

## Artigo publicado no Jornal Gazeta Mercantil no dia 8/6/2006 na pg. B-2 – Finanças: Governança Corporativa

### Gestão Financeira: EBITDA é um bom indicador?

Por **Oscar Malvessi\***

Devido à simplicidade e rapidez no cálculo, tornou-se usual em análises e decisões, dar foco na geração bruta de caixa ou EBITDA, tanto no mercado financeiro quanto na gestão das empresas.

Dada esta ênfase, analisamos as evidências técnicas e teóricas do comportamento das 45 empresas privadas, comparando os períodos 1995/2000 com 2000/2003. Estratificamos a amostra compreendendo 22 empresas com EBITDA médio superior a R\$ 300 milhões. Este estudo complementa a atualização da nossa Tese de Doutorado na FGV-EAESP, onde utilizamos a metodologia **VEC®** – *Valor Econômico Criado*, foco na Criação de Valor ao Acionista (denominação que utilizamos para expressar o uso e aplicabilidade no Brasil do conceito do Lucro Econômico).

Como resultado prático desta análise destacamos os indicadores que contribuem e podem modificar o significado e uso do EBITDA, principalmente quando o enfoque é gestão, remuneração e projeção das demonstrações:

- 1 - **Varição entre Investimentos em Imobilizados e Depreciação**: resultou na variação média de 120% nos dois períodos. Demonstra a representatividade do valor dos reinvestimentos efetuados comparados com a depreciação;
- 2 - **Relação entre Depreciação e EBITDA**: foi de 41% no período 95/00 e 28% em 2000/2003. Na realidade, as empresas investem em imobilizados mais do que consomem ou registram, evidenciando a fragilidade do uso do EBITDA como fluxo de caixa bruto ou indicador de melhoria de resultados;
- 3 - **Relação dos Investimentos em Imobilizados com EBITDA**: demonstrou 90% no período 95/00 e 60% em 2000/2003. A geração bruta de caixa se restringiu a 10% e 40%. Mas faltou diminuir o I. R. devido mais o capital de giro.

Para demonstrar as evidências do comportamento observado, apresentamos seis empresas na tabela.

**O EBITDA e Indicadores = 2000/2003 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%

O pressuposto de que o EBITDA é um bom indicador de geração de caixa se mostra muito frágil, porque sua consistência conceitual e aplicabilidade na gestão de empresas não apresentam a esperada convergência - não representa a dimensão real do fluxo de caixa gerado. Empresas podem distribuir resultados que não representam geração de valor, mas lucro, e destruir a riqueza dos acionistas.

Somado a estas deficiências, destaca-se que a remuneração variável dos gestores vinculada ao EBITDA não contempla fatores fundamentais do desempenho econômico-financeiro, aspectos abordados de maneira integrada na abordagem **VEC®** ou Criação de Valor. Por exemplo, a vinculação do capital empregado na atividade, custo de oportunidade do acionista/sócio, redução de custos, impacto do custo do capital no resultado obtido e a integração dos gestores aos princípios da meritocracia, que no sentido econômico os envolve nas metas de resultados vinculados à remuneração variável.

Concretamente, boas decisões necessitam de indicadores que integram informações econômico-financeiras, não dediquem atenção só a uma demonstração e que apresentem consistência conceitual em finanças corporativas.

Se o objetivo é aumentar o valor da empresa com governança um instrumento que vai auxiliar é a metodologia **VEC®**, porque ela desmistifica a noção de “Valor” aos gestores, uma vez que foi desenvolvida para qualquer tipo de empresa. Diferente do EBITDA, ela apresenta uma clara percepção de eficiência e eficácia dos recursos investidos.

\* **Oscar Malvessi** é Consultor de Estratégia Financeira, Professor e Pesquisador Sênior do GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP-FGV. E-mail: [oscar.malvessi@fqv.br](mailto:oscar.malvessi@fqv.br) ou [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)

**Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.**

[www.oscarmalvessi.com.br](http://www.oscarmalvessi.com.br) ou [www.vecvalor.com.br](http://www.vecvalor.com.br) - e-mail: [oscar@oscarmalvessi.com.br](mailto:oscar@oscarmalvessi.com.br)  
**VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor**