

# Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico

Norton Torres de Bastos

Recebida em outubro/98

Em geral, o desempenho dos bancos, tanto no Brasil quanto no exterior, é avaliado por meio de índices, como os de Retorno sobre o Total de Ativos (Lucro Líquido/Total de Ativos), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido), Índice Preço/Lucro (Valor de Mercado da Ação/Lucro Líquido por Ação), Índice Preço/Valor Patrimonial (Valor de Mercado da Ação/Patrimônio Líquido por Ação), Índice de Eficiência (Despesas com Pessoal + Administrativas/Resultado da Intermediação Financeira – Provisão para Devedores Duvidosos + Outros Resultados Operacionais), dentre outros.

Todos esses modelos de avaliação de desempenho tradicionais têm algumas características em comum: baseiam-se exclusivamente em dados contábeis, não incluem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos acionistas e não dão tratamento algum para o risco associado à incerteza com relação aos resultados futuros.

Com o objetivo de contornar essas deficiências, os grandes bancos mundiais têm adotado modelos de avaliação de desempenho baseados em criação de riqueza, capazes de sintetizar todas as considerações essenciais relativas a rentabilidade, risco e custo de oportunidade dos acionistas. No Brasil, com exceção do esforço pioneiro de alguns bancos, como o Unibanco, pouco tem sido desenvolvido nessa área de avaliação de desempenho de bancos.

O *Market Value Added* (MVA<sup>®</sup>) e o *Economic Value Added* (EVA<sup>®</sup>)\* são dois desses modelos que vieram para substituir os modelos tradicionais. Utilizando uma métrica alinhada com o objetivo máximo da criação de valor para o acionista, eles apresentam uma nova proposta de administração para nortear a tomada de decisões e motivar os seus empregados em direção a esse mesmo objetivo. Segundo G. Bennett Stewart, III, sócio da consultoria norte-americana Stern, Stewart & Co., responsável pela criação do EVA<sup>®</sup>, a adoção deste modelo tem o poder de fazer com que os administradores do banco ajam como se donos fossem (*making managers into owners*) (Stewart, III, 1991).

\* MVA<sup>®</sup> e EVA<sup>®</sup> são marcas registradas da Stern, Stewart & Co., New York.

Norton Torres de Bastos, Administrador de Empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, com MBA na *The University of Chicago*, Estados Unidos, é Superintendente de Riscos no conglomerado Unibanco.  
E-mail: norton.bastos@unibanco.com.br

## O MARKET VALUE ADDED — MVA<sup>®</sup>

O objetivo fundamental de qualquer investimento é a criação de riqueza para o investidor, e não é diferente quando se trata de um investimento em um banco. Na avaliação do desempenho histórico de um banco, a pergunta essencial que deve ser feita é se os seus administradores foram capazes de adicionar valor ao capital que os acionistas colocaram nele ou, alternativamente, se os administradores foram responsáveis pela destruição do capital que os acionistas investiram na instituição.

É importante ressaltar que nem sempre um aumento no preço de mercado das ações é resultado da criação de riqueza para os acionistas. A variação de preço pode advir tanto da criação (ou destruição) de riqueza quanto de um aumento (ou diminuição) de capital sem que tenha havido qualquer alteração de riqueza (Stewart, III, 1994). Se o objetivo é medir a criação de valor para os acionistas, faz mais sentido comparar o preço de mercado do banco com o valor total nele investido ao longo do tempo, subtraindo o segundo do primeiro. A essa diferença dá-se o nome de *Market Value Added* (MVA<sup>®</sup>).

O MVA<sup>®</sup> (figura 1) é definido como o prêmio de mercado acima (ou abaixo) do valor econômico do Patrimônio Líquido do banco (obtido por meio de ajustes nas informações contábeis e doravante referido como **Capital Econômico**).

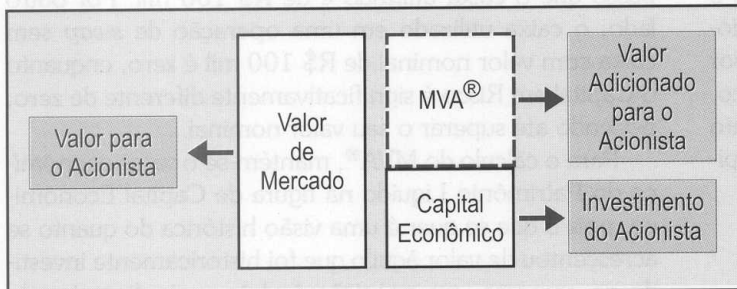


Figura 1: Market Value Added

O MVA<sup>®</sup> de um banco reflete a percepção do mercado em relação à sua capacidade de criar valor. Ele resume o valor que o mercado atribui às suas operações, à sua habilidade de alocar recursos, à sua administração, aos recursos humanos, materiais e tecnológicos de que dispõe e ao valor presente líquido dos seus projetos futuros e em andamento.

## O ECONOMIC VALUE ADDED — EVA<sup>®</sup>

Apesar de ser a melhor medida da criação de riqueza para os acionistas, o MVA<sup>®</sup> não é a ferramenta mais ade-

quada para medir o desempenho das unidades de negócios que compõem um banco. O principal motivo é que, em geral, não há como avaliar as unidades de negócios a preços de mercado, tornando impossível o cálculo do MVA<sup>®</sup>. Outro motivo é o fato de o preço das ações de um banco apresentar volatilidade sistemática de mercado, o que nada tem a ver com os seus fundamentos econômicos e acaba por interferir na avaliação do seu desempenho, uma vez que as oscilações de preços de mercado são alheias ao controle e aos méritos dos seus administradores.

A medida mais indicada para a avaliação de desempenho interno de um banco é o EVA<sup>®</sup> (figura 2), definido como a diferença entre o lucro efetivo, sem a influência de eventos extraordinários ou de convenções contábeis que não reflitam a realidade econômica da instituição (doravante

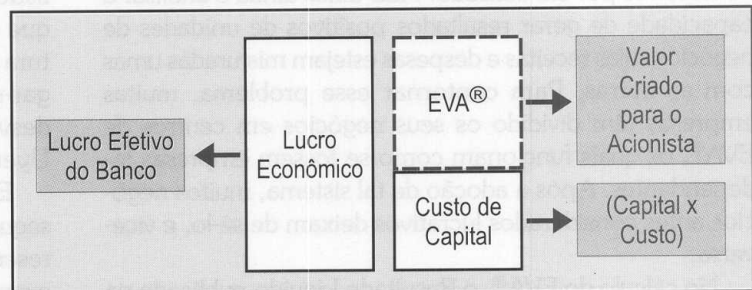


Figura 2: Economic Value Added

referido como **Lucro Econômico**), e o Custo de Capital necessário para obtê-lo.

Ao somar o valor presente dos EVA<sup>®</sup> projetados para os anos futuros, obtém-se o melhor estimador do MVA<sup>®</sup>. Uma empresa capaz de gerar EVA<sup>®</sup> positivos, ano após ano, provavelmente verá o seu MVA<sup>®</sup> crescer, enquanto outra que apresente EVA<sup>®</sup> negativos com certa freqüência pode estar com dificuldade para desenvolver projetos com valor presente líquido positivo, o que cedo ou tarde se refletirá na queda do seu MVA<sup>®</sup>. Uyemura, Kantor & Pettit (1996) concluem que, dentre as várias medidas de desempenho (Lucro Líquido, Lucro por Ação, Retorno sobre Patrimônio Líquido, Retorno sobre os Ativos e EVA<sup>®</sup>) aplicadas sobre uma amostra de cem bancos norte-americanos, o EVA<sup>®</sup> é a que mais fortemente se correlaciona com o MVA<sup>®</sup>.

Ao contrário do MVA<sup>®</sup>, que exige o conhecimento do preço de mercado do investimento a ser avaliado, o EVA<sup>®</sup> parte de informações contábeis e projeções econômicas, ajustadas de forma a minimizar distorções conceituais e melhor distribuir receitas e despesas no tempo.

É importante ressaltar que o EVA<sup>®</sup> é uma ferramenta *top-down* (Uyemura, 1997), ou seja, ele parte dos números consolidados do banco em direção às unidades que o

compõem. Ao contrário dos modelos *bottom-up*, mais próximos das operações realizadas pela instituição, os modelos *top-down* são mais precisos na análise consolidada dos números. Se o objetivo for caminhar até o nível das operações, o EVA<sup>®</sup> dependerá de mecanismos muito precisos de alocação de resultados e capital entre as unidades e subunidades do banco.

O EVA<sup>®</sup> é uma maneira de medir a verdadeira lucratividade do banco, e o que ele traz de novo é a confrontação do retorno com o custo de capital necessário para gerá-lo. Muitas empresas, ou mesmo unidades de negócios dentro delas, desconhecem o custo do capital mobilizado nas suas operações.

É impossível saber se a operação está sendo capaz de cobrir os custos e adicionar valor para o acionista sem antes considerar o montante e o custo de capital próprio e de terceiros por ela utilizado. Mais difícil ainda é analisar a capacidade de gerar resultados positivos de unidades de negócios cujas receitas e despesas estejam misturadas umas com as outras. Para contornar esse problema, muitas empresas têm dividido os seus negócios em centros de EVA<sup>®</sup>, os quais funcionam como se fossem empresas independentes. Após a adoção de tal sistema, muitos negócios antes considerados lucrativos deixam de sê-lo, e vice-versa.

No cálculo do EVA<sup>®</sup>, o Resultado Líquido publicado na Demonstração de Lucros e Perdas é ajustado de maneira a transformar os critérios contábeis em Lucro Econômico. Em seguida, subtrai-se do Lucro Econômico o custo do capital necessário para gerá-lo. Da mesma forma que o resultado contábil, também o capital investido pelos acionistas parte de informações contábeis que passam por vários ajustes até que se obtenha o Capital Econômico. Os principais ajustes, tanto ao Lucro Econômico quanto ao Capital Econômico, serão comentados em outro tópico mais adiante.

## EVA<sup>®</sup> PARA INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Basicamente, existem duas maneiras de calcular o EVA<sup>®</sup>. A primeira, mais adequada para empresas não financeiras, utiliza a soma do Patrimônio Líquido contábil e do passivo não-operacional referente a fontes permanentes de financiamento para a empresa como a base para o cálculo do Capital Econômico. No entanto, a realidade dos bancos exige uma forma alternativa para se chegar ao Capital Econômico. Os recursos captados pelo banco originam-se, principalmente, de depósitos à vista e a prazo de clientes e de financiamentos recebidos de outros bancos ou agências governamentais, e fazem parte da sua operação. Não há no banco a figura de um parceiro capitalista a conceder um empréstimo e ocupar um lugar permanente em sua estrutura de capital.

Além disso, as instituições financeiras participam de operações que as expõem fortemente a riscos de flutuações de preços (Risco de Mercado) e de não cumprimento das obrigações de uma contraparte em uma transação (Risco de Crédito), dentre outros, fazendo com que sejam obrigadas a manter reservas de capital tanto para a garantia contra eventuais perdas quanto para o cumprimento de exigências de capital mínimo por parte dos reguladores. Essas reservas determinarão, em última instância, o tamanho do capital que a instituição financeira deverá manter, o qual terá de ser proporcional ao risco que ela corre em seus negócios financeiros. Portanto, para o cálculo do Capital Econômico que aparece no denominador do EVA<sup>®</sup> de instituições financeiras, o valor econômico do Patrimônio Líquido cede lugar ao Capital em Risco, um conceito probabilístico que tem por objetivo medir o valor econômico que pode ser perdido em decorrência de uma conjuntura econômica adversa. Uma forma alternativa de chegar-se ao Capital Econômico é por meio do cálculo do desvio padrão do Lucro Econômico, como descreve Uyemura (1997).

Existem operações no mercado financeiro que nem sequer utilizam caixa, mas ocupam parte substancial das reservas econômicas do banco. Considere-se, a título de exemplo, um investimento de R\$ 100 mil em títulos do governo de curto prazo. O risco de uma conjuntura adversa de preços afetar o valor desse investimento é irrisório e, portanto, o seu Capital em Risco é próximo de zero, ao passo que o caixa utilizado é de R\$ 100 mil. Por outro lado, o caixa utilizado em uma operação de *swap* sem caixa com valor nominal de R\$ 100 mil é zero, enquanto o Capital em Risco é significativamente diferente de zero, podendo até superar o seu valor nominal.

Para o cálculo do MVA<sup>®</sup>, mantém-se o valor econômico do Patrimônio Líquido na figura de Capital Econômico, pois o que se quer é uma visão histórica do quanto se acrescentou de valor àquilo que foi historicamente investido na empresa, em oposição à visão mais dinâmica do EVA<sup>®</sup>, em que o Capital Econômico deve contemplar a realidade atual dos riscos aos quais o banco está exposto nos seus negócios.

## O EVA<sup>®</sup> COMO FERRAMENTA DE GESTÃO ESTRATÉGICA DE CAPITAIS

Um dos obstáculos apresentados pela maioria dos modelos de alocação de capitais e de avaliação de desempenho é a complexidade dos conceitos matemáticos envolvidos, de difícil compreensão e interpretação para muitos executivos. Para que o banco consiga maior envolvimento dos executivos com seus objetivos corporativos, é conveniente que as decisões estratégi-

cas de capitais se baseiem em um conceito de fácil entendimento, capaz de direcionar as decisões de forma inequívoca.

O EVA<sup>®</sup> é uma ferramenta de extrema utilidade para a gestão estratégica de capitais dos bancos. Tem a capacidade de resumir as oportunidades de negócios, bem como os riscos a elas associados, e servir como indicador único de desempenho econômico do banco, em torno do qual os esforços de todas as unidades vão se aglutinar. Serve de base única para Avaliação de Desempenho, Planejamento da Estrutura de Capitais e Programas de Remuneração Variável. Com ele, o banco passa a contar com uma linguagem homogênea, facilitadora do processo de planejamento estratégico, pois proporciona melhor entendimento das oportunidades de negócios (Stewart, III, 1991).

### OS QUATRO PILARES DO EVA<sup>®</sup>

Tanto o MVA<sup>®</sup> quanto o EVA<sup>®</sup> são importantes para as análises interna e externa do desempenho econômico dos bancos. Os dois modelos são capazes de traduzir a realidade complexa das instituições financeiras quanto à capacidade de gerar valor econômico. No entanto, dos dois só o EVA<sup>®</sup> tem a capacidade de indicar onde algum valor adicional pode ser criado (ou está sendo destruído) para os acionistas, pela análise dos seus quatro pilares básicos (figura 3), os *value drivers*. Cada um desses pilares sugere uma forma de aumentar a eficiência do banco no processo de criação de valor. São eles:

- **Operacional** — aumentar o retorno para a mesma base de capital por meio de corte de custos, aumento de lucros ou economia de impostos.
- **Financeiro** — reduzir o Custo de Capital.
- **Investimento** — investir capital adicional em projetos com valor presente líquido positivo.
- **Racionalização** — desinvestir Capital de projetos com valor presente líquido negativo.

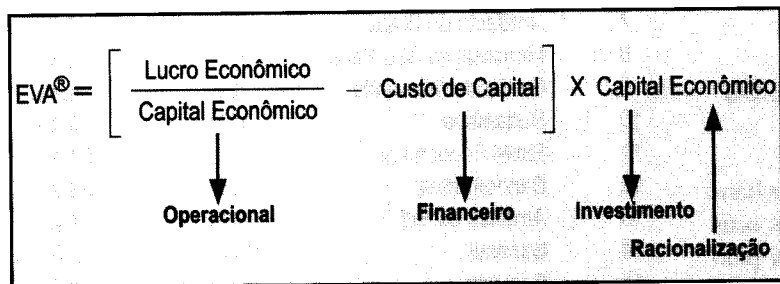


Figura 3: Os Quatro Pilares do EVA<sup>®</sup>

### CÁLCULO DO EVA<sup>®</sup> PARA BANCOS

O cálculo do EVA<sup>®</sup> para bancos exige algumas adaptações. Merecem cuidado especial os ajustes nas contas de provisões para perdas, ativos diferidos cujos benefícios sejam permanentes e resultados extraordinários (Dickson *et alii*, 1996). A seguir, cada um desses ajustes é explicado em detalhe.

Ao estabelecer uma provisão para perdas de qualquer natureza, lança-se uma despesa a reduzir o Patrimônio Líquido e cria-se uma conta de provisão, que pode ser uma conta de ativo com sinal negativo (conta redutora de ativo) ou uma conta de passivo. Dessa forma, antecipa-se no balanço corrente o valor esperado das perdas para o futuro. Quando elas efetivamente ocorrem, são deduzidas do montante da provisão. No cálculo do EVA<sup>®</sup>, procura-se tratar as perdas dos bancos de uma forma econômica mais adequada, substituindo a expectativa de perdas futuras pelas perdas ocorridas durante o exercício. Para tanto, ajusta-se a Demonstração de Resultados, retornando os valores das despesas para a constituição das provisões livres (provisões não vinculadas a perdas já reconhecidas) e substituindo-os pelos efetivos valores (despesas ou receitas) lançados contra as provisões durante o exercício corrente.

Um ativo diferido cujos benefícios para o banco sejam permanentes deve ser capitalizado em vez de amortizado. Em geral, esses ativos diferidos são relacionados a operações de fusões e aquisições. Ajusta-se a Demonstração de Resultados, retornando o valor da amortização desse diferido com benefícios permanentes ao resultado do exercício, após o efeito de Imposto de Renda.

Resultados Extraordinários devem-se a fatores esporádicos, alheios ao controle e ao mérito da direção executiva da empresa. Na análise de valor econômico, os lucros ou as perdas extraordinários lançados no período, após o efeito de Imposto de Renda, são retornados à Demonstração de Resultados (subtrai-se os lucros e adiciona-se os prejuízos).

Como já foi dito, as instituições financeiras devem utilizar o Capital em Risco, e não o valor econômico do Patrimônio Líquido, como base de Capital Econômico sobre a qual o acionista deverá receber a sua remuneração de capital. Acontece que os bancos brasileiros ainda estão no processo de criação das suas áreas de risco, e ainda não são capazes de atribuir um Capital em Risco (consolidando Risco de Crédito, Risco de Mercado e Risco Operacional) às suas operações, muito menos de o ratear entre as suas unidades e subunidades. Resta-lhes a alternativa de utilizar o capital exigido pelo Banco Central do Brasil em cumprimento ao Acordo de Capitais da Ba-

silêcia (doravante referido como **Capital da Basiléia**), o qual estabelece o capital mínimo que um banco deve manter para se garantir contra perdas de crédito.

De forma resumida, o Capital da Basiléia corresponde à soma dos ativos do banco ponderados por fatores de risco de crédito estabelecidos pelo Banco Central para cada tipo de ativo. Em seguida, o ativo ponderado é multiplicado por um fator de exigência mínima de capital também determinado pelo Banco Central. Portanto, o custo de capital que deve ser colocado na base da fórmula de cálculo do EVA<sup>®</sup> é a multiplicação do Capital da Basiléia pelo custo de oportunidade para o acionista de um investimento com risco similar.

### CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL DO BANCO

Em geral, os bancos de países desenvolvidos utilizam o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), modelo abordado em vasta bibliografia de administração financeira, para o cálculo do custo de capital. O CAPM estabelece que o custo de capital compatível com um investimento no banco objeto de análise será proporcional ao seu risco, e será dado por:

$$\bar{r}_b = r_f + \beta_b(\bar{r}_M - r_f)$$

onde:

$r_b$  = retorno esperado do banco;

$r_f$  = retorno do ativo sem risco;

$\beta_b$  = coeficiente beta do banco com relação ao mercado;

$r_M$  = retorno esperado do mercado.

Uma abordagem mais aprofundada do CAPM está fora do escopo deste texto (ver Stewart, III, 1991).

A história recente de fortes oscilações nos preços de mercado das ações no Brasil desencoraja a utilização do CAPM. De início, os preços das ações brasileiras, deprimidos por vários anos, conheceram enormes valorizações. Mais recentemente, em virtude da crise econômica mundial, apresentaram quedas vertiginosas. É necessária outra forma para se chegar ao custo de oportunidade para os acionistas, compatível com a realidade brasileira. A alternativa mais comumente adotada é a da rentabilidade dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI), após o efeito de Imposto de Renda, como exigência mínima de rentabilidade para o acionista.

### RANKING DOS MAIORES MVA<sup>®</sup> E EVA<sup>®</sup> ENTRE OS BANCOS BRASILEIROS

Os dados constantes nas tabelas 1 e 2 indicam os bancos que foram capazes de criar maior valor para os seus acionistas, dentre os 16 maiores bancos brasileiros pelo critério de Patrimônio Líquido (balanços de 31 de dezembro de 1997). Os valores são apenas ilustrativos, uma vez

**Tabela 1**

#### MVA<sup>®</sup> dos 16 Maiores Bancos Brasileiros

Posição	Banco	MVA <sup>®</sup> em 31/12/97	
		RS MM	Porcentagem do Capital Econômico
1	Bradesco	5.207	94,3
2	Itaubanco	2.882	67,0
3	Unibanco	1.736	60,7
4	Excel Econômico	200	38,4
5	Besc	(167)	-56,5
6	Boavista	(182)	-35,9
7	Bandeirantes	(239)	-68,1
8	Santander/Noroeste	(309)	-57,5
9	América do Sul	(391)	-66,2
10	Sudameris	(397)	-54,6
11	Real	(450)	-40,8
12	Banrisul	(462)	-92,4
13	Mercantil de São Paulo	(493)	-48,8
14	Nordeste do Brasil	(603)	-69,6
15	Banespa	(2.311)	-57,6
16	Brasil	(3.897)	-39,9

**Tabela 2**

#### EVA<sup>®</sup> dos 16 Maiores Bancos Brasileiros

Posição	Banco	EVA <sup>®</sup> em 1997	
		RS MM	Porcentagem do Capital Econômico
1	Banespa	1.371	38,0
2	Itaubanco	497	23,5
3	Bradesco	384	12,9
4	Unibanco	145	8,2
5	Real	91	11,0
6	Besc	10	7,1
7	Nordeste do Brasil	(14)	-3,2
8	Mercantil de São Paulo	(24)	-6,3
9	Santander/Noroeste	(25)	-6,4
10	Sudameris	(27)	-5,4
11	Excel Econômico	(94)	-24,1
12	Bandeirantes	(170)	-53,2
13	América do Sul	(220)	-61,2
14	Banrisul	(224)	-32,8
15	Boavista	(413)	-112,6
16	Brasil	(819)	-11,7

que se baseiam em modelos simplificados, construídos a partir de dados publicamente disponíveis (Economática). O custo de capital utilizado foi a taxa dos CDI acumulados para 1997, líquido de Imposto de Renda Retido na Fonte à alíquota de 20%, perfazendo um percentual anual de 19,7%.

## CONCLUSÃO

Apesar de ainda não terem sido descobertos pela maioria dos bancos brasileiros, tanto o MVA<sup>®</sup> quanto o EVA<sup>®</sup> têm o potencial de causar grande revolução nos métodos

de avaliação de desempenho passado e de análise de valor dessas instituições. Devido ao dinamismo dos mercados financeiros modernos, em que a norma geral é avaliar os ativos a preços de mercado, o MVA<sup>®</sup> pode ser uma ferramenta de extrema eficiência para a gestão dos bancos, marcando a mercado a própria eficiência de gestão da instituição. O EVA<sup>®</sup> e seus quatro pilares ajudam a identificar os pontos a serem focados na estratégia de criação de valor, além de permitirem uma visão departamentalizada do processo de criação ou de destruição de valor na instituição. ♦

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DICKSON, H.C.; REEVES, J.; GAINEY, P.H.; GOLDBERG, J.M. *EVA<sup>TM</sup> & bank stock valuation — a definitive guide to using EVA<sup>TM</sup> and MVA for bank stock valuation and analysis*. New York, Smith Barney, Dec. 1996. [Relatório Técnico]

STEWART, III, G. Bennett. *The quest for value*. New York, Harper Business, 1991.

\_\_\_\_\_. EVA<sup>TM</sup>: fact and fantasy. *Journal of Applied*

*Corporate Finance*, v.7, n.2, Summer 1994.

UYEMURA, D.G. EVA<sup>TM</sup>: a top-down approach to risk management. *The Journal of Lending & Credit Risk Management*, v.79, n.6, Feb. 1997.

UYEMURA, D.G.; KANTOR, C.C.; PETTIT, J.M. EVA<sup>TM</sup> for banks: value creation, risk management and profitability measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.9, n.2, Summer 1996.

**inspiração**

**A administração eficaz  
concretiza-se em ações,  
mas começa com idéias.**

*A Rausp está voltada à disseminação de pesquisas e idéias que agreguem valor ao trabalho de acadêmicos e praticantes de Administração.*

**Assine a Rausp**

Para informações ligue (11) 818-5922 ou 814-5500

<http://www.usp.br/feal/adm/rausp/p1.htm>