

# RI

## SUSTENTABILIDADE

É recomendável uma padronização dos indicadores de Responsabilidade Corporativa e Sustentabilidade?

por Roberto Gonzalez

Pag. 16



## EM PAUTA

### CELEUMA CONTÁBIL

# EBITDA



## Qual o real valor dessa métrica?

por

Ana Borges • Fernando Carneiro  
Oscar Malvessi • Rubens Marçal

Pag. 5

RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Nº 96 • FEVEREIRO 2006 • R\$ 12,00

Associada ao IBRI  
Instituto Brasileiro de  
Relações com Investidores

## TARGETING

### Quem é o seu ACIONISTA?



por  
Eduardo Werneck

Pag. 20

## ENFOQUE

### Influenciando os Analistas

por William F. Mahoney

Pag. 28





# EBITDA

## SERÁ ESSE UM BOM INDICADOR PARA A GESTÃO FINANCEIRA, E ÚTIL PARA A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL NAS EMPRESAS?

Nos últimos anos tornou-se usual, em análises e decisões, dar foco na geração bruta de caixa ou EBITDA, tanto no mercado financeiro quanto para a gestão das empresas. Entretanto, observa-se o inexpressivo número de empresas que apresentam e explicam em seus relatórios suas decisões sobre o CAPEX (investimentos em capital fixo e de giro) e/ou sobre o comportamento do valor do fluxo de caixa livre.

por Oscar Malvessi\*

Devido à simplicidade e rapidez no cálculo desse indicador financeiro, as instituições financeiras o utilizam para avaliar o risco financeiro de emprestar, verificando a capacidade da empresa para suportar níveis estabelecidos de endividamento versus a capacidade e risco de receber. Baseadas nele, as empresas demonstram para o mercado o comportamento do seu valor, e sua proporção em relação a receitas.

Do lado do investidor, as empresas de investimento de capital de risco, como as de *venture capital* e *equity funds* usam o EBITDA

como base de múltiplos para comparação entre empresas e nas que investem podem exigir metas de EBITDA a ser alcançado. Corretoras calculam o múltiplo FV/EBITDA (valor de mercado acrescido do endividamento líquido dividido pelo EBITDA), como um importante indicador financeiro em decisões de compra e/ou aplicações em ações.

Outro pressuposto forte do uso do EBITDA como indicador de geração de caixa é o de que as empresas poderiam cortar ou manter seus investimentos para cumprir com os *covenants* e/ou



múltiplos, mantendo assim a condição de pagar juros e amortizar o principal.

O conceito e estrutura de análise que adotamos e propomos não têm a finalidade de avaliar qualquer desempenho de uma empresa em função do seu EBITDA, ao contrário, nossa análise sempre esteve focada no *VEC*<sup>1</sup> – Valor Econômico Criado.

Assim, preocupados com a demasiada ênfase que as empresas e o mercado têm dado ao EBITDA, direcionamos algumas informações do nosso banco de dados para apresentar a

realidade subjacente aos indicadores que cercam o EBITDA.

A realidade e as evidências dessa base de dados foram obtidas da segunda atualização da nossa Tese de Doutorado, em que analisamos o comportamento das 45 empresas privadas não financeiras de capital aberto, comparando os períodos 1995/2000 com o de 2000/2003, tendo como metodologia o foco no *VEC*.

Estratificamos essa amostra e consideramos somente as 22 empresas privadas de capital aberto que obtiveram EBITDA médio, no período, superior a R\$ 300 mi-

lhões. É importante salientar que utilizamos em nossas análises somente valores em moeda de poder aquisitivo constante, porque, ao contrário, se utilizássemos os valores nominais como foram publicados, seria impossível comparar e avaliar tecnicamente valores de períodos diferentes, mas tratados como se iguais fossem.

Como resultado prático da análise dessa amostra é possível destacar a constatação de três indicadores intimamente interligados que, praticamente, podem modificar o significado

<sup>1</sup> A metodologia *VEC* é consistente com a moderna teoria de finanças corporativa. Usa os princípios de moeda constante e enfatiza o uso integrado das demonstrações financeiras incluindo o fluxo de caixa e a capacidade em gerar valor do negócio. É esse conjunto de informações que deve avaliar a capacidade da empresa em gerar resultados operacionais após o I. R., além da geração de caixa operacional e livre, dos investimentos em capital de giro e fixo e, para concluir, comparando o capital empregado na atividade com o custo de capital, assim apurando a geração de valor ao acionista.

e a aplicação generalizada do EBITDA pelas empresas e mercado, principalmente quando for utilizado no enfoque de gestão e/ou para projeção de fluxo de caixa e demonstrações financeiras; são eles:

- 1. Variação da relação média entre Investimentos em Imobilizados e a Depreciação:** encontramos uma variação em torno de 120% nos dois períodos analisados. Essa relação demonstra a representatividade dos reinvestimentos feitos, ou seja, não dá para desprezar o montante dos investimentos quando comparados com o valor da depreciação, uma vez que é muito relevante e expressivo o valor de investido em imobilizado. Da amostra, são poucas as empresas que desinvestiram e/ou investiram índices inferiores a 50%;
- 2. A relação entre a Depreciação e o EBITDA:** observamos que o índice médio foi de 41% no período 95/00 e de 28% no período 2000/2003, ou seja, como ficou demonstrado na relação anterior, na realidade as empresas investem em imobilizados proporcionalmente mais do que consomem ou registram, portanto, novamente a evidência encontrada demonstra a fragilidade do uso do EBITDA como fluxo de caixa bruto do negócio ou como indicador de melhoria de resultados;
- 3. A relação média dos Investimentos em Imobilizados comparados com o EBITDA:** o comportamento do índice foi de 90% no período 95/00 e de 60% no período 2000/2003, ou seja, o saldo da geração bruta de caixa na realidade foi de somente 10% no primeiro período e de 40% no segundo. E se considerássemos nesse cálculo o impacto do Imposto de Renda Operacional desembolsado e a necessidade de capital de giro, será que a geração seria positiva?. Portanto, embora a empresa possa apresentar crescimento do EBITDA em termos absolutos ou comparativamente à receita, as relações ficam alteradas devido a necessidades de capital (fixo e de giro), sugerindo reflexão e muita cautela com o uso do indicador EBITDA. Dessa amostra somente 5 empresas investiram até a metade destas relações;

A título de exemplo real, a tabela “A” abaixo apresenta o comportamento médio no período de 2000/2003 de seis empresas dessa amostra. O objetivo é demonstrar o comportamento dos valores e a variação dos indicadores acima comentados.

TABELA A: Comportamento do EBITDA e Indicadores período 2000/2003 - Em R\$ MM						
Empresas	EBITDA	Depreciação	Imobilizações	Depr/Ebitda	Imob/Depr.	Imob/Ebitda
A	2200	630	1120	29%	78%	51%
B	1050	320	490	31%	51%	46%
C	770	410	970	53%	136%	126%
D	730	280	340	39%	20%	46%
E	440	140	415	32%	197%	94%
F	370	60	100	17%	67%	28%

Portanto, o pressuposto que o EBITDA é um bom indicador de geração de caixa se mostra muito frágil, uma vez que sua consistência conceitual e aplicabilidade na gestão de empresas não apresentam a esperada convergência. Essas evidências constataam que as empresas têm investido em imobilizado e consomem a “geração bruta de caixa” de maneira relevante, por um período amplo de análise.

Além dessa variável importante não se concretizar, é importante mencionar que a remuneração variável dos gestores vinculada ao EBITDA não contempla fatores fundamentais do desempenho econômico-financeiro do negócio, fatores abordados de maneira integrada na metodologia de Criação de Valor ou VEC<sup>2</sup>. Servem de exemplo, a vinculação do uso do capital empregado na atividade, o custo de oportunidade do acionista, o impacto do custo do capital no resultado obtido e a integração dos dirigentes e gestores aos princípios da meritocracia. Como resultado do uso generalizados do EBITDA na prática temos: levar as empresas que o adotam a distribuir resultados que não representam geração de valor mas lucro e que pode estar destruindo a riqueza dos acionistas. Outros fatores importantes são que o EBITDA ignora o capital empregado na atividade, o seu custo, assim como despreza os gastos do imposto de renda.

Desta forma, podemos afirmar que o valor do EBITDA e seus múltiplos utilizados para analisar a capacidade de geração de caixa como indicador de desempenho financeiro não é necessariamente uma boa ferramenta para a gestão, pois não representa a dimensão real do fluxo de caixa gerado. Na realidade, ele fala somente uma parte da estória, pois não considera o desempenho da empresa como um todo. E no caso brasileiro, a magnitude da análise fica ainda mais prejudicada quando se comparam dados históricos nominais, como são publicados os demonstrativos financeiros, desprezando-se o impacto da perda de valor da moeda no tempo.

Concretamente, boas decisões necessitam de indicadores que integram informações econômico-financeiras, que não dediquem atenção somente a uma demonstração, que demonstrem consistência conceitual em finanças corporativas e que traduzam a complexidade das empresas para que se possa enxergar e avaliar com “microscópio” o que está por trás dos números e por que não dizer, da acirrada competitividade e globalização dos negócios.

Portanto, defendemos o uso e a aplicabilidade da metodologia com foco na Criação de Valor ao Acionista ou VEC, porque ela desmistifica a noção de valor a todos os gestores, apresenta uma clara percepção de eficiência e eficácia dos recursos e traz consigo a aplicação do fluxo de caixa operacional e do fluxo de caixa livre.

Em nossa opinião, para ter sucesso no mercado competitivo e globalizado a gestão da empresa deverá estar comprometida com o uso e aplicação da metodologia de geração de valor ao acionista - VEC, por que ele considera a meritocracia no sentido econômico, fator que exige e envolve os colaboradores ao atingimento de metas vinculadas a remuneração variável, trabalha de forma integrada com o conjunto das demonstrações financeiras.

Contribui significativamente para a governança corporativa, transparência das informações aos gestores, mercado e investidores, resultando no aumento da confiabilidade, dos resultados econômicos e a melhor percepção do valor da empresa pelo mercado.



(\*) OSCAR MALVESSI é consultor de Estratégia Financeira, professor de Finanças e pesquisador sênior do GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP-FGV. (E-mail: omalvessi@fgvsp.br)

<sup>2</sup> VEC = Valor Econômico Criado ou Criação de Valor ao Acionista. Denominação que utilizamos na TESE de Doutorado (EAESP-FGV-2001) e nos artigos publicados, para expressar o uso e a aplicabilidade do conceito do Lucro Econômico e a sua convergência aos princípios de governança corporativa aplicado as empresas no Brasil de forma ampla.