

**Comparação do “*Economic Value Added*”TM no Padrão Contábil *USGAAP* e *IFRS*:
O Estudo de Caso da Vale S.A.**

LUCAS AMORIM VILAS BOAS

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo

BRUNO MEIRELLES SALOTTI

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo

Resumo

O presente trabalho investiga impacto dos diferentes padrões contábeis *International Financial Reporting Standards (IFRS)* e *United States Generally Accepted Accounting Principles (USGAAP)* no *Economic Value Added*TM para a Vale S.A., avaliando a grandeza das diferenças existentes, causas das mesmas e possíveis itens que, por serem potenciais geradores de desalinhamento entre os padrões, mereçam ajustes subsequentes ou cautela do analista. Para tal, a métrica foi calculada tanto de maneira básica, sem ajustes contábeis, quanto, como recomenda a metodologia, realizando, na medida da disponibilidade de informações, os ajustes aplicáveis, donde subsequentemente foram avaliadas as diferenças em cada um dos ajustes realizados, bem como conta a conta fazendo uso da nota de reconciliação, por meio da qual se rastrearam os fatores de negócios e políticas contábeis alteradas. Os resultados, consistentes com a literatura anterior, mostram que os ajustes contábeis aproximaram os *Economic Value Added*TM aferidos, ou seja, aproximaram as representações contábeis a um denominador comum, embora isto não tenha se dado de maneira imperativa. Ainda, os resultados indicam também que, embora levemente menores no *USGAAP*, os *Economic Value Added*TM não destoam significativamente no cálculo agregado e que nos componentes esses impactos são, em geral, também pouco destoantes, mas, sobretudo, consistentes conta a conta, ou seja, não há grandes efeitos opostos que se anulem no agregado. Entretanto, em alguns pontos da análise, o trabalho sugere a possibilidade de ajustes *a posteriori*, na disponibilidade de informação adicional, ou cautela para possíveis distorções remanescentes. As conclusões obtidas são sugestivas e alinhadas com evidências de outras pesquisas empíricas mais gerais, mas generalizações devem ser tomadas com cautela, dada a metodologia de estudo de caso que se adota no desenvolvimento.

Palavras chave: *Economic Value Added*TM, *International Financial Reporting Standards*, *United States Generally Accepted Accounting Principles*.

1 INTRODUÇÃO

O conflito de agência, proposto por Jensen e Meckling (1976), demanda o emprego de métricas para que fomentem a criação de valor e possam refleti-la (BEBCHUK; FRIED, 2003). Muitas das métricas que sugeriram para isso são fundamentadas no paradigma marshalliano do *residual income* (CWYNAR, 2009), sendo uma de grande destaque: a *Economic Value Added*TM, *EVA*TM (VENANZI, 2012).

*EVA*TM e outras métricas desse paradigma utilizam demonstrações contábeis para subsidiar a representação do fenômeno econômico, embora este seja inafetado pela escolha contábil. Assim, Stewart (1991) e outros autores propõem princípios gerais que as demonstrações financeiras devem seguir para adequado subsídio no domínio de sua metodologia, implicando uma série de ajustes para desfazer escolhas ou padrões contábeis que deles se desviem.

Apesar da intenção, na prática, esses ajustes podem não ser completos, e muitas vezes não o são (PALEPU; HEALY, 2013). Assim, torna-se pertinente avaliar o impacto das escolhas e padrões contábeis em métricas como o *EVA*TM, inclusive o impacto residual após os ajustes tentativos.

Esses estudos foram realizados para casos no mercado americano, testando, na maioria das vezes, a relevância dos ajustes já consagrados para o padrão *United States Generally Accepted Accounting Principles (USGAAP)*, por meio da comparação entre a capacidade explicativa de retornos acionários dos *EVA*TMs neles baseados e dos *EVA*TMs os desconsiderando.

Com a recente expansão internacional do padrão *International Financial Reporting Standards (IFRS)* e das novas práticas trazidas pelo mesmo, é oportuno avaliar como ele impacta o cálculo do *EVA*TM, em comparação com o mesmo calculado no padrão *USGAAP* (pois a literatura de ajustes a este destinada faz dele a referência para a métrica *EVA*TM). Assim, a pergunta de pesquisa que emerge naturalmente é: o *EVA*TM calculado sobre o *IFRS* difere do calculado sobre o *USGAAP*? Se sim, o que motivaria essas diferenças?

Para respondê-la, esse trabalho objetiva comparar o *EVA*TM calculado sobre *USGAAP* e *IFRS* desajustados, avaliando as principais diferenças iniciais, e, subsequentemente, compará-los de modo ajustado, averiguando, vis-à-vis às mudanças das práticas contábeis em cada padrão, quais foram os itens de mudança com maior influência. Essa análise sugerirá aos analistas possíveis ajustes que deveriam ser implementados a posteriori ou, na ausência de informações adicional que possibilitem fazê-los, deixá-los cientes de possíveis vieses residuais em seus cálculos, o que indicaria adotar cautela.

Esse objetivo é cumprido por meio da avaliação vertical de demonstrativos expressos numa mesma moeda e apresentados tanto em *USGAAP* quanto em *IFRS*. Essa situação, no universo das empresas brasileiras, ocorre de maneira muito pouco frequente. A Vale S.A. (em publicações referentes a 2011 e 2012) foi a única empresa brasileira identificada nessa situação e com demonstrativos públicos, o que a torna objeto desse trabalho de estudo de caso.

A relevância desse trabalho decorre da contribuição ao amadurecimento da métrica *EVA*TM na perspectiva das escolhas e padrões contábeis, especialmente aproximando desse tema o *IFRS*, padrão pouco explorado no contexto específico do *EVA*TM e de crescente adoção, fazendo tal conhecimento valioso a gestores e analistas que com ele lidam.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Introdução ao EVA^{TM}

Economic Value AddedTM, EVA^{TM} , é uma marca registrada da consultoria Stern Stewart. Esse conceito calcula o *residual income* partindo da perspectiva de todos os provedores de capital da empresa, ou seja, deduz dos ganhos disponíveis a acionistas e credores (lucro operacional depois do imposto de renda, *NOPAT*, no caso) o custo de oportunidade obtido pelo produto do capital investido (*Invested Capital*) por acionistas (patrimônio líquido) e credores (financiamentos) com o custo médio ponderado de capital (*WACC*).

Matematicamente, adota-se a seguinte fórmula básica:

$$EVA_t^{TM} = NOPAT_t - Invested\ Capital_{t-1} * WACC_t$$

Como veremos a seguir, os valores adotados na fórmula acima partem dos demonstrativos contábeis, mas estes não são adotados de maneira estrita.

2.2 EVA^{TM} e a dependência da divulgação contábil

Stewart (1991) apresenta a métrica EVA^{TM} como blindada ao padrão e à escolha contábil, dado o fato de ela representar a realidade econômica, que independe da contabilidade. O autor defende esse ponto de vista pois o EVA^{TM} inovou, diante de outras métricas do paradigma *residual income*, em ajustar os demonstrativos contábeis ao que chama de “perspectiva econômica”, para, apenas então, serem realizados os cálculos.

Palepu e Healy (2007) reconhecem que o ajuste contábil, de maneira geral, possibilita colocar outra perspectiva ao fato econômico que as demonstrações querem retratar, mas que esse retrato ajustado dificilmente consegue ser tão bem reconstituído quanto se queira, e que existem limitações práticas a tal tarefa, de maneira que não seria plenamente possível relevar a paradigmática “visão econômica” vislumbrada pelo EVA^{TM} .

McIntyre (1999) realiza uma crítica mais contundente e aponta que rotular aquilo que seria “visão econômica” de maneira irrestrita e absoluta é uma imposição unilateral e, na prática, comercial, dado que outro pode ter um entendimento diferente do que seria essa visão ou ela não pode ser válida em determinados casos, os quais o autor explora em seu artigo. Na prática, a ciência contábil buscou fazer essa representação de maneira cada vez mais adequada e reconhece que não existe um padrão único e livre de problemas, postura essa que, segundo o autor, parece mais sensata.

Nesse trabalho, é assumido que a “visão econômica” do EVA^{TM} é adequada, mas que a eficácia dos ajustes pode não ser plena em revelá-la.

2.3 Princípios da visão econômica do EVA^{TM}

Na perspectiva econômica do EVA^{TM} , o valor patrimonial dos demonstrativos deve considerar (i) todos e apenas os ativos existentes (mas não os decorrentes das oportunidades crescimento futuro, como o *goodwill*); (ii) englobando os recursos efetivamente empregados na operação (ou seja, estruturas como *leasings* operacionais não devem desativar recursos) e (iii) sendo eles mensurados com base em desembolso de caixa histórico (sem influência de mercado e valor justo, como no *impairment*) (STEWART, 1991);(YOUNG; O’BYRNE, 2000).

Custos e despesas, por sua vez, (i) devem refletir aquilo que foi sacrificado para a criação da receita corrente (não sendo, portanto, o caso de gastos com pesquisa e desenvolvimento) e (ii) não devem gerar benefício econômico futuro (pois seriam ativados) (STEWART, 1991);(YOUNG; O'BYRNE, 2000).

O objetivo desses princípios é medir quão bem os gestores estão conseguindo extrair benefícios periódicos do capital que aplicaram e não necessariamente fazer a melhor retrato patrimonial. Essa estrutura é capaz de informar se os investimentos então existentes estão sendo rentabilizados de forma satisfatória, como eles evoluirão e quão satisfatórios serão os investimentos futuros, sendo esses, sim, insumos relevantes à avaliação patrimonial (DAMODARAN, 2007).

2.4 Ajustes contábeis em USGAAP na metodologia EVATM

São diversas as considerações e ajustes contábeis sobre as demonstrações em USGAAP para que sejam atendidos referidos princípios - da ordem de 150, segundo Heisinger (2009). Ainda segundo Heisinger (2009), na prática, entretanto, estes costumam estar limitados a 15 - embora este autor não os tenha listado. Sobre alguns temas contábeis, no entanto, sequer existe unanimidade de tratamento do ajuste (YOUNG; O'BYRNE, 2000). Todos esses fatos motivam a avaliação da empírica da relevância dos mesmos, o que será apresentado seção seguinte.

A tabela abaixo nomeia as principais considerações e ajustes contábeis elencados na literatura sobre o tema, e indica aquelas correções que são mais enfatizadas.

Tabela 1 - Literatura sobre principais considerações e ajustes contábeis

Considerações e ajustes contábeis	Damodaran	Young e O'Byrne	Grant
Capitalização de despesas como P&D, investimentos em marca, capacitação de pessoas etc.	√	√	√
Capitalização de leasings e contratos similares	√	√	√
Reversão de <i>impairment</i> e baixa de (parte de) investimentos mal sucedidos ou incertos antes do término dos projetos (<i>unsuccessful efforts accounting</i>)	√	√	√
Padronização ou capitalização de despesas pontuais, sazonais em período maior que um ano, muito voláteis ou que mudem constantemente de sinal	√	√	√
Coerência no tratamento de controladas e coligadas	√	√	
Imposto diferido		√	√
Provisão para créditos de liquidação duvidosa		√	√
Ajustar depreciação para método do <i>sinking fund</i>		√	

Fonte: Damodaran (2007); Young; O'Byrne (2000); Grant (2003); tabulação elaborada pelo autor.

2.5 Relevância empírica dos ajustes

Anderson, Bey e Weaver (2004), contrastaram empiricamente o EVATM calculado com e sem os ajustes apontados na literatura. O artigo conclui que o efeito dos ajustes é muito instável tanto empresa por empresa quanto no nível agregado, fazendo com que não seja sólida a defesa

dos mesmos. Além disso, existe uma grande correlação entre o EVA^{TM} ajustado e não ajustado. Esses motivos fazem os autores nomearem seu artigo de: “*Economic Value Added® Adjustments: Much to Do About Nothing?*”.

Biddle, Bowen e Wallace (1997), em um estudo empírico contrastando a capacidade informacional e explicativa de retornos por parte do EVA^{TM} e do lucro líquido, indicam também que o ganho decorrente dos ajustes contábeis é marginalmente importante e não parece guardar fundamento econômico, visto, ainda, trabalho necessário para implementá-los.

Assim, em linha com a constatação de Heisinger (2009), o importante não parece ser o número de ajustes, mas sim a consciência dos princípios que os fundamentam, para que sejam aplicados apenas aqueles relevantes ao caso em questão.

2.6 Desdobramentos analíticos e avaliação crítica do EVA^{TM}

Uma vez avaliada a maneira segundo a qual devem estar expressas as demonstrações financeiras substratos de cálculo do EVA^{TM} , pode ser aprofundado seu conceito.

Revisão de fórmulas e seus desdobramentos

$$EVA_t^{TM} = NOPAT_t - Invested\ Capital_{t-1} * WACC_t$$

$$= Invested\ Capital_{t-1} * (ROIC_t - WACC_t), \text{ sendo } ROIC_t = \frac{NOPAT_t}{Invested\ Capital_{t-1}}$$

$$= Beginning\ Invested\ Capital_t * (ROIC_t - WACC_t)$$

, onde:

- $NOPAT$, *Net Operating Profit After Taxes*, é um ganho periódico e equivale ao lucro operacional líquido de imposto;
- $Invested\ Capital$ equivale ao capital aplicado por acionistas e credores;
- $WACC$ equivale ao custo médio ponderado de capital, depois do imposto;
- $ROIC$, *Return on Invested Capital*, é a métrica de retorno inerente à metodologia.

As variáveis $NOPAT$ e capital aplicado são obtidas por meio dos demonstrativos financeiros ajustados como segue:

$$\bullet\ NOPAT_t = EBIT_t * (1 - \text{alíquota de imposto de renda, IR})$$

$$= Lucro\ Líquido_t + Despesas\ Financeiras\ Líquidas_t * (1 - IR)$$

$$= (Receita\ Líquida_t - Custos\ e\ Despesas\ Operacionais_{incl.depreciação\ t}) * (1 - IR)$$

, onde:

- $EBIT$, *Earnings Before Income and Taxes*, equivale ao lucro antes de juros e impostos.
- $Invested\ Capital_t$

$$= Ativos\ Fixos\ Operacionais\ Líquidos_t + Capital\ de\ Giro\ Líquido_t$$

$$+ Outros\ Ativos\ Não\ Financeiros\ Líquidos_t$$

$$= Patrimônio\ Líquido_t + Passivos\ Financeiros_t$$

$$+ Outras\ Fontes\ de\ Capital_t$$

Adaptações são realizadas no *EVATM* para solucionar deficiências específicas: Stewart (1991) propõe a padronização como resposta ao viés de escala e Rappaport (1998) propõe a abordagem marginal como resposta à denominação nominal (sem correção monetária) do capital aplicado, que poderia distorcer a análise econômica.

Vantagens

O *EVATM* é anunciado como uma métrica que sintetizaria os *trade-offs* da gestão de maximização de valor. Ele é melhorado em todos os cenários em que o valor também o é: (i) melhoras no retorno do capital aplicado, por meio, por exemplo, da melhora do capital de giro; (ii) investimentos em projetos cujo retorno seja maior que o *WACC*; (iii) desinvestimentos de ativos cujo retorno seja menor que o *WACC*; (iv) minimização do *WACC* (STEWART, 1991).

Em comparação às métricas contábeis tradicionais (e.g. lucro), a principal vantagem do *EVATM* é trazer à tona o custo do capital aplicado associado à obtenção do *NOPAT*, paradigma fundamental na teoria de Finanças Corporativas.

O *EVATM* apresenta a característica de, uma vez projetado, descontado e somado ao capital aplicado, equivaler aos fluxos de caixa descontados – a chamada de “compatibilidade de VPL” (CWYNAR, 2009). Essa característica dá subsídio a uma técnica de avaliação de empresas e projetos própria, baseada no *EVATM*, que desmembra o valor da empresa em capital empregado e o chamado *market value added*, a diferença entre o valor intrínseco e o valor patrimonial, que é o exato valor presente dos *EVATMs*.

Por esses motivos, alguns autores, como Jackson (1996), entendem que o *EVATM* possui a habilidade de transformar a abordagem multiperíodo do fluxo de caixa descontado em uma medida periódica de performance de valor, ou, nas palavras de Stewart (1991) o “combustível” que justifica uma empresa ser negociada a prêmio ou a desconto. Outros autores (FERNANDEZ, 2002);(STEPHENS; BARTUNEK, 1997) apontam que, embora exista a compatibilidade, essa interpretação, ainda que cômoda, não é conceitualmente justificável.

Desvantagens

De acordo com Appleby (1997) e Fernandez (2002), o *EVATM* é uma métrica passada (*sunk*) e não indica como a empresa se desenvolverá, logo também não sobre seu valor. Damodaram (2007) sugere que, apesar de *sunk*, métricas como *EVATM* podem ser utilizadas como fundamentadoras angulares das projeções, influenciando o valor.

Adicionalmente, o capital aplicado é expresso em termos históricos nominais, i.e., não ajustado pela inflação, sendo isso resolvido pela diferença do *EVATM* (BACIDORE et al., 1997);(RAPPAPORT, 1998) e por adaptações como “*Inflation Adjusted EVATM*” (BLAZENKO, 2002).

Mesmo que corrigido pela inflação, o capital aplicado não será expresso na mesma base (valor presente corrente, i.e., de mercado) em que os investidores medem seus retornos. Esse problema é amenizado, porém não completamente resolvido pela diferença do *EVATM* (BACIDORE et al., 1997);(RAPPAPORT, 1998), ainda que existam ressalvas sobre a própria

coerência de contrastar os ganhos periódicos com o capital expresso em termos de mercado (em detrimento do desembolsado).

Além disso, o capital aplicado no EVA^{TM} é dado em termos depreciados, diferindo do capital puramente desembolsado, tal qual o *impairment* criticado por Stewart (1991). Madden (1999) aponta que retratar o capital dessa maneira é como exigir menores ganhos periódicos ao longo da vida dos ativos, algo que não necessariamente ocorre na prática.

Chamberlian e Campbell (1995), por sua vez, mencionam que a informação financeira utilizada é imperfeita, exigindo muitos ajustes não consensuais, o que, conjuntamente com a estimação dos custos de capital, torna a série pouco confiável.

Finalmente, o foco em maximizar o EVA^{TM} no curto prazo pode implicar perdas futuras, deprimindo o valor da empresa (DILLON; OWERS, 1997);(FERNANDEZ, 2002). Stewart (1991) e Stephens e Bartunek (1997) propõem reter certa parte da remuneração variável do sistema de EVA^{TM} em uma reserva, que só pode ser recolhida na medida em que se confirme que esse *trade-off* não ocorreu em desfavorecimento da empresa.

3 METODOLOGIA

O presente estudo é de natureza exploratória, dada a tentativa de descobrir ideias que permitam a aquisição de maior familiaridade (SELLTIZ; JAHODA; DEUTSCH, 1974) com a influência dos padrões contábeis no EVA^{TM} . A abordagem dessa exploração será quantitativa e qualitativa, se desenvolvendo por meio de um estudo de casos. Esta metodologia se apresenta adequada uma vez que o escopo do trabalho é, não apenas avaliar os efeitos numéricos dos distintos padrões contábeis no EVA^{TM} , mas, também, dar luz aos “porquês” dos mesmos (BRESSAN, 2000). Ainda, essa metodologia permite debruçar profunda e exaustivamente nos demonstrativos envolvidos, avaliando-os, inclusive, no mérito das notas, o que permite amplo e detalhado conhecimento do tema no escopo delimitado pelo caso, o que não seria possível de outro modo (FREITAS; JABBOUR, 2011).

O objeto desse estudo de caso é a empresa Vale S.A. Essa escolha é adequada para comparação desejada pois é única empresa brasileira encontrada que apresentou, para ao menos um ano, seus demonstrativos financeiros completos em uma mesma moeda de apresentação (no caso, o dólar) tanto em *IFRS* quanto em *USGAAP*.

Isso ocorre para os anos de 2012 e 2011, devido ao fato de a Vale S.A. ser *cross-listed* no mercado americano e a *Securities and Exchange Commission, SEC*, ter passado a aceitar a divulgação de demonstrativos em *IFRS* para empresas nesta situação. No entanto, a empresa optou pela faculdade apenas em 2013, tendo que apresentar 2012 e 2011 retroativos no novo padrão, os quais podem ser contrastados diretamente com os relatórios de 2012 e 2011 em *USGAAP*.

O desenvolvimento é feito por meio de análise exploratória quantitativa dos demonstrativos *USGAAP* e *IFRS* (originais, sem ajustes contábeis) e de seus componentes contábeis que geram divergências no EVA^{TM} (“pré ajuste”), os quais são priorizados de acordo com a relevância numérica.

Em seguida, os demonstrativos *USGAAP* e *IFRS* são ajustados contabilmente para a visão econômica da metodologia, calculando-se, daí, o *EVATM* (“estrito”) em cada uma das metodologias. Ao resultado da análise realizada no parágrafo anterior, soma-se a análise das divergências item a item, via conciliação, das contas componentes do cálculo do *EVATM* “estrito”, vis-à-vis as diferenças de práticas entre os padrões para cada um dos itens em questão bem como os fatores de negócio associados – informações de nota explicativa. A incorporação desses dois últimos na análise compõe a faceta qualitativa da mesma, conforme anunciado.

Ao final, a análise acima descrita deve indicar se existe discrepância entre o *EVATM* “estrito” calculado nos dois padrões contábeis, bem como a grandeza da mesma, além de apontar quais itens, políticas contábeis e fatores de negócios mais impactaram tal diferença e em que medida estes surgem com efeito de cancelamento ou de corroboração, de maneira que analistas possam notar o que motivaria discrepâncias, o que poderia suscitar ajustes subsequentes ou o que, na ausência de informações adicionais às demonstrações, geraria viés no cálculo do *EVATM* e demandaria cautela.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Vamos inicialmente expor os cálculos que subsidiaram encontrar o *EVATM* “pré ajuste”, para então apresentá-lo. Em seguida, serão discutidos com maior detalhe os cálculos do *EVATM* “estrito”.

A aferição do *NOPAT* foi realizada *top-down* e sua composição é detalhada conta a conta abaixo, em que se pode comparar horizontalmente a diferença dos valores das contas comparáveis. Aplica-se uma taxa de imposto de 34% sobre o *EBIT* para obtenção do *NOPAT*.

Tabela 2 – Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)

	IFRS 2012	USGAAP 2012	Diferença (US\$)	Diferença (%)	IFRS 2011	USGAAP 2011	Diferença (US\$)	Diferença (%)
(+) Receita líquida	46.553	47.694	-1.141	-2%	60.075	60.946	-871	-1%
(-) Custo dos produtos vendidos	-25.390	-26.591	1.201	-5%	-24.528	-25.529	1.001	-4%
(+/-) Receitas/(despesas) operacionais	-2.172	n.a.			-2.271	n.a.		
(-) Despesas de vendas e administrativas	-1.465	-2.240	775	-35%	-1.671	-2.334	663	-28%
(-) Despesas de pesquisa e avaliação	-1.592	-1.478	-114	8%	-1.293	-1.674	381	-23%
(-) Despesas pré-operacionais e de parada	-1.996	n.a.			-1.482	n.a.		
(-) Impairment de ativos não circulantes	-4.023	-4.023	0	0%	0	0	0	
(-) Outras despesas	n.a.	-3.648			n.a.	-2.810		
(+/-) Ganho (perda) na mensuração ou venda de ativos não circulante	-506	-491	-15	3%	1.494	1.513	-19	-1%
(=) EBIT	9.409	9.223	186	2%	30.324	30.112	212	1%
(-) Impostos (34%)	3.199	3.136	63	2%	10.310	10.238	72	1%
(=) NOPAT	6.210	6.087	123	2%	20.014	19.874	140	1%

Aqui vemos que a diferença dos *NOPATs* é pouco significativa, porém no IFRS é levemente superior. A diferença no nome das contas dificulta a comparação linha a linha, mas é possível perceber que as maiores diferenças são em Receitas e Custos, mas que essas tendem a ser equilibrar no líquido, de modo que margens muito altas requereriam maior atenção. As despesas são de mais difícil comparação direta, pois no IFRS são utilizadas as contas Despesas Operacionais e Despesas pré-operacionais, enquanto que no USGAAP não, mas, por outro lado, a

Despesa de Vendas e Administrativas fica maior no USGAAP e surge a conta Outras Despesas; essas reclassificações são relacionadas e se autobalaceiam, não constituindo alterações de natureza e motivação díspar que se anulam, o que requereria maior cuidado analítico.

Por sua vez, o *Invested Capital* foi calculado pelo *financing-side*, somando empréstimos (de curto e longo prazo) e debêntures, líquidos de caixa e equivalentes de caixa, ao patrimônio líquido total. Tal composição é apresentada detalhadamente abaixo, em que se pode comparar horizontalmente a diferença dos valores das contas comparáveis.

Tabela 3 - Invested Capital

	IFRS 2012	USGAAP 2012	Diferença (US\$)	Diferença (%)	IFRS 2011	USGAAP 2011	Diferença (US\$)	Diferença (%)
Empréstimos de curto prazo	3.471	3.468	3	0%	1.517	1.517	0	0%
Empréstimos de longo prazo	26.799	26.799	0	0%	21.538	21.538	0	0%
Debentures	1.653	1.653	0	0%	1.336	1.336	0	0%
Caixa e equivalentes	-5.832	-5.832	0	0%	-3.531	-3.531	0	0%
Patrimônio líquido	74.827	75.876	-1.049	-1%	77.815	79.609	-1.794	-2%
Capital social e relacionados	35.394	37.559	-2.165	-6%	34.365	37.776	-3.411	-9%
Lucros acumulados	38.397	36.682	1.715	5%	41.728	39.939	1.789	4%
Outros itens do patrimônio de controladores	-552	n.a.			7	n.a.		
Interesses de não controladores	1.588	1.635	-47	-3%	1.715	1.894	-179	-9%
Invested Capital	100.918	101.964	-1.046	-1%	98.675	100.469	-1.794	-2%

Nota-se que a diferença dos *Capital Applied* é pouco significativa e também coerente com o leve impacto positivo no *EVATM* ora observado no IFRS. Todas as contas permaneceram basicamente constantes, exceto o Patrimônio Líquido que caiu em aproximadamente 1,5% nos dois anos do USGAAP para o IFRS. Isso se fez, mesmo apesar de um aumento de aproximadamente 4,5% nos Lucros Acumulados (consistente com o que avaliamos no NOPAT), mediante uma redução de 6% e 9% em 2012 e 2011 respectivamente, quando comparamos Capital Social e Relacionados e Ganhos e Perdas Não Realizados de Valor Justo e Ajustes Acumulados de Conversão em IFRS com Capital Social em USGAAP.

Para finalizar o primeiro cálculo de *EVATM* apresentado (“pré ajuste”), adotou-se o WACC em dólares nominais de 9,87% para 2011 e 8,62% para 2012. Abaixo, apresenta-se a tabela que fundamenta tal estimativa - em resumo, foi utilizada (i) uma alavancagem usando dívida contábil e *equity* a mercado, (ii) um beta constante de 0,85 conforme estimado para a Vale S.A. por uma variedade de maneiras no trabalho de Pereira (2010), (iii) a remuneração dos títulos pré fixados do governo americano de 30 anos, (iv) um prêmio americano de risco de mercado centrado em 6,5%, média do intervalo e 5% a 8% comentado na literatura clássica de finanças corporativas (FERNANDEZ, 2004), (v) o EMBI+Br como prêmio de risco país, (v) um custo da dívida estimado pelo atual custo das dívidas tal qual apresentado em nota, IPCA + 6,7% e (v) as séries de inflação *CPI* e *IPCA* para transformar o retorno exigido pelos credores de real para dólar via diferencial inflacionário.

Tabela 4 - WACC Nominal em Dólares

	2010	2011	2012	2013
Rf (USA Govt Bond 30y)	4,03%	3,62%	2,54%	3,12%
USA equity risk premium (5%-8%: 6,5%)	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
EMBI+Br	2,02%	1,95%	1,80%	2,10%
Beta	85,27%	85,27%	85,27%	85,27%
Ke (US\$ %a.a, nominal)	11,30%	10,82%	9,62%	10,46%
CPI	1,50%	2,96%	1,74%	1,20%
IPCA	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%
Ke (R\$ %a.a, nominal)	16,14%	14,63%	14,04%	15,59%
Kd (R\$ %a.a, nominal): IPCA+6,7%	13,01%	13,64%	12,93%	13,01%
Kd (US\$ %a.a, nominal)	8,30%	9,86%	8,56%	7,98%
Debt/(Debt + Market Cap)	17,65%	22,16%	25,17%	31,84%
WACC Nominal em US\$	10,27%	9,87%	8,62%	8,80%

Devidamente esclarecidos, podem ser apresentados os resultados do EVA^{TM} calculado “pré ajuste” sobre as demonstrações em *IFRS* e *USGAAP*.

Tabela 5 - EVA^{TM} “pré ajuste”

EVA (em US\$mm)	2011	2012
(a) em IFRS	10.274,62	-2.489,19
NOPAT	20.013,84	6.209,94
Invested Capital	98.675,00	100.918,00
WACC	9,87%	8,62%
(b) em USGAAP	9.957,63	-2.702,12
NOPAT	19.873,92	6.087,18
Invested Capital	100.469,00	101.964,00
WACC	9,87%	8,62%
Diferença (US\$)	317	213
Diferença (%) (a/b -1)	+3.18	-7.88

Observa-se que houve um pequeno aumento no EVA^{TM} “pré-ajuste” no IFRS ante o USGAAP. Naturalmente, é consistente com o que se notou no *NOPAT* e no *Capital Applied*. O fato de estes dois últimos terem respondido de maneira alinhada – sem dissonâncias que provocassem anulação de seus efeitos e um o impacto líquido ilusoriamente pequeno –, afasta-nos de um cenário de agudez que suscitaria maior preocupação, a qual pudemos verificar, nesse sentido, não ser necessária.

Seguindo a proposta metodológica, apresenta-se o EVA^{TM} “estrito” calculado em ambos os padrões, implementando-se em cada uma deles os devidos ajustes, na medida em que sejam viáveis. O universo de ajustes adotado foi o consensual da tabela apresentada no referencial teórico. Os ajustes implementados sobre os demonstrativos originais estão resumidos na tabela a seguir.

Tabela 6 - Conciliação dos Ajustes

Tipo Ajuste	Informações dos ajustes		Valores IFRS		Valores USGAAP	
	Efeito Resultado	Efeito	2012	2011	2012	2011
Impairment assets	Aumenta Resultado	Aumenta PL	4.023	-	4.023	-
Impairment Investimentos	Aumenta Resultado	Aumenta PL	1.941	-	1.641	-
Operações Descontinuadas	Aumenta Resultado	Aumenta PL	68	86	-	-
Ajustes a valor Justo	Aumenta Resultado	Aumenta PL	2.044	753	-	-
Capitalização de despesas de P&D	Aumenta Resultado	Aumenta PL	1.478	1.674	1.592	1.674

Fica claro que ajustes mais relevantes foram os relacionados a *impairment* e a valor justo, seguidos de perto pelos ajustes de P&D. Esse resultado é sugestivo, uma vez que a Vale é uma empresa bastante intensiva em ativos.

Além disso, grande parte dos valores de *impairment* é proveniente de suas plantas fabris, como é possível verificar na nota 15 das demonstrações financeiras em IFRS publicadas em 2013. Por outro lado, as maiores variações de valor justo são relativas a ativos não-financeiros (previdenciários em grande medida), conforme descrito na nota 23 da mesma publicação.

Após tais ajustes foram calculados os devidos *EVAsTM* “estritos”, apresentados abaixo.

Tabela 7 - EVATM estrito

EVA (em USmm)	2011	2012
(a) em IFRS	11.188,18	1.643,85
NOPAT	21.175,44	11.166,54
Invested Capital	101.188,00	110.472,00
WACC	9,87%	8,62%
(b) em USGAAP	10.897,25	1.461,38
NOPAT	20.978,76	10.876,14
Invested Capital	102.143,00	109.220,00
WACC	9,87%	8,62%
Diferença (US\$)	291	182
Diferença (%) (a/b -1)	+2.60	-12.49

A conclusão para os *EVAsTM* “estritos” é idêntica à já traçada para os *EVAsTM* “pré-ajustes”. Notamos que esses ajustes não provocaram uma mudança substancial no quadro analítico. De fato, os ajustes que foram realizados em ambos os padrões foram, em valor, parecidos, e os que não simplesmente aproximam a representação contábil de um padrão com a do outro. Nesse sentido, percebemos a coerente diminuição da diferença em dólares, embora ela não tenha zerado, como idealmente aconteceria. Ressalta-se, entretanto, que essa queda na diferença foi razoável (aproximadamente 10%), mas definitivamente não imperativa.

É importante destacar que as demonstrações da Vale são confeccionadas na moeda funcional Real (BRL), convertendo todas as subsidiárias em moeda estrangeira para Real pelo procedimento completo da conversão das demonstrações contábeis. Uma vez obtida a consolidação em Reais, o demonstrativo é convertido para Dólares apenas para fins de publicação

internacional, o que é realizado sinteticamente por meio da taxa média para as linhas da DRE e taxa de final de período para as linhas do BP, gerando uma conta de ajuste cambial no PL, que ficou incorporada nos cálculos. Fato é que esse procedimento sintético tira a precisão na comparabilidade dos números, pois ele não é tão preciso quanto poderia se ter via conversão completa das demonstrações. No entanto, essa é a informação disponível para realizar a presente comparação.

Assim, para concluir sobre o entendimento das diferenças, vamos conciliar analiticamente *EVATM* “estrito” em IFRS e USGAAP, via diferenças em todas as contas e ajustes. Mais que isso, a diferença entre as contas é explicada – tanto pelo lado do ativo líquido quanto do passivo líquido, no caso do *Capital Applied* –, incorporando as informações da nota explicativa de conciliação contábil dos dois padrões, que indica quais exatos fatores de negócio e políticas contábeis associadas impactaram tais contas (e quanto).

Tabela 8 - Conciliação Capital Invested pelo lado do Ativo Líquido

(1)	Descrição	2012	2012*WACC	2011	2011*WACC
(2)	Capital Invested IFRS "estrito"	110.472	9.523	101.188	9.987
(3)	Reversão de Impairment de ativos	-4.023	-347	0	0
(4)	Revesão de Impairment de investimentos	-1.941	-167	0	0
(5)	Reversão de operações descontinuadas	-68	-6	-86	-8
(6)	Reversão de ajustes a valor justo	-2.044	-176	-753	-74
(7)	Capitalização e amortização de pesquisa e desenvolvimento	-1.478	-127	-1.674	-165
(8)	Capital Intested IFRS "pré-ajuste"	100.918	8.699	98.675	9.739
(9)	Outros ativos circulantes - ajustes de reconciliação (a)	349	30	198	20
(10)	Ativos não circulantes mantidos para venda e operações descontinuadas - ajustes de reconciliação	22	2	0	0
(11)	Investimentos - ajustes de reconciliação (b)	108	9	80	8
(12)	Imobilizado líquido - ajustes de reconciliação (c)	-2.327	-201	-1.833	-181
(13)	Outros ativos não circulantes - ajustes de reconciliação (d)	2.706	233	3.383	334
(14)	Outros ativos não circulantes - ajuste retrospectivo, IAS 19R	43	4	-16	-2
(15)	Outros passivos circulantes - ajustes de reconciliação (e)	-5	0	50	5
(16)	Passivos diretamente associados a ativos não circulantes mantidos para venda e operações descontinuadas - ajustes de reconciliação (e)	-21	-2	0	0
(17)	Passivos diretamente associados a ativos não circulantes mantidos para venda e operações descontinuadas - ajuste retrospectivo, IAS 19R	9	1	0	0
(18)	Contribuição social e imposto de renda diferidos - ajustes de reconciliação (f)	257	22	27	3
(19)	Contribuição social e imposto de renda diferidos - ajuste retrospectivo, IAS 19R	-368	-32	-216	-21
(20)	Outros passivos não circulantes - ajustes de reconciliação (g)	-1.375	-119	-806	-80
(21)	Outros passivos não circulantes - ajuste retrospectivo, IAS 19R	1.650	142	927	91
(22)	Erro de Apuração da Vale (*.2012)	-2	0	0	0
(23)	Capital Invested USGAAP "pré-ajuste"	101.964	8.789	100.469	9.916
(24)	Capitalização e amortização de pesquisa e desenvolvimento	1.592	137	1.674	165
(25)	Reversão de ajustes a valor justo	0	0	0	0
(26)	Reversão de operações descontinuadas	0	0	0	0
(27)	Revesão de Impairment de investimentos	1.641	141	0	0
(28)	Reversão de Impairment de ativos	4.023	347	0	0
(29)	Capital Invested USGAAP "estrito"	109.220	9.415	102.143	10.082
(30)	Total de Variação	-1.252,00	-107,92	955,00	94,26

(a) 2012/2011: Diferença majoritariamente devido à reclassificação do imposto de renda diferido circulante no USGAAP para ativo não circulante no IFRS (US\$356 em 2012 e US\$205 em 2011). O valor de reconciliação também inclui pequenas diferenças nos ativos mantidos para venda (US\$22) líquido dos ativos financeiros disponíveis para venda, que sob USGAAP é reconhecido como investimento (US\$7 em 2012 e em 2011).

(b) 2012/2011: Diferença entre entidades não controladas reconhecidas pelo método da equivalência patrimonial.

(c) 2012/2011: Diferença relacionada com os efeitos de uma combinação de negócios contabilizada pelo BRGAAP e não reapresentada em IFRS, na medida em que a empresa utilizava da isenção disponível aos adotantes iniciais do IFRS. No USGAAP, a empresa aplicou o método da alocação do preço de compra e assim registrou os ativos adquiridos ao valor justo. O ágio no IFRS fica incluído em "Outros", e tem seu efeito em (d), abaixo.

(d) 2012/2011: Como mencionado em (c), parte da diferença decorre do Goodwill no USGAAP (US\$2947 em 2012 e US\$3026 em 2011), classificado nessa linha, enquanto o Goodwill no IFRS (US\$4603 em 2012 e US\$4812 em 2011) é classificado em ativo intangível. Esse efeito é parcialmente compensado pelos ativos previdenciários de planos sobre-monetizados (US\$844 em 2012 e 2011), registrados apenas no USGAAP, e pelos efeitos do imposto de renda diferido distinto entre IFRS (US\$3981 em 2012 e 2011) e USGAAP (US\$2866 em 2012 e 2011).

(e) 2012/2011: Diferenças são majoritariamente devido aos efeitos de passivos previdenciários. No USGAAP, a empresa aplica o método do passivo integral, enquanto no IFRS a empresa adota o método do "corredor". Existem também diferenças relacionadas a passivos diretamente associados a ativos mantidos para venda e títulos conversíveis.

(f) 2012/2011: Efeitos nos passivos de imposto diferido relacionado a diferenças entre IFRS e USGAAP.

(g) 2012/2011: Diferenças são majoritariamente devido a efeitos sobre os passivos previdenciários. No USGAAP, a empresa aplica o método do passivo integral, enquanto no IFRS a empresa adota o método do "corredor". Há também diferenças relacionadas a ativos previdenciários.

Tabela 9 - Conciliação Capital Invested pelo lado do Passivo Líquido

(1)	Descrição	2012	2012*WACC	2011	2011*WACC
(2)	Capital Invested IFRS "estrito"	110.472	9.523	101.188	9.987
(3)	Reversão de Impairment de ativos	-4.023	-347	0	0
(4)	Reversão de Impairment de investimentos	-1.941	-167	0	0
(5)	Reversão de operações descontinuadas	-68	-6	-86	-8
(6)	Reversão de ajustes a valor justo	-2.044	-176	-753	-74
(7)	Capitalização e amortização de pesquisa e desenvolvimento	-1.478	-127	-1.674	-165
(8)	Capital Intested IFRS "pré-ajuste"	100.918	8.699	98.675	9.739
(9)	Patrimônio Líquido, interesse dos controladores - ajustes de reconciliação (a)	-17.990	-1.551	-17.753	-1.752
(10)	Patrimônio Líquido, interesse dos não controladores - ajustes de reconciliação (a)	47	4	179	18
(11)	Patrimônio Líquido, outros - ajustes de reconciliação (a)	17.660	1.522	18.673	1.843
(12)	Patrimônio Líquido, outros - ajuste retrospectivo, IAS 19R	1.334	115	695	69
(13)	Empréstimos e financiamentos circulantes - ajustes de reconciliação (b)	-3	0	0	0
(14)	Erro de Apuração da Vale (*,2012)	-2	0	0	0
(15)	Capital Invested USGAAP "pré-ajuste"	101.964	8.789	100.469	9.916
(16)	Capitalização e amortização de pesquisa e desenvolvimento	1.592	137	1.674	165
(17)	Reversão de ajustes a valor justo	0	0	0	0
(18)	Reversão de operações descontinuadas	0	0	0	0
(19)	Reversão de Impairment de investimentos	1.641	141	0	0
(20)	Reversão de Impairment de ativos	4.023	347	0	0
(21)	Capital Invested USGAAP "estrito"	109.220	9.415	102.143	10.082
(22)	Total de Variação	-1.252,00	-107,92	955,00	94,26

(a) Diferenças entre US GAAP e IFRS relacionado ao ajuste de conversão de moeda entre moeda corrente e histórica.

(b) Pequenos ajustes relativos a arranjos de leasing.

Tabela 10 - Conciliação Net Operating Profit After Taxes (NOPAT) e Finalização da Checagem do EVATM

(1)	Descrição	2012	2011
(2)	NOPAT IFRS "estrito"	11.167	21.175
(3)	NOPAT IFRS antes do Imposto	16.919	32.084
(4)	Reversão de Impairment de ativos	-4.023	0
(5)	Reversão de Impairment de investimentos	-1.941	0
(6)	Reversão de operações descontinuadas	-68	-86
(7)	Capitalização e amortização de pesquisa e desenvolvimento	-1.478	-1.674
(8)	NOPAT IFRS "pré-ajuste"	9.409	30.324
(9)	Custo - ajustes de reconciliação (a)	-108	-158
(10)	Custo - ajuste retrospectivo, IAS 19R	-34	19
(11)	Despesas operacionais - ajustes de reconciliação (b)	6	9
(12)	Ajustes líquidos de representação das operações descontinuadas	-50	-82
(13)	<i>Afetando a receita</i>	<i>1.141</i>	<i>871</i>
(14)	<i>Afetando o custo</i>	<i>-1.059</i>	<i>-862</i>
(15)	<i>Afetando despesas operacionais</i>	<i>-132</i>	<i>-91</i>
(16)	NOPAT USGAAP "pré-ajuste"	9.223	30.112
(17)	Capitalização e amortização de pesquisa e desenvolvimento	1.592	1.674
(18)	Reversão de operações descontinuadas	0	0
(19)	Reversão de Impairment de investimentos	1.641	0
(20)	Reversão de Impairment de ativos	4.023	0
(21)	NOPAT USGAAP antes do Imposto	16.479	31.786
(22)	NOPAT USGAAP "estrito"	10.876	20.979
(23)	Total de Variação	-440	-298
(24)	Total de Variação Após Imposto	-290,40	-196,68

(a) 2012/2011: Amortização da diferença entre o valor contábil e o valor justo da MBR em USGAAP (US\$153 em 2012 e US\$178 em 2011) e planos de pensão e ativos previdenciários na Vale Canadá (US\$4 e US\$41 em 2012 e US\$17 e US\$3 em 2011).
 (b) 2012/2011: Ajuste do plano de pensão da Vale Canadá (US\$10 em 2012 e 2011) e lucros na venda dos ativos da Araucária (US\$16 em 2012 e US\$19 em 2011)

(25)	Variação dos EVAs "estritos"	-182,48	-290,94
(26)	EVA IFRS "estrito"	1.643,85	11.188,18
(27)	EVA USGAAP "estrito"	1.461,38	10.897,25
(28)	Diferença	-182,48	-290,94
(29)	Check	0,00	0,00

A conciliação acima traz novos elementos à análise que vem sendo construída.

No *Capital Applied*, inicialmente reforçamos o que já havia sido percebido no que tange aos ajustes: a maioria deles assume valor parecido em *IFRS* e *USGAAP*, sendo que apenas um deles não o faz (e tem valor grande o suficiente para ser destacado). Como já havíamos constatado, os que não assumem cumprem o papel de aproximar os padrões. Assim, focaremos em seguida nas outras variações, de itens de balanço, que impactaram o *Capital Applied*.

A conciliação via ativo líquido mostra que os itens que mais afetaram a diferença do *EVATM* foram “imobilizado líquido”, “outros ativos não circulantes” e “outros passivos não circulantes”.

As duas primeiras contas de ativo são afetadas sobretudo pela reclassificação de *goodwill* para o ativo intangível nas demonstrações em *IFRS*. Além disso, é afetada também a segunda conta pela diferença no imposto de renda diferido entre os dois padrões. Neste caso, essa diferença surge por decorrência das modificações contábeis em ativo, passivo e resultado, de maneira geral, que decorrem da mudança de padrão.

Então, cabe sintetizar que a reclassificação de *goodwill* acima não deve ser objeto de preocupação direta, apesar de ela gerar dois grandes movimentos de diferença em duas diferentes linhas – eles se cancelam. Já o segundo efeito do imposto diferido é contingente e alinhado com os outros ajustes líquidos difusamente realizados na mudança de padrão – ao menos não é um ajuste idiossincrático e independente dos outros. No caso em questão, este segundo contrapõe aquele primeiro na conta “outros ativos não circulantes”, em um contrabalanceamento que poderia passar despercebido, mas fica aqui evidenciado. Por fim, apesar das ressalvas, mais informações sobre a composição dessa diferença no imposto diferido seriam valiosas, e na sua ausência vale o analista, ao avaliar outras empresas, caso opte por não extirpar tal item do *Capital Applied*, estar atento a peculiaridades que implicariam maior ou menor “elasticidade” em impostos diferidos, pois, como visto, esse item pode apresentar cifras importantes.

Já a terceira conta é afetada pela questão previdenciária e de plano de benefícios da empresa. O demonstrativo em que a Vale S.A. apresenta a reconciliação aqui utilizada é de data-base dez/2013, mas esta reconciliação é feita apenas para o balanço de dez/2012 e dez/2011 e para o resultado de 2012 e 2011. Em 2013, houve a atualização da IAS 19 que trata sobre planos de benefícios e este foi aplicado retroativamente para os demonstrativos de 2012 e 2011 em *IFRS* – assim, os demonstrativos de 2011 e 2012 estão sobre um padrão de *IFRS* data-base 2013.

Isso posto, destaca-se que a Vale S.A. trabalha sobre o regime de *defined benefits*, e que, nesse caso, (a) no *USGAAP* prevê o tratamento chamado de “passivo integral”, enquanto que (b) o *IFRS* (pré atualização da IAS 19 em 2013) prevê o método do “corredor” e, por fim, (c) a atualização da IAS 19 “elimina o método do corredor” e o simplifica – segundo as palavras da empresa:

“The [new] standard eliminated the method of the "corridor"; simplified the changes between the assets and liabilities of plans, recognizing in the statement of income, service cost, interest expense on benefit obligation and interest income on plan assets; and recognizing in comprehensive income, the remeasurements of actuarial gains and losses, return on plan assets (net of interest income on assets) and changes in the effect of the asset ceiling and onerous liabilities.”

(Vale - Financial Statements December 31, 2013, IFRS)

O primeiro efeito de diferença entre os padrões contábeis (a) e (b) acima pode ser encontrado na linha “outros passivos não circulantes – ajuste de reconciliação”, enquanto que o a diferença entre os padrões (b) e (c) na linha “outros passivos não circulantes – ajuste retrospectivo IAS 19R”. Ambos os efeitos têm grandeza relevante, mas parecidas e com sinais opostos, o que demanda atenção do analista. Claramente, por exemplo, se não houvesse a aplicação retrospectiva da atualização da IAS 19 a discrepância dos *Capital Applied* seria ainda maior. Assim, aos analistas que se deparem, noutras empresas, com diferentes políticas previdenciárias e contábeis devem conhecer os impactos das mesmas, sobretudo pois não há diretriz definida de ajuste para o tratamento desse tema.

Já a conciliação do *Capital Applied* pelo lado do passivo líquido oferece menos esclarecimentos. Com exceção do ajuste retrospectivo do IAS 19 já discutido, as únicas variações relevantes são reclassificações relativas aos ajustes cambiais acumulados, pouco relevante ao entendimento dos fundamentos que diferenciam *IFRS* e *USGAAP*.

Finalmente, o que soma à análise já construída do *NOPAT* ratifica a importância dos ajustes, mas reforça sobretudo que eles impactaram homogeneamente ambos os padrões, como já visto. Além disso, soma também à mesma o conhecimento de que a amortização de *goodwill* (incorporadas dentro da rubrica de “custo” no *USGAAP*), que ocorre num valor relevante. Se aplicada, o analista deve ter em vista seu valor para realizar ajustes que lhe pareçam necessários.

5 CONCLUSÕES

O presente trabalho se propôs averiguar se existem diferenças entre o entre *EVATM*, no padrão contábil IFRS e *USGAAP*, a grandeza das mesmas e quais fatores as geram.

Para tal, foi realizada uma análise em etapas que se refinavam sucessivamente: (a) diferenças entre as contas do *EVATM* “pré ajuste”, (b) diferenças entre os ajustes e consequentemente no *EVATM* “estrito” e (c) a conciliação *EVATM* “estrito” linha a linha baseado na nota explicativa de reconciliação entre os dois padrões, apresentando as notas de rodapé das tabelas que indicavam as mudanças nas políticas contábeis e os fatores de negócio associados que geraram tais diferenças.

Em resumo, o trabalho evidencia que as diferenças no *EVATM* foram pouco significativas, mas que o *USGAAP* apresentou resultados levemente menores. Esse diagnóstico se repete consistentemente tanto no *NOPAT* quanto no *Capital Applied*. Em cada um desses, os itens que os compõem são impactados também leve e consistentemente, não havendo efeitos idiossincráticos e de grande valor que se cancelem por ocorrerem independentemente com sinal opostos – recorrentemente, o que ocorre são reclassificações ou ajustes em sinal oposto correlacionados, que não surgem independentemente. Em alguns poucos pontos, entretanto, o trabalho aponta alguns alertas aos analistas, que sugeririam ajustes subsequentes, na ausência de informação ou critério para tal, e cautela, na medida em que tais ajustes podem distorcer o *EVATM* – são exemplos: ativos/passivos previdenciários e de planos de benefícios, impostos diferidos (caso não previamente extirpados do *Capital Applied*), amortização de *goodwill*, etc.

Ainda, especificamente sobre os ajustes, nota-se que os realizados em ambos os padrões tiveram valor parecidos, e que os realizados apenas em um aproximaram a representação contábil dos padrões. Aqueles que tiveram maior relevância monetária foram os relacionados a *impairment* e a valor justo e P&D. Coerentemente, após os ajustes, a diferença monetária dos *EVA^{sTM}* cai, embora não se consiga zerá-la. A queda foi perceptível, porém longe de imperativa, e a mudança nos *EVA^{sTM}* não alterou significativamente o quadro aqui avaliado.

Os resultados do trabalho são consistentes com os encontrados por Anderson, Bey e Weaver (2004), em que os ajustes do *EVATM* se mostravam um processo trabalhoso que não implicava mudanças significativas.

Os mesmos também são consistentes com os encontrados por Beuren, Hein e Klann em 2008, onde os autores investigam estatisticamente uma amostra internacional de 37 empresas britânicas *cross-listed* na bolsa nova-iorquina NYSE que, em 2005, reportaram tanto em *USGAAP* quanto em *IFRS*. Eles encontraram que, para uma variedade de indicadores financeiros clássicos, não há evidência de que os padrões neles impliquem diferença significativa.

Ao fim, cabe ressaltar que os resultados aqui apreciados são sugestivos e alinhados com evidências de outras pesquisas empíricas mais gerais. Entretanto, generalizações devem ser tomadas com grande cautela, uma vez que o trabalho em questão é um estudo de caso e se depara com limitações de amostra que impedem afirmações genéricas sobre o problema.

Pesquisas futuras podem contribuir para esse tema de pesquisa (i) explorando também o impacto em padrões contábeis distintos, como o BR GAAP anteriormente aplicado no Brasil, (ii) contrastando o *EVATM* calculado em diferentes padrões com os preços, para ver qual tem maior capacidade informacional ou (iii) em um mesmo padrão contábil, contrastar preços com o *EVATM* calculado em diversas combinações de ajustes contábeis, para ver quais dessas versões possui maior qualidade informacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDERSON, Anne; BEY, Roger; WEAVER, Samuel. **Economic Value Added[®] Adjustments: Much to Do About Nothing?**. Midwest Finance Association Meetings, Mar. 2004. Disponível em: http://www.ibrarian.net/navon/paper/Economic_Value_Added_Adjustments_Much_to_Do_Abo.pdf?paperid=369891.
- APPLEBY, Chuck. The New Lingo of Value Added. **Hospitals & Health Networks**, v. 71, n. 3, p. 50-52, 1997.
- BACIDORE, Jeffrey et al. The Search for the Best Financial Performance Measure. **Financial Analysts Journal**, v. 53, n. 3, p. 11-20, May/June 1997.
- BEBCHUK, Lucian Ayre; FRIED, Jesse. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, Summer 2003.
- BIDDLE, Gary; BOWEN, Robert; WALLACE, James. Does EVA[®] beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 3, p. 301-336, 1997.
- BLAZENKO, George. **Inflation Adjusted Economic Value Added[®] (EVA[®])**. Simon Fraser University Working Paper, 2002. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=6A4150E08A9B8EEA5001BF6A26F298D7?doi=10.1.1.200.1582&rep=rep1&type=pdf>.
- BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. **Principles of Corporate Finance**. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2013.
- BRESSAN, Flávio. **O Método do Estudo de Caso e seu Uso em Administração**. Disponível em: http://www.old.angrad.org.br/resources/circuits/article/article_1024.pdf.

BUEREN, Ilse; HEIN, Nelson; KLANN, Roberto. Impact of the IFRS and US-GAAP on

economic-financial indicators. **Managerial Auditing Journal**, v. 23, n. 7, p. 632-649, 2008.

CHAMBERLAIN, Kevin; CAMPBELL, Ross. Creating Shareholder Value. **New Zealand Manufacturer**, v. 100, n. 2, 1995.

CHEN, Shimin; DODD, James. Economic Value Added (EVA™): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. **Journal of Managerial Issues**, v. 9, n. 3, p. 318-333, Fall 1997.

COPELAND, Thomas; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 1st ed. New York: John Wiley & Sons, 1990.

CWYNAR, Andrzej. Residual Income in Four Dimensions: Goal-Congruity, Controllability, Understandability and Practicability. **Timisoara Journal of Economics**, v. 2, n. 2, p. 63-76, Jun. 2009.

DAMODARAN, Aswath. **Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications**. New York: Stern School of Business Working Paper, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1105499>>.

DILLON, Ray; OWERS, James. EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV. **Financial Practice and Education**, v. 7, n. 1, p. 32-40, Mar. 1997.

FABOZZI, Frank; GRANT, James. **Value-Based Metrics: Foundations and Practice**. 1st ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2000.

FERNANDEZ, Pablo. **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**. 1st ed. Orlando: Academic Press, 2002.

GRANT, James. **Foundations of Economic Value Added**. 2nd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2003.

HEISINGER, Kurt. **Essentials of Managerial Accounting**. 1st ed. Manson: South-Western College Pub, 2009.

JACKSON, Alfred. The How and Why of EVA at CS First Boston. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 98-103, 1996.

JENSEN, Michael. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

FREITAS, Wesley; JABBOUR, Charbel. **Utilizando Estudo de Caso(s) como Estratégia de Pesquisa Qualitativa: Boas Práticas e Sugestões**. Lajeado: Estudo & Debate, 2011. Disponível em: <<http://www.univates.br/revistas/index.php/estudoedebate/article/viewFile/30/196>>.

- MADDEN, Bartley. *CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm*. 1st ed. Oxford-Burlington: Butterworth Heinemann, 1999.
- MARSHALL, Alfred. **Principles of Economics**. 1st ed. London: Macmillan and Co., Ltd., 1890.
- MCINTYRE, Edward. Accounting Choices and EVA. **Business Horizons**, v. 42, n. 1, p.66-72, Jan./Feb. 1999.
- O'BYRNE, Stephen; STEWART, III, Bennet. EVA[®] and Market Value. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.9, n.1, p. 116-125, Spring 1996.
- PALEPU, Krishna; HEALY, Paul. **Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements**. 5th ed. Manson: South-Western Cengage Learning, 2013.
- RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance**. 2nd ed. New York: Simon & Schuster Ltd., 1998.
- SANTOS, Edilene. **Impacto Total do Processo de Adoção do IFRS nos Resultados das Empresas Brasileiras**. Rio de Janeiro. XXXVI Encontro do ENPAD, 2012.
- SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M. **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais**. São Paulo: EDUSP, 1974.
- SHEFRIN, Hersh. **Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value**. 1st ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2005.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 2, p. 123-139, 1989.
- STEPHENS, Kenneth; BARTUNEK, Ronald. What is Economic Value Added? A Practitioner's View. **Business Credit**, v. 4, n. 99, p. 39, 1997.
- STERN, Joel; STEWART, III, Bennet; CHEW, Donal. The EVA Financial System. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.3, n.2, p. 38-55, Summer 1995.
- STEWART, III, Bennett G. **The Quest for Value: The EVA[™] Management Guide**. 1st ed. New York: HarperBusiness, 1991.
- VENANZI, Daniela. **Financial Performance Measures and Value Creation: the State of the Art**. 1st ed. Milan: Springer, 2012.
- WHALEN, James; JONES, Jefferson; PAGACH, Donald. **Intermediate Accounting: Reporting and Analysis**. 2nd ed. Boston: Cengage Learning, 2015.
- WILLIAMSON, Oliver. The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm. **The Journal of Business**, v. 38, n. 4, p. 421-424, Oct. 1965.
- YOUNG, David; O'BYRNE, Stephen. **EVA[®] and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation**. 1st ed. New York: McGraw-Hill, 2001.