



É o EBITDA um bom indicador para a gestão financeira, e útil para a remuneração variável nas empresas?

por Oscar Malvessi

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), sobre o comportamento do valor do fluxo de caixa livre e sobre o nível de criação de valor ao acionista.

Devido à simplicidade e rapidez no cálculo desse indicador financeiro, 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 do EBITDA a ser alcançado. Bancos de Investimento e Corretoras calculam o múltiplo EV/EBITDA (valor de mercado acrescido do endividamento líquido dividido pelo EBITDA), como um importante indicador financeiro em decisões de compra, valor para abertura de capital e/ou aplicações em ações.

Da mesma maneira as instituições financeiras o utilizam para avaliar o risco financeiro de emprestar, verificar a capacidade da empresa para suportar níveis estabelecidos de endividamento versus a capacidade e o risco de receber. Baseadas nele, as empresas demonstram para o mercado o comportamento do seu valor, e sua proporção em relação a receitas. 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 as condições de liquidez, pagar juros e amortizar o principal.

O conceito e estrutura de análise que adotamos e propomos não tem a finalidade de avaliar qualquer desempenho de uma empresa em função do seu EBITDA. Ao contrário, nossa análise sempre esteve focada no **VEC**¹ - Valor Econômico Criado. Assim, diante deste contexto e considerando 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 terceira atualização da nossa tese de doutorado, analisando o comportamento das 41 empresas privadas não-financeiras de capital aberto, comparando os períodos 1995/2000 com o

"O pressuposto de 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"

de 2000/2005, utilizando como instrumento de mensuração a metodologia com o foco no **VEC**. É importante mencionar que nestes dados foram incorporadas as informações de 2004 e 2005, uma vez que a primeira análise foi publicada em fevereiro de 2006 na Revista Relações com Investidores - RI, nº 96.

A amostra foi estratificada e consideramos somente as 21 empresas privadas de capital aberto que obtiveram EBITDA médio, no período 2000/2005, superior a R\$ 300 milhões. É importante salientar que utilizamos em nossas análises somente valores em moeda de poder aquisitivo constante², 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 vários indicadores intimamente interligados que, praticamente, podem modificar o significado e a aplicação generalizada do EBITDA pelas empresas e pelo 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 100% 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 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 40% no período 95/00 e de 26% no período 2000/2005, 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 80% no período 95/00 e de 50% no período 2000/2005, ou seja, o saldo da geração bruta de caixa na realidade foi de somente 20% no primeiro período e de 50% no segundo. E se incluíssemos nesse cálculo o impacto do desembolso do Imposto de Renda Operacional 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 às necessidades de capital (fixo e de giro), sugerindo reflexão e muita cautela com o uso do indicador EBITDA. Dessa amostra somente 10 empresas investiram até a metade destas relações;

A título de exemplo real, a tabela "A", na próxima página, apresenta o comportamento médio no período de 2000/2005 de sete empresas dessa amostra. O objetivo é demonstrar as evidências do comportamento dos valores e a variação dos indicadores acima comentados.

Portanto, o pressuposto de 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 demons-

1 - 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 capacidade de geração de valor ao acionista.

2 - Ver artigo Decisão Econômico-financeira em Moeda de Valor Estável, publicado em dezembro/2005 nº 93 na Revista IBEF News SP - www.ibef.com.br/in/ibefnews93.asp.

Tabela A: Comportamento do EBITDA e Indicadores - período 2000/2005 - Em R\$ MM

Empresas	EBITDA	Depreciação	Imobilizações	Imob/Depr.	Depr/EBITDA	Imob/EBITDA
A	3000	710	1600	127%	24%	54%
B	1040	310	420	37%	30%	40%
C	840	440	760	72%	53%	90%
D	700	290	330	17%	41%	48%
E	640	140	460	220%	23%	72%
F	430	70	140	91%	17%	32%
G	310	80	210	156%	26%	67%

Tabela B: Comportamento do EBITDA, Fluxo de Caixa Oper., F. C. F. e Dividendos Pagos

Empresas	EBITDA	Imobilizações	Fluxo Caixa Oper.	F. C. F.	Dividendos Pagos
A	3000	1600	2110	510	1500
B	1040	420	860	550	110
C	840	760	730	(300)	110
D	700	330	680	480	80
E	640	460	400	420	30
F	430	140	320	170	120
G	310	210	240	50	50

tram que as empresas têm investido em imobilizado e consomem a “geração bruta de caixa” de maneira relevante e por um período amplo de análise.

A consolidação destas evidências é fundamentada através das informações dos valores de geração de caixa demonstradas pelo Fluxo de Caixa Operacional e do *Free Cash Flow* (F. C. F.) para estas mesmas empresas, apresentados na tabela acima.

Observa-se claramente na Tabela B o comportamento dos indicadores apresentados e a representatividade dos valores quando comparados entre si. Em primeiro lugar, é importante destacar a relevância do valor das imobilizações e os valores do Fluxo de Caixa Operacional e do F. C. F. - *Free Cash Flow*. Verifica-se, também, a magnitude das diferenças de valores quando se compara a geração de caixa medida pelo F. C. F. e pelo Fluxo de Caixa Operacional com os apresentados pelo indicador EBITDA. De maneira similar, percebe-se a importância e o impacto do valor dos dividendos pagos no período 2000/2005, quando comparado com o valor do F. C. F., uma vez que 9 das 21 empresas pagaram dividendos superiores ao valor do F. C. F. gerado neste período.

Desta forma, as evidências observadas ajudam a esclarecer a representatividade dos conceitos de fluxo de caixa nos seus respectivos níveis e as respostas obtidas implícitas ao escolher um ou outro conceito.

“Como resultado do uso generalizado 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 sem que eles percebam”

É importante esclarecer que a remuneração variável dos gestores vinculada ao EBITDA não contempla fatores fundamentais do desempenho econômico-financeiro do negócio, aspectos abordados de maneira integrada na metodologia de Criação de Valor ou *VEC*³, bem como pela abordagem moderna de finanças corporativas. Servem de exemplo, a necessidade de vincular o 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 generalizado do EBITDA na prática, temos: levar as empresas que o adotam

a distribuir resultados que não representam geração de valor, mas, lucro, que pode estar destruindo a riqueza dos acionistas sem que eles percebam. Outro fator importante é que o EBITDA ignora as necessidades de reinvestimento, o valor do capital empregado na atividade, o impacto do custo de capital nos resultados, assim como despreza as necessidades de pagamento dos encargos com o Imposto de Renda sobre os lucros.

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, de forma simples, ele somente apresenta uma parte da história, pois não considera em sua medida o desempenho da empresa como um todo. E no caso brasileiro, a magnitude da análise fica ainda mais prejudicada quando se compara dados históricos nominais, como são publicados os demonstrativos financeiros no Brasil, onde se despreza o impacto da perda de valor da moeda no tempo.

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

Somos da opinião de que, para ter sucesso no mercado competitivo e globalizado, a gestão da empresa deverá estar comprometida com o uso e aplicação da metodologia *VEC*, porque considera a meritocracia, fator que exige e envolve os colaboradores no atingimento de metas de resultados vinculadas à remuneração variável, e trabalha de forma integrada com o conjunto das demonstrações financeiras.

Essa metodologia contribui significativamente para a governança corporativa, no aumento da transparência das informações aos gestores, mercado e investidores, resultando no aumento da confiabilidade, na melhoria dos resultados econômicos e na melhor percepção do valor da empresa pelo mercado de capitais. ■

Oscar Malvessi é professor de Finanças Corporativas da EAESP-FGV, pesquisador sênior do GVcepe - Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP e titular da firma de Consultoria em Criação de Valor.

oscar@oscardmalvessi.com.br

3 - *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 aplicabilidade do conceito do Lucro Econômico e a sua convergência aos princípios de governança corporativa aplicada as empresas no Brasil de forma ampla.