis e de resultados. Ambas unidades possuem a mesma estrutura organizacional, conforme anexo 1. Suas atividades são totalmente independentes entre si, mas, estas mantêm a mesma relação com sua matriz, fonte de recursos para investimentos iniciais e para cobertura de eventuais necessidades de capital.

Foram obtidos, junto à empresa, os balanços sociais dos anos 2000, 2001 e 2002 e, ainda, as demonstrações de resultado do exercício dos mesmos anos de ambas unidades que participaram do estudo. Também foram considerados os balanços sociais da matriz do mesmo período e informações relativas a empréstimos e financiamentos integrantes dos mesmos. A partir destes demonstrativos será calculado o capital empregado, o lucro operacional (NOPAT), o custo de capital e o EVA[®] de cada unidade isoladamente. Será utilizado para o cálculo do custo de capital o modelo CAPM (*capital asset pricing model*). No cálculo do EVA[®] serão aplicados o custo de capital obtido pelo método CAPM e o custo de capital informado pelos proprietários, sendo este o seu retorno exigido para investimentos equivalentes.

Inicialmente, não será feito nenhum ajuste contábil que altere o montante do capital empregado ou lucro operacional encontrado nos demonstrativos oficiais. Posteriormente, será feito um ajuste contábil, em uma unidade, que modifique o montante de capital investido ou o lucro operacional e, novamente, será calculado o EVA[®], para demonstrar o efeito dos ajustes no resultado.

Depois de obtidos os EVA[®]'s de cada unidade, será feita uma análise para explicar os valores encontrados e a formação desses números. E, por fim, será analisado o estudo quanto ao objetivo principal que reside em propor a utilização do indicador EVA[®] valor econômico

agregado, como forma de medir e comparar o desempenho econômico de unidades de uma rede de hotéis.

3.2 A rede hoteleira

Será utilizado, neste estudo, o caso de uma rede hoteleira que possui a matriz no estado do Rio Grande do Sul e que iniciou suas atividades no ano de 1999. Esta rede está organizada em unidades operacionais, localizadas no Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná. A iniciativa é fruto de uma visão empresarial que vislumbrava um mercado potencial em crescimento no Rio Grande do Sul. Com o objetivo de expansão das atividades e o efetivo estabelecimento de uma rede de hotéis, mais unidades foram agregadas ao grupo. Atualmente o grupo já conta com sete unidades situadas nos estados citados acima. Essa distribuição em rede permite sinergia de negócios, redução de custos corporativos e uma maior leque de oferta de serviços aos clientes.

A localização específica de cada unidade é determinada por pesquisas de mercado que procuram identificar o potencial disponível da região, relacionado com o público alvo.

O segmento escolhido é o de negócios, ou seja, os serviços oferecidos e a especialização no atendimento, estão voltados para profissionais liberais, empresários e viajantes a negócio. Naturalmente, que o público que viaja a lazer também é recebido, porém, os serviços oferecidos não são os mais apropriados. Para atrair o público alvo são oferecidos serviços e acomodações desejadas pelos clientes, tais como, mesa de trabalho no quarto, internet banda larga, business-center e salas para eventos. Visando renovar continuamente sua oferta de serviços, a empresa procura identificar, através de pesquisas, os atributos desejados pelos seus clientes.

A rede pretende, ainda, estender suas atividades para outros estados do país.

3.3 Cálculo do EVA[®] das unidades

Abaixo encontram-se as tabelas (7,8,13 e 14) do balanço patrimonial (ativo e passivo) e tabelas (9 e 15) do demonstrativo de resultados de ambas unidades obtidas no setor contábil da empresa. Em respeito à rede que permitiu o estudo, será omitido o nome da empresa e o nome das filiais que participam deste. Doravante, serão denominadas, simplesmente unidade A e unidade B.

Ambas as unidades receberam uma importância inicial significativa de investimentos necessários para a construção e imobilização do prédio e equipagem do hotel. Também foi necessário capital de giro para iniciar a operação. O item constante do balanço denominado “Numerários em Trânsito” e “Numerários em Trânsito + Conta Corrente” representa os valores movimentados entre a unidade e a matriz. Conforme citado anteriormente, a matriz representa a fonte de recursos, pois por ela também transitam valores oriundos de determinada unidade que são aplicados nas demais ou vice-versa. Conforme se constata no balanço, a unidade A recebeu, nos anos observados, mais valores do que emprestou e, portanto, possui um passivo financeiro. A unidade B no ano de 2001 emprestou mais valores do que recebeu, portanto, este excedente, é considerado um ativo. No ano de 2002 esta unidade foi similar à unidade A, formando um passivo financeiro. Estes valores são considerados de curto prazo por esta sua característica específica de contínua movimentação entre matriz e unidades. A empresa não se utilizou, no período analisado, de recursos de curto prazo, provenientes de agentes, bancos ou qualquer outra instituição. Sua fonte de capital é oriunda de financiamentos internacionais de longo prazo e capital próprio. No ano de 2001, a unidade A investiu na construção de um centro de eventos anexado ao prédio principal do hotel, aumentando, assim, seu nível de imobilização. A unidade B, no ano de 2002, também imobilizou significativos recursos na construção de mais 32 apartamentos, ampliando sua oferta de hospedagem.

As receitas da operação são oriundas dos serviços de hospedagem, alimentação, locação de salas de eventos, transportes, telefonia, lavanderia e demais serviços oferecidos. Praticamente não existem fontes de receitas não-operacionais, tais como, financeiras ou de atividades não relacionadas com o negócio em si. A receita de hospedagem representa a maior parte de toda receita gerada. Esta é obtida pela multiplicação do número de apartamentos ocupados pelo valor da diária respectiva.

Os custos e despesas são incorridos para suportar os serviços oferecidos, tais como, custo com o pessoal, energia elétrica, água, gás e combustíveis, telefonia, produtos de limpeza, e insumos da área de alimentação. Da mesma forma, praticamente, não existem custos não-operacionais. Serviços como segurança, lavanderia e estacionamento, normalmente são terceirizados para empresas com maior especialização nestas áreas.

Os cálculos do lucro operacional e dos ajustes foram feitos todos baseados nas demonstrações específicas da unidade, porém, para o cálculo do custo do capital foi utilizado, como referência, o custo da matriz, porque esta concentra todas as fontes de capitais e as distribui pelas unidades, conforme a necessidade.

3.4 Cálculo do custo de capital

O custo de capital foi estabelecido com a utilização do WACC (*weighted average cost of capital*), que neste caso, é a ponderação entre o custo de capital de terceiros de longo prazo e capital próprio. A empresa informou o montante de capitais de terceiros e seus respectivos custos. Os valores foram inseridos na planilha abaixo (tabela 7 e 8).

3.4.1 Custo do capital próprio

O custo do capital próprio foi estimado por meio do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) adicionado das variáveis risco País. Conforme citado anteriormente, também será utilizado para um segundo cálculo do EVA[®] o percentual de 12% ao ano, como o custo de capital, que é a informação obtida na empresa como sendo o mínimo exigível de retorno para investimentos equivalentes.

3.4.1.1 Taxa livre de risco

Embora não exista investimentos que são realmente livres de risco, os títulos do governo provêm uma boa representação para estes, porque, quando os governos se tornam

inadimplentes, todas as outras relações da economia se distorcem. Desta forma, foi escolhido rendimento do Brady Bond Brasileiro de Longo-Prazo (*yield curve*) como referência da taxa livre de risco.

3.4.1.2 Premio de risco do mercado

O prêmio de risco do mercado representa a recompensa para os investidores, por assumirem riscos, ao colocar seu capital em ações em geral. O prêmio é determinado para a economia do País como um todo e é o resultado da análise da volatilidade histórica das ações e títulos do governo. Este representa o excedente do mercado sobre os investimentos livres de risco durante um longo período de tempo. De 1926 a 1996, nos Estados Unidos, a volatilidade de investimentos em ações foi significativamente mais elevada do que títulos do governo. A média aritmética deste valor é de aproximadamente 6% no mercado americano, embora este número seja atualizado a cada ano em diferentes estudos.

3.4.1.3 Coeficiente Beta

O prêmio de risco do mercado, descrito acima, é uma ampla medida que considera o mercado de ações como um todo. Contudo, nem todas as empresas têm risco comparável. Por essa razão, os investidores demandam mais retorno, por investir em empreendimentos de risco do que em empresas de mais previsível retorno. O coeficiente beta é um ajuste para o prêmio de risco do mercado, baseado na percepção de risco da empresa em questão. Foi utilizado o Beta, apurado por instituições americanas, para empresas de similar ramo (hotelaria).

3.4.1.4 Cálculo do WACC

Abaixo, seguem as tabelas que representam a planilhas de cálculo do WACC para os anos analisados (2001 e 2002). Os valores encontrados foram utilizados como referência de custo de capital para o cálculo do EVA[®].

3.5 Cálculo do capital empregado, lucro operacional e EVA® unidade A

TABELA 9 BALANÇO PATRIMONIAL UNIDADE A ATIVO			
ATIVO	2000	2001	2002
ATIVO CIRCULANTE			
Ativo Cíclico	214.340	315.543	339.714
Contas a Receber de Clientes e Cheques Devolvidos	214.340	232.610	240.402
Estoques			
Almoxarifado			24.001
Cartões de Crédito, Adiantamentos e Impostos a Recuperar		82.933	75.311
Ativo Errático	17.675	2.570.954	2.670.306
Caixa e Bancos	13.514	96.620	51.674
Aplicações Financeiras			
Impostos a Compensar			
Despesas Antecipadas	4.161	10.058	14.030
Numerários em Trânsito		2.464.276	2.604.602
TOTAL DO ATIVO CIRCULANTE	232.015	2.886.497	3.010.020
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO			
Depósitos Judiciais			
Impostos a Recuperar (IR e CS)			
Outros Valores a Receber			
TOTAL DO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO			
ATIVO PERMANENTE			
Investimento			
Imobilizado	6.704.566	8.167.289	8.332.105
(-) Depreciação Acumulada	-364.876	-729.110	-1.155.234
Diferido	1.096.319	1.097.700	1.096.726
(-) Amortização Acumulada	-255.808	-475.479	-694.417
TOTAL DO PERMANENTE	7.180.201	8.060.400	7.579.181
ATIVO TOTAL	7.412.215	10.946.897	10.589.201

TABELA 10 BALANÇO PATRIMONIAL UNIDADE A PASSIVO

PASSIVO	2000	2001	2002
PASSIVO CIRCULANTE			
Passivo Cíclico	152.489	156.555	182.129
Fornecedores	95.373	100.239	87.048
Impostos, Taxas e Contribuições (PIS, Cofins e Iss.a recolher)	8.889	16.775	22.337
Obrigações Sociais e Trabalhistas (INSS, FGTS, Salários)	16.883	18.747	34.812
Provisões Trabalhistas (Férias e 13o.)	31.343	20.795	37.932
Impostos (IR e CS)			
Pró-Labore a Recolher			
Passivo Errático		3.969.261	4.218.283
Financiamentos de Curto-Prazo			
Dividendos a Pagar			
Numerários em Trânsito + Conta Corrente		3.969.261	4.218.283
TOTAL DO PASSIVO CIRCULANTE	152.489	4.125.817	4.400.412
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO			
Financiamentos de Longo-Prazo			
Provisão para Imposto (PIS e COFINS)			
Crédito de Acionista			
TOTAL DO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO			
RESULTADO DE EXERCÍCIOS FUTUROS			
Receita de Exercícios Futuros			
(-) Custo de Exercícios Futuros			
TOTAL DE RESULTADOS DE EXERCÍCIOS FUTUROS			
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital Social			
Reserva de Capital			
Reservas Legal			
Reserva de Reavaliação			
Reserva de Lucros			
Resultado de Exercício			
Lucros ou Prejuízos Acumulados	7.259.727	6.821.080	6.188.789
Adiantamento Futuro Aumento de Capital			
TOTAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	7.259.727	6.821.080	6.188.789
PASSIVO TOTAL	7.412.215	10.946.897	10.589.201

Fonte: Setor Contábil (2003)

TABELA 11 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS UNIDADE A

DRE	2001	2002
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	1.527.870	1.613.035
(-) DEDUÇÕES DE RECEITAS	-87.383	-108.211
PIS	-9.734	-12.249
COFINS	-44.925	-48.332
ISS	-32.723	-17.866
ICMS		-29.764
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.440.487	1.504.824
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-260.344	-199.004
(-) Depreciação		
(=) LUCRO BRUTO	1.180.143	1.305.820
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	-1.589.911	-1.922.081
Despesas com Vendas		
Despesas Administrativas	-605.320	-774.673
Despesas com Pessoal	-400.686	-502.347
Despesas Tributárias		
Depreciação	-583.905	-645.062
(=) LUCRO OPERACIONAL	-409.768	-616.261
Despesas Financeiras	-23.912	-29.791
Receitas Financeiras	1.326	8.408
Resultado Não-Operacional	-6.293	5.352
Resultado da Equivalência Patrimonial		
Outros Resultados Não-Operacionais		
LUCRO ANTES CS e IR	-438.646	-632.291
IR e Contribuição Social		
Lucro Líquido do Exercício	-438.646	-632.291

Fonte: Setor Contábil (2003)

Esta unidade apresentou prejuízo operacional nos anos de 2001 e 2002. Os custos incorridos foram superiores às receitas geradas. A justificativa para tal resultado é a baixa ocupação do hotel. Esta unidade obteve, nestes períodos, um percentual de ocupação médio de 40%. Segundo a empresa, o ponto de equilíbrio estaria próximo de 50% de ocupação.

TABELA 12 CAPITAL EMPREGADO ANUAL UNIDADE A

ITENS	2000	2001	2002
ATIVO CIRCULANTE			
Ativo Cíclico	214.340	315.543	339.714
Contas a Receber de Clientes e Cheques Devolvidos	214.340	232.610	240.402
Estoques			
Almoxarifado			24.001
Cartões de Crédito, Adiantamentos e Impostos a Recuperar		82.933	75.311
Ativo Errático	17.675	106.678	65.704
Caixa e Bancos	13.514	96.620	51.674
Aplicações Financeiras			
Impostos a Compensar			
Despesas Antecipadas	4.161	10.058	14.030
Numerários em Trânsito			
TOTAL DO ATIVO CIRCULANTE (1)	232.015	422.221	405.418
PASSIVO CIRCULANTE NÃO-ONEROSO			
Fornecedores	95.373	100.239	87.048
Financiamentos de Curto-Prazo			
Impostos, Taxas e Contribuições (PIS, Cofins e Iss..a recolher)	8.889	16.775	22.337
Obrigações Sociais e Trabalhistas (INSS, FGTS, Salários)	16.883	18.747	34.812
Provisões Trabalhistas (Férias e 13o.)	31.343	20.795	37.932
Impostos (IR e CS)			
Dividendos a Pagar			
Numerários em Trânsito + Conta Corrente		1.504.986	1.613.681
TOTAL PASSIVO CIRCULANTE NÃO-ONEROSO (2)	152.489	1.661.541	1.795.810
CAPITAL EMPREGADO DE CURTO-PRAZO (3)=(1)-(2)	79.526	-1.239.320	-1.390.392
ATIVO PERMANENTE			
Investimento			
Leasing Operacional Capitalizado			
(-) Depreciação Acumulada do Leasing Capitalizado			
Imobilizado	6.704.566	8.167.289	8.332.105
(-) Depreciação Acumulada	-364.876	-729.110	-1.155.234
P&D Capitalizado			
M&P Capitalizado			
Treinamento Capitalizado			
Processos de Melhoria Capitalizado			
Desenvolvimento de Clientes Capitalizado			
Diferido	1.096.319	1.097.700	1.096.726
(-) Amortização Acumulada	-255.808	-475.479	-694.417
TOTAL DO PERMANENTE (4)	7.180.201	8.060.400	7.579.181
OUTROS ITENS DE BALANÇO			
Depósitos Judiciais			
Impostos a Recuperar (IR e CS)			
TOTAL DE OUTROS ITENS DE BALANÇO (5)			
OUTROS AJUSTES			
Provisão para Imposto (PIS e COFINS)			
Crédito de Acionista			
Perdas/(Ganhos) Não-Usuais Cumulativas			
TOTAL DE AJUSTES (6)			
TOTAIS DO ATIVO E CAPITAL EMPREGADO	7.259.727	6.821.080	6.188.789

TABELA 13 LUCRO OPER. LÍQ. PÓS-IMPOSTOS-NOPAT-UNIDADE A

ITENS	2001	2002
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	1.527.870	1.613.035
(-) DEDUÇÕES DE RECEITAS	-87.383	-108.211
PIS	-9.734	-12.249
COFINS	-44.925	-48.332
ISS	-32.723	-17.866
ICMS		-29.764
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.440.487	1.504.824
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-260.344	-199.004
(-) Depreciação		
(-) Depreciação do Leasing Capitalizado		
(=) LUCRO BRUTO	1.180.143	1.305.820
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	-1.589.911	-1.922.081
Despesas com Vendas		
Despesas Administrativas	-605.320	-774.673
Despesas com Pessoal	-400.686	-502.347
Despesas Tributárias		
Depreciação	-583.905	-645.062
(-) Ajustes Econômicos		
Depreciação do Leasing Capitalizado		
Pagamento do Leasing Operacional (Sem a Parcela de Juros)		
Amortização de P&D		
Amortização de M&P		
Amortização de Gastos com Treinamento		
Amortização de Processo de Melhoria Capitalizado		
Amortização de Desenvolvimento de Clientes Capitalizado		
(+) Estorno da Parcela do Leasing Operacional		
(+) Estorno das Despesas Capitalizáveis		
(=) LUCRO OPERACIONAL	-409.768	-616.261
Despesas Financeiras	-23.912	-29.791
Receitas Financeiras	1.326	8.408
Resultado Não-Operacional	-6.293	5.352
Resultado da Equivalência Patrimonial		
Outros Resultados Não-Operacionais		
LUCRO ANTES CS e IR	-438.646	-632.291
IR e Contribuição Social		
LL e LOP Pós-Impostos (NOPAT)	-438.646	-632.291

TABELA 14 CÁLCULO DO EVA[®] UNIDADE A

SINAL	ITENS	2000	2001	2002
	LOP (NOPAT)		-438.646	-632.291
(/)	Capital Empregado*		7.259.727	6.821.080
(=)	ROCE		-6,04%	-9,27%
(-)	WACC		12,45%	13,34%
(=)	Spread		-18,49%	-22,61%
(*)	Capital Empregado	7.259.727	6.821.080	6.188.789
(=)	EVA [®]		(1.342.557)	(1.542.108)

(1) O EVA do ano x, usa o Capital Empregado em 31/12/x-1.

Como se pode perceber na tabela acima, esta unidade obteve EVA[®] negativo de valor bastante elevado. O desempenho operacional (lucro operacional) foi negativo em ambos os anos avaliados e em 2002 aumentou significativamente. O custo de capital foi levemente maior no segundo ano e houve uma redução no capital empregado.

Destaca-se, na avaliação desta unidade, a ausência de lucro operacional, ou seja, os custos, sem ser considerado o custo de capital, foram superiores às receitas geradas. Esta seria, praticamente, a principal premissa, tanto do EVA[®], quanto de qualquer outro indicador de performance, obter lucro operacional. Significa que a empresa não consegue gerar receita suficiente para cobrir seus custos da operação (salários, matéria-prima e outros), não restando, portanto, nenhum valor para suportar sequer os custos de capital e, desejavelmente, obter lucro para os acionistas. Nesse caso, seria importante que as ações corretivas fossem voltadas para o realinhamento da despesa com a receita, ou para gerar um incremento marginal na receita.

3.6 Cálculo do capital empregado, lucro operacional e EVA® unidade B

TABELA 15 BALANÇO PATRIMONIAL UNIDADE B ATIVO

ATIVO	2000	2001	2002
ATIVO CIRCULANTE			
Ativo Cíclico	64.924	326.744	339.233
Contas a Receber de Clientes e Cheques Devolvidos	64.924	174.228	184.717
Estoques			
Almoxarifado		32.921	46.190
Cartões de Crédito, Adiantamentos e Impostos a Recuperar		119.594	108.325
Ativo Errático	15.705	2.846.162	3.526.278
Caixa e Bancos	10.957	23.567	94.319
Aplicações Financeiras			
Impostos a Compensar			
Despesas Antecipadas	4.748	18.676	19.996
Numerários em Trânsito		2.803.920	3.411.962
TOTAL DO ATIVO CIRCULANTE	80.629	3.172.906	3.865.511
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO			
Depósitos Judiciais			
Impostos a Recuperar (IR e CS)			
Outros Valores a Receber			
TOTAL DO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO			
ATIVO PERMANENTE			
Investimento			
Imobilizado	6.944.884	7.386.789	8.991.225
(-) Depreciação Acumulada	-51.804	-388.815	-781.426
Diferido	171.251	171.323	178.883
(-) Amortização Acumulada	-2.854	-37.104	-71.873
TOTAL DO PERMANENTE	7.061.477	7.132.193	8.316.809
ATIVO TOTAL	7.142.106	10.305.099	12.182.319

Fonte: Setor Contábil (2003)

TABELA 16 BALANÇO PATRIMONIAL UNIDADE B PASSIVO

PASSIVO	2000	2001	2002
PASSIVO CIRCULANTE			
Passivo Cíclico	210.685	202.277	261.173
Fornecedores	178.161	113.760	142.596
Impostos, Taxas e Contribuições (PIS, Cofins e Iss.a recolher)	9.696	25.577	30.027
Obrigações Sociais e Trabalhistas (INSS, FGTS, Salários)	18.629	31.977	36.979
Provisões Trabalhistas (Férias e 13o.)	4.199	30.964	51.573
Impostos (IR e CS)			
Pró-Labore a Recolher			
Passivo Errático	1.767	2.644.611	3.843.194
Financiamentos de Curto-Prazo	1.767		
Dividendos a Pagar			
Numerários em Trânsito + Conta Corrente		2.644.611	3.843.194
TOTAL DO PASSIVO CIRCULANTE	212.452	2.846.888	4.104.367
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO			
Financiamentos de Longo-Prazo			
Provisão para Imposto (PIS e COFINS)			
Crédito de Acionista			
TOTAL DO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO			
RESULTADO DE EXERCÍCIOS FUTUROS			
Receita de Exercícios Futuros			
(-) Custo de Exercícios Futuros			
TOTAL DE RESULTADOS DE EXERCÍCIOS FUTUROS			
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital Social			
Reserva de Capital			
Reservas Legal			
Reserva de Reavaliação			
Reserva de Lucros			
Resultado de Exercício			
Lucros ou Prejuízos Acumulados	6.929.654	7.458.210	8.077.952
Adiantamento Futuro Aumento de Capital			
TOTAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	6.929.654	7.458.210	8.077.952
PASSIVO TOTAL	7.142.106	10.305.099	12.182.319

Fonte: Setor Contábil (2003)

TABELA 17 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS UNIDADE B

DRE	2001	2002
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	3.074.164	3.662.904
(-) DEDUÇÕES DE RECEITAS	-265.745	-327.667
PIS	-19.982	-26.580
COFINS	-92.223	-109.839
ISS	-12.739	-31.387
ICMS	-140.802	-159.861
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.808.418	3.335.236
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-401.224	-391.461
(-) Depreciação		
(=) LUCRO BRUTO	2.407.194	2.943.775
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	-1.802.080	-2.291.779
Despesas com Vendas		
Despesas Administrativas	-856.102	-1.131.990
Despesas com Pessoal	-574.717	-732.410
Despesas Tributárias		
Depreciação	-371.261	-427.380
(=) LUCRO OPERACIONAL	605.114	651.996
Despesas Financeiras	-19.650	-35.497
Receitas Financeiras	638	927
Resultado Não-Operacional	-57.546	2.317
Resultado da Equivalência Patrimonial		
Outros Resultados Não-Operacionais		
LUCRO ANTES CS e IR	528.557	619.742
IR e Contribuição Social		
Lucro Líquido do Exercício	528.557	619.742

Fonte: Setor Contábil (2003)

Esta unidade apresentou lucro operacional nos anos de 2001 e 2002. Os custos incorridos foram inferiores às receitas geradas. A justificativa para tal resultado é a alta ocupação do hotel. Esta unidade obteve, nestes períodos, um percentual de ocupação médio de 75%.

TABELA 18 CAPITAL EMPREGADO ANUAL UNIDADE B

ITENS	2000	2001	2002
ATIVO CIRCULANTE			
Ativo Cíclico	64.924	326.744	339.233
Contas a Receber de Clientes e Cheques Devolvidos	64.924	174.228	184.717
Estoques			
Almoxarifado		32.921	46.190
Cartões de Crédito, Adiantamentos e Impostos a Recuperar		119.594	108.325
Ativo Errático	15.705	201.551	114.315
Caixa e Bancos	10.957	23.567	94.319
Aplicações Financeiras			
Impostos a Compensar			
Despesas Antecipadas	4.748	18.676	19.996
Numerários em Trânsito		159.309	
TOTAL DO ATIVO CIRCULANTE (1)	80.629	528.295	453.548
PASSIVO CIRCULANTE NÃO-ONEROSO			
Fornecedores	178.161	113.760	142.596
Financiamentos de Curto-Prazo			
Impostos, Taxas e Contribuições (PIS, Cofins e Iss.. a recolher)	9.696	25.577	30.027
Obrigações Sociais e Trabalhistas (INSS, FGTS, Salários)	18.629	31.977	36.979
Provisões Trabalhistas (Férias e 13o.)	4.199	30.964	51.573
Impostos (IR e CS)			
Dividendos a Pagar			
Numerários em Trânsito + Conta Corrente			431.231
TOTAL PASSIVO CIRCULANTE NÃO-ONEROSO (2)	210.685	202.277	692.405
CAPITAL EMPREGADO DE CURTO-PRAZO (3)=(1)-(2)	-130.056	326.018	-238.857
ATIVO PERMANENTE			
Investimento			
Leasing Operacional Capitalizado			
(-) Depreciação Acumulada do Leasing Capitalizado			
Imobilizado	6.944.884	7.386.789	8.991.225
(-) Depreciação Acumulada	-51.804	-388.815	-781.426
P&D Capitalizado			
M&P Capitalizado			
Treinamento Capitalizado			
Processos de Melhoria Capitalizado			
Desenvolvimento de Clientes Capitalizado			
Diferido	171.251	171.323	178.883
(-) Amortização Acumulada	-2.854	-37.104	-71.873
TOTAL DO PERMANENTE (4)	7.061.477	7.132.193	8.316.809
OUTROS ITENS DE BALANÇO			
Depósitos Judiciais			
Impostos a Recuperar (IR e CS)			
TOTAL DE OUTROS ITENS DE BALANÇO (5)			
OUTROS AJUSTES			
Provisão para Imposto (PIS e COFINS)			
Crédito de Acionista			
Perdas/(Ganhos) Não-Usuais Cumulativas			
TOTAL DE AJUSTES (6)			
TOTAIS DO ATIVO E CAPITAL EMPREGADO	6.931.421	7.458.210	8.077.952

Fonte: Setor Contábil (2003)

TABELA 19 LUCRO OPER. LÍQ. PÓS-IMPOSTOS-NOPAT UNID. B

ITENS	2001	2002
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	3.074.164	3.662.904
(-) DEDUÇÕES DE RECEITAS	-265.745	-327.667
PIS	-19.982	-26.580
COFINS	-92.223	-109.839
ISS	-12.739	-31.387
ICMS	-140.802	-159.861
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.808.418	3.335.236
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-401.224	-391.461
(-) Depreciação		
(-) Depreciação do Leasing Capitalizado		
(=) LUCRO BRUTO	2.407.194	2.943.775
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	-1.802.080	-2.291.779
Despesas com Vendas		
Despesas Administrativas	-856.102	-1.131.990
Despesas com Pessoal	-574.717	-732.410
Despesas Tributárias		
Depreciação	-371.261	-427.380
(-) Ajustes Econômicos		
Depreciação do Leasing Capitalizado		
Pagamento do Leasing Operacional (Sem a Parcela de Juros)		
Amortização de P&D		
Amortização de M&P		
Amortização de Gastos com Treinamento		
Amortização de Processo de Melhoria Capitalizado		
Amortização de Desenvolvimento de Clientes Capitalizado		
(+) Estorno da Parcela do Leasing Operacional		
(+) Estorno das Despesas Capitalizáveis		
(=) LUCRO OPERACIONAL	605.114	651.996
Despesas Financeiras		
Receitas Financeiras	638	927
Resultado Não-Operacional		
Resultado da Equivalência Patrimonial		
Outros Resultados Não-Operacionais		
LUCRO ANTES CS e IR	605.752	652.922
IR e Contribuição Social		
LL e LOP Pós-Impostos (NOPAT)	605.752	652.922

Fonte: Setor Contábil (2003)

TABELA 20 CÁLCULO DO EVA[®] UNIDADE B

SINAL	ITENS	2000	2001	2002
	LOP (NOPAT)		605.752	652.922
(/)	Capital Empregado*		6.931.421	7.458.210
(=)	ROCE		8,74%	8,75%
(-)	WACC		12,45%	13,34%
(=)	Spread		-3,71%	-4,58%
(*)	Capital Empregado	6.931.421	7.458.210	8.077.952
(=)	EVA [®]		(257.282)	(341.876)

(1) O EVA[®] do ano x, usa o Capital Empregado em 31/12/x-1.

Esta unidade também obteve EVA[®] negativo. O desempenho operacional (lucro operacional), diferentemente da outra unidade, foi positivo em ambos anos avaliados e em 2002 aumentou. O custo de capital foi levemente maior no segundo ano e houve um incremento no capital empregado.

Na avaliação da unidade, percebe-se a presença de lucro operacional, ou seja, os custos, sem ser considerado o custo de capital, foram inferiores às receitas geradas. Esta unidade estaria respeitando a principal premissa, tanto do EVA[®], quanto de qualquer outro indicador de performance, obter lucro operacional. Significa que a empresa consegue gerar receita suficiente para cobrir seus custos da operação (salários, matéria-prima e outros), porém, não o suficiente para suportar os custos de capital e, desejavelmente, obter lucro para os acionistas. As ações corretivas, nesse caso, estão mais voltadas para gerar um incremento marginal na receita ou ações para redução do capital empregado, ou ainda, através da redução do custo de capital. Observa-se que o custo de capital, obtido neste estudo, já está razoavelmente baixo para os padrões nacionais, o que dificulta uma redução significativa deste para os próximos anos.

3.7 Cálculo do EVA[®] unidade A e unidade B com custo de capital de 12%

TABELA 21 CÁLCULO DO EVA[®] UNIDADE A CUSTO DE CAPITAL 12%

SINAL	ITENS	2000	2001	2002
	LOP (NOPAT)		-438.646	-632.291
(/)	Capital Empregado*		7.259.727	6.821.080
(=)	ROCE		-6,04%	-9,27%
(-)	WACC		12,00%	12,00%
(=)	Spread		-18,04%	-21,27%
(*)	Capital Empregado	7.259.727	6.821.080	6.188.789
(=)	EVA [®]		(1.309.813)	(1.450.821)

(1) O EVA[®] do ano x, usa o Capital Empregado em 31/12/x-1.

TABELA 22 CÁLCULO DO EVA[®] UNIDADE B CUSTO DE CAPITAL 12%

SINAL	ITENS	2000	2001	2002
	LOP (NOPAT)		605.752	652.922
(/)	Capital Empregado*		6.931.421	7.458.210
(=)	ROCE		8,74%	8,75%
(-)	WACC		12,00%	12,00%
(=)	Spread		-3,26%	-3,25%
(*)	Capital Empregado	6.931.421	7.458.210	8.077.952
(=)	EVA [®]		(226.019)	(242.063)

(1) O EVA[®] do ano x, usa o Capital Empregado em 31/12/x-1.

Com a utilização do custo de capital de 12%, em ambos os casos, ocorre uma melhora no resultado EVA[®], porém, mais significativa no ano de 2002, por substituir um custo superior calculado através do método WACC de 13,34%.

3.8 Cálculo do EVA® com ajuste contábil

A tabela 23 e tabelas posteriores foram elaboradas para demonstrar o efeito de um ajuste contábil no resultado EVA®. O ajuste proposto foi o de um investimento em um treinamento aplicado para a equipe de atendimento ao público, recepção, central de reservas e executivas de contas. A intenção de se realizar este ajuste é a de demonstrar que, do ponto de vista econômico, as despesas com benefícios de longo prazo deveriam ser avaliadas como investimentos no negócio e, conseqüentemente, contabilizadas como custos de investimentos de capital, ao invés de serem lançadas como despesas do período corrente. O montante de capital investido no treinamento foi de R\$ 60.000,00 na unidade B. A tabela abaixo demonstra que esse valor de R\$ 60.000,00 será capitalizado e amortizado nos próximos cinco anos subseqüentes ao investimento.

TABELA 23 INVESTIMENTO EM TREINAMENTO CAPITALIZADO UNID.B

Gastos com Treinamento Capitalizado	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total de Despesas Capitalizadas no Ano	-60.000					
Amortização Annual						
2001		-12.000	-12.000	-12.000	-12.000	-12.000
2002						
Saldo Anual Capitalizado, em 31/12/ano x	-60.000	-48.000	-36.000	-24.000	-12.000	

TABELA 24 .. AJUSTE CAPITAL EMPREGADO ANUAL UNIDADE B

ITENS	2000	2001	2002
ATIVO CIRCULANTE			
Ativo Cíclico	64.924	326.744	339.233
Contas a Receber de Clientes e Cheques Devolvidos	64.924	174.228	184.717
Estoques			
Almoxarifado		32.921	46.190
Cartões de Crédito, Adiantamentos e Impostos a Recuperar		119.594	108.325
Ativo Errático	15.705	201.551	114.315
Caixa e Bancos	10.957	23.567	94.319
Aplicações Financeiras			
Impostos a Compensar			
Despesas Antecipadas	4.748	18.676	19.996
Numerários em Trânsito		159.309	
TOTAL DO ATIVO CIRCULANTE (1)	80.629	528.295	453.548
PASSIVO CIRCULANTE NÃO-ONEROSO			
Fornecedores	178.161	113.760	142.596
Financiamentos de Curto-Prazo			
Impostos, Taxas e Contribuições (PIS, Cofins e Iss.. A recolher)	9.696	25.577	30.027
Obrigações Sociais e Trabalhistas (INSS, FGTS, Salários)	18.629	31.977	36.979
Provisões Trabalhistas (Férias e 13o.)	4.199	30.964	51.573
Impostos (IR e CS)			
Dividendos a Pagar			
Numerários em Trânsito + Conta Corrente			431.231
TOTAL PASSIVO CIRCULANTE NÃO-ONEROSO (2)	210.685	202.277	692.405
CAPITAL EMPREGADO DE CURTO-PRAZO (3)=(1)-(2)	-130.056	326.018	-238.857
ATIVO PERMANENTE			
Investimento			
Leasing Operacional Capitalizado			
(-) Depreciação Acumulada do Leasing Capitalizado			
Imobilizado	6.944.884	7.386.789	8.991.225
(-) Depreciação Acumulada	-51.804	-388.815	-781.426
P&D Capitalizado			
M&P Capitalizado			
Treinamento Capitalizado		60.000	48.000
Processos de Melhoria Capitalizado			
Desenvolvimento de Clientes Capitalizado			
Diferido	171.251	171.323	178.883
(-) Amortização Acumulada	-2.854	-37.104	-71.873
TOTAL DO PERMANENTE (4)	7.061.477	7.192.193	8.364.809
OUTROS ITENS DE BALANÇO			
Depósitos Judiciais			
Impostos a Recuperar (IR e CS)			
TOTAL DE OUTROS ITENS DE BALANÇO (5)			
OUTROS AJUSTES			
Provisão para Imposto (PIS e COFINS)			
Crédito de Acionista			
Perdas/(Ganhos) Não-Usuais Cumulativas			
TOTAL DE AJUSTES (6)			
TOTAIS DO ATIVO E CAPITAL EMPREGADO	6.931.421	7.518.210	8.125.952

TABELA 25 AJUSTE LUCRO OPR. LÍQ. PÓS-IMPOSTOS UNID. B

ITENS	2001	2002
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	3.074.164	3.662.904
(-) DEDUÇÕES DE RECEITAS	-265.745	-327.667
PIS	-19.982	-26.580
COFINS	-92.223	-109.839
ISS	-12.739	-31.387
ICMS	-140.802	-159.861
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.808.418	3.335.236
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-401.224	-391.461
(-) Depreciação		
(-) Depreciação do Leasing Capitalizado		
(=) LUCRO BRUTO	2.407.194	2.943.775
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	-1.802.080	-2.291.779
Despesas com Vendas		
Despesas Administrativas	-856.102	-1.131.990
Despesas com Pessoal	-574.717	-732.410
Despesas Tributárias		
Depreciação	-371.261	-427.380
(-) Ajustes Econômicos		
Depreciação do Leasing Capitalizado		
Pagamento do Leasing Operacional (Sem a Parcela de Juros)		
Amortização de P&D		
Amortização de M&P		
Amortização de Gastos com Treinamento		-12.000
Amortização de Processo de Melhoria Capitalizado		
Amortização de Desenvolvimento de Clientes Capitalizado		
(+) Estorno da Parcela do Leasing Operacional		
(+) Estorno das Despesas Capitalizáveis	60.000	
(=) LUCRO OPERACIONAL	665.114	639.996
Despesas Financeiras		
Receitas Financeiras	638	927
Resultado Não-Operacional		
Resultado da Equivalência Patrimonial		
Outros Resultados Não-Operacionais		
LUCRO ANTES CS e IR	665.752	640.922
IR e Contribuição Social		
LL e LOP Pós-Impostos (NOPAT)	665.752	640.922

TABELA 26 CÁLCULO DO EVA[®] UNIDADE B

SINAL	ITENS	2000	2001	2002
	LOP (NOPAT)		605.752	652.922
(/)	Capital Empregado*		6.931.421	7.458.210
(=)	ROCE		9,74%	8,52%
(-)	WACC		12,45%	13,34%
(=)	Spread		-2,85%	-4,81%
(*)	Capital Empregado	6.931.421	7.518.210	8.125.952
(=)	EVA [®]		(197.282)	(361.879)

(1) O EVA[®] do ano x, usa o Capital Empregado em 31/12/x-1.

Como se percebe, o ajuste provocou uma redução significativa no valor negativo do EVA[®] no ano de 2001, o que significa uma melhora na performance. No ano de 2002 houve um pequeno acréscimo, que representa o início da amortização do investimento. Este ajuste, se feito anualmente gera um efeito positivo no EVA[®], logicamente que a empresa, para isso, deveria estar, em todos os anos, realizando investimentos. Com isso se evita que um grande investimento produza uma redução significativa no EVA[®], amortizando-o ao longo de alguns anos. Assim, os gerentes não seriam desestimulados a realizarem investimentos que, se contabilizados de outra forma, significariam uma redução no seu EVA[®] e na sua performance.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A idéia, que está por trás do EVA[®], fez-se presente no mundo dos negócios, já de longa data, entretanto, somente nos últimos anos tem sido implementada por um grande número de empresas. Líderes empresariais, no passado e no presente, tiveram conhecimento sobre EVA[®], porém, sem esta específica denominação.

O passo inicial, para a implantação do EVA[®] na empresa, precisa ser dado pelo seu presidente e diretores. O conceito deve estar fortemente enraizado nessa equipe gerencial, porque EVA[®] não significa somente um indicador de lucros, mas sim, uma mudança de comportamentos e atitudes. A empresa precisa ter um plano formal de implantação, que busque, como resultado, objetivos estratégicos, tais como a meta inicial de definir como e para que o EVA[®] será utilizado. Como será calculado o EVA[®], quais os ajustes contábeis serão realizados, se o custo do capital será definido por unidades ou único na corporação, se o sistema contábil necessita de alterações e qual a periodicidade de cálculo do EVA[®], são também, decisões estratégicas que devem ser estabelecidas como ponto de partida da implantação.

Um importante aspecto a ser considerado, e, talvez, o mais importante de todos, trata do plano de benefícios, atrelado aos resultados do EVA[®]. A simples medição do EVA[®], desconectada de uma remuneração por resultados EVA[®], retira desta, o fundamento essencial, que é incentivar e alinhar toda a equipe gerencial e os colaboradores a buscarem resultados, considerados verdadeiros lucros, aumentando o valor para os acionistas da empresa. Nessa meta estratégica, muitos pontos precisam ser definidos, tais como: quem participará inicialmente deste plano de benefícios, como será, gradualmente, expandido para os demais colaboradores e se os benefícios alcançados serão imediatamente repassados.

Como ponto finalizador deste roteiro de implantação, encontra-se toda a questão do treinamento e disseminação desse conceito EVA[®] pela empresa e, também, o modo como o EVA[®] será apresentado e explicado, o número de treinamentos por colaborador e um programa de manutenção para fixação e realimentação desse processo.

Nesse projeto ficaram ressaltados alguns importantes aspectos que envolvem e influem de forma significativa o resultado EVA[®]. O custo de capital demonstrou-se extremamente importante como elemento do cálculo do EVA[®]. Deve-se dar uma atenção especial quando de sua definição. Outro importante aspecto está relacionado aos ajustes contábeis, por alguns considerados necessários e, por outros, não tão relevantes.

Conforme descrito ao longo do trabalho, o EVA[®] em comparação a outros indicadores de desempenho, tem significativas vantagens e traduz, de forma bastante simplificada, a criação de valor. Entretanto, observa-se que nenhum indicador de performance consegue, isoladamente, atender e se aplicar a todas as situações de uma empresa.

No estudo de caso realizado, ambas unidades da rede de hotéis, obtiveram EVA[®] negativo (unidade A= -1.342.557,00 e unidade B= -257.282,00), independente de uma ter obtido lucro em suas operações e a outra prejuízo. Constata-se também que o EVA[®] foi mais negativo no segundo ano analisado (unidade A= -1.542.108,00 e unidade B= -341.876,00), o que significa que a empresa não está conseguindo melhorar seu desempenho.

O conceito EVA[®] demonstra, através deste estudo, sua grande utilidade como ferramenta de avaliação de performance. O acionista que o desconhece poderia estar se sentindo confortável com seu investimento na unidade B, que apresentou, nos dois anos, lucro em suas operações (2001= +605.752,00 e 2002= +652.922,00), porém, em nenhum ano EVA[®] positivo. Isto significa que, apesar do lucro operacional, está ocorrendo uma destruição de valor. O acionista não está sendo remunerado pelo seu investimento, não está recebendo o retorno mínimo sobre seu capital empregado.

A unidade A apresentou prejuízo operacional em ambos anos analisados (2001= -438.646,00 e 2002= -632.291,00) e EVA[®] negativo crescente. Esta unidade precisa receber atenção especial por parte da administração da rede. O primeiro passo, é a tentativa de reversão de prejuízo para lucro operacional. Da mesma forma, nesta análise individual da unidade A, o método EVA[®] demonstra seu benefício. O acionista poderia, desconhecendo o valor de EVA[®] negativo (2001= -1.342.557,00 e 2002= -1.542.108,00), considerar a situação de prejuízo operacional (2001= -438.646,00 e 2002= -632.291,00) uma situação momentânea ou não tão significativa.

No estudo realizado com a unidade B, onde se demonstrou o efeito de um ajuste contábil, houve uma redução significativa no valor negativo do EVA[®] no ano de 2001 (sem ajuste = -257.282,00 com ajuste = -197.282), o que significa uma melhora na performance. No ano de 2002 houve um pequeno acréscimo (sem ajuste = -257.282,00 com ajuste = -361.879), que representa o início da amortização do investimento. Este ajuste evita que um

grande investimento produza uma redução significativa no EVA[®] amortizando-o ao longo de alguns anos. Assim, os gerentes não são desestimulados a realizarem investimentos que, se contabilizados de outra forma, significariam uma redução no seu EVA[®] e na sua performance. Os ajustes contábeis, conforme citado acima, são importantes parâmetros no processo de implantação do EVA[®].

Persistindo o desempenho negativo destas unidades, é natural que os acionistas procurem alternativas de investimentos em que a taxa de retorno seja mais atrativa.

O EVA[®] provou ser uma excelente ferramenta, que alinha os objetivos e interesses da equipe gerencial com os dos acionistas, demonstrando através de um número, se a ação tomada agregou, ou destruiu valor. Esse resultado obtido, quando da sua utilização, justifica o conceito EVA[®] como a verdadeira chave para a criação da riqueza. O modelo de avaliação com base no indicador EVA[®] comprovou sua eficácia como forma de medir e comparar o desempenho econômico de unidades de uma rede de hotéis.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCÂNTARA, José C. G. Valuation. In: direção estratégica de finanças. São Paulo: Fgv, 2001.
- BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas, 1995.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 4. ed. United States of America: McGraw-Hill Book, 1991.
- COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. Avaliação de empresas " Valuation ". São Paulo: Makron Books, 2000.
- DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- EHRBAR, Al. EVA valor econômico agregado. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 3. ed. São Paulo: Atlas 1991.
- GITMAN, Lawrence J. O papel das finanças e do administrador financeiro. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1995.
- IUDÍCIBUS, Sérgio De, MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Ernesto Rubens Manual de contabilidade das sociedades por ações. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- MALVESSI, Oscar. Criação e destruição de valor ao acionista. Revista Conjuntura Econômica – FGV São Paulo: v.16, n.4, pp67-68 out/dez, 1996.
- MATARAZZO, Dante C. Análise financeira de balanços. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. Administração financeira. São Paulo: Atlas, 1995.
- SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila MBA Fundação Dom Cabral.
- SARDINHA, JOSÉ G. Eva. Apostila PDD Programa de Desenvolvimento de Gerentes Fundação Dom Cabral.
- TULLEY, Shawn. A chave da criação da riqueza. Revista Fortune, pp 24-32, setembro 1993.

YOUNG, S. David e O'BYRNE, Stephen F. *Eva and value-based management*. United States of America: McGraw-Hill Book, 2001.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - INPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (usado pelo BACEN). – Banco de dados agregados – <http://ibge.gov.br> – Acesso em 17 ago.2003

Relatório Trimestral Reliance - janeiro'2001. Rendimento do Brady Bond Brasileiro de Longo-Prazo (yield curve). www.reliance.com.br Acesso em 18 ago.2003

Costs of Capital by Industry Sector <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Acesso em

Ibbotson Associates - Variação % anual do Índice de Preços ao Consumidor - Forecast Annual Average 1999 to 2024.

Guilherme Dornas Fundação Dom Cabral Caderno de idéias CI0108 - The Economic Value Added and Brazil's Reality is the Wacc Calculation Reasonable for our Industries Ago 2001

YIN, Robert K. Estudo de Caso: planejamento e métodos, 2ª ed. Porto Alegre: Boockmann,2001.

Cervo e Bervian (1996)

Roesh

ANEXOS

Anexo 1
Estrutura Organizacional

