PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Kátia Genzi de Castro Orefice

Considerações sobre a Padronização do Indicador

“EBITDA”

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

SÃO PAULO

2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Kátia Genzi de Castro Orefice

Considerações sobre a Padronização do Indicador

“EBITDA”

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS A ATUARIAIS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Ciências Contábeis e Atuariais, sob a orientação do Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus.

SÃO PAULO

2010

Banca Examinadora

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho ao meu marido Alan, pelo apoio e compreensão, e a minha mãe, pelos ensinamentos e incentivo.

“Faça seu próprio sonho.”

John Lennon

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus pelos ensinamentos em sala de aula e por ter mostrado com sabedoria, habilidade e inteligência o valor da Ciência Contábil.

À Prof. Dra. Neusa Maria Bastos F. Santos, pelas contribuições e alertas sobre a preparação deste estudo.

Ao Prof. Dr. José Carlos Marion e ao Prof. Dr. Wilson Nakamura, pelas observações e recomendações acerca do conteúdo e estrutura deste trabalho.

Ao meu marido Alan pelas enormes ajudas domésticas e sentimentais, pelo carinho, dedicação e paciência ao longo dos meses da pesquisa e ao longo de nossas vidas. E também pela cobrança quanto aos prazos deste trabalho.

À minha mãe, Maria Elizabeth, fonte de inspiração para meu crescimento educacional e profissional.

Às empresas pelas quais passei e que me proporcionaram a vivência no mundo contábil real.

À PUC São Paulo pela oportunidade de realizar o curso de Mestrado.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	V
RESUMO	VII
ABSTRACT	VIII
1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. Contextualização	1
1.2. Justificativa do tema	3
2. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	7
2.1. Problema de Pesquisa.....	7
2.2. Objetivos e Hipótese.....	9
2.3. Métodos Científicos	11
3. REVISÃO TEÓRICA E CONCEITUAL.....	13
3.1. Conceitos e Definições de Lucro	15
3.2. Convergência das Normas Internacionais	32
3.3. EBITDA.....	54
4. PESQUISA EMPÍRICA.....	73
4.1. Técnica de Coleta dos Dados.....	73
4.2. Análise dos Dados.....	75
4.3. Síntese da Composição do Indicador	118
5. CONCLUSÃO.....	120
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	126

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Comparação Conceitual - Lucro Contábil e Lucro Econômico.....	30
Tabela 2 - Projetos que estão sendo trabalhados conjuntamente pelos comitês, nas áreas identificadas para melhoria no IFRS e no US GAAP.....	37
Tabela 3 - Modelo de Reconciliação EBITDA vs Lucro Operacional / Lucro Líquido	66
Tabela 4 – As 50 Maiores Empresas de Capital Aberto do Brasil	76
Tabela 5 – Os números das 100 Maiores Empresas de Capital Aberto	77
Tabela 6 – Conciliação do Indicador EBITDA.....	90
Tabela 7 - Recálculo do indicador EBITDA.....	94
Tabela 8 - Reconciliação do indicador EBITDA.....	111

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Reconciliação indicador EBITDA - Tractebel.....	91
Figura 2 – Reconciliação indicador EBITDA - Petrobrás	97
Figura 3 – Reconciliação indicador EBITDA - Ambev.....	98
Figura 4: Reconciliação indicador EBITDA - CSN	99
Figura 5 – Reconciliação indicador EBITDA - Telesp	100
Figura 6 – Reconciliação indicador EBITDA - Cemig	101
Figura 7 – Reconciliação indicador EBITDA - CCR	103
Figura 8 – Reconciliação indicador EBITDA - Embraer	105
Figura 9 – Reconciliação indicador EBITDA - Copel	105
Figura 10 – Reconciliação indicador EBITDA - Coelba	106
Figura 11 – Reconciliação indicador EBITDA – AES Eletropaulo.....	107
Figura 12 – Reconciliação indicador EBITDA - Suzano.....	107
Figura 13 - Reconciliação indicador EBITDA - Perdigão	114
Figura 14 – Reconciliação indicador EBITDA – Lojas Americanas.....	116

RESUMO

Para a realização deste trabalho observou-se duas realidades no cotidiano das empresas e na literatura específica das áreas de Administração, Economia e Contabilidade:

1. A competitividade estabelecida entre as empresas com a globalização da economia mundial, a premência pela rapidez e clareza na interpretação das informações contidas nas demonstrações financeiras e, por consequência, a comparabilidade de seus resultados;
2. A preocupação demonstrada pelos órgãos internacionais de Contabilidade com a necessidade de harmonização das práticas contábeis, consolidando, assim, a Contabilidade como linguagem universal dos negócios.

Diante dos fatos observados, tem-se, como premissa básica do estudo, verificar se existe efetivamente a possibilidade de comparação de desempenho entre empresas a partir do indicador EBITDA.

Com este enfoque são abordados, primeiramente, os significados contábeis e econômicos da palavra lucro e, contiguamente, a atuação da Contabilidade Internacional frente à padronização dos indicadores de desempenho.

Em seguida, focando-se a utilização das informações contábeis, explora-se o indicador EBITDA, oficialmente divulgado pelas empresas como medida padronizada de desempenho operacional, a fim de identificar se sua construção segue sempre critérios determinados, de forma a garantir isenção em sua interpretação.

Conclui-se que a base deste indicador, apesar das tentativas para sua padronização, não é homogênea, e que, para garantir acuracidade em sua análise, há que se fazer recálculos a partir das demonstrações financeiras publicadas, tal como é feito na análise clássica de balanços.

Palavras-chave: EBITDA, Indicadores de Desempenho, Padronização.

ABSTRACT

In order to conduct this study, it has been observed two facts in the companies' routine and in the specific literature of Administration, Economics and Accounting areas:

1. The competition established between companies with the markets' globalization, the utmost importance of speed and clarity in the interpretation of the information extracted from the Financial Statements and, consequently, the comparability of their results;
2. The concern of the accounting international agencies with the harmonization requirements on the accounting practices, consolidating, this way, the Accounting as the universal business language.

According to the observed facts, it has been identified as the basic premise for this study to check whether there is effectively the possibility of performance comparison between companies from the EBITDA indicator.

Focusing on this point, primarily it has been traced the accounting and economic meaning of the word Profit and, contiguously, the acts of the International Accounting standing up to the performance indicators standards.

Afterwards, interested on the utilization of accounting information, it is presented a research over EBITDA, officially presented by the companies as a standard performance indicator, in order to identify whether its construction follows a pattern, providing exemption in its interpretation.

The final conclusion is that this indicator, although many attempts have been made, is not homogenous and, in order to assure reliance on its analysis, it is necessary to recalculate it from the information provided by Financial Statements, the same way it is made in classical statement analysis.

Keywords: EBITDA, Performance Indicators, Standardization.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

A presente dissertação tem por objetivo avaliar a composição do indicador EBITDA, que mostra, genericamente, "o potencial de geração de caixa de um negócio, pois indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais", conforme citação do Prof. Ariovaldo dos Santos (*apud* Gradilone, 2002).

Decorre desse objetivo principal a análise da efetiva padronização do cálculo deste indicador. De forma resumida, entende-se que o EBITDA é um indicador passível de ser calculado por todas as empresas e que, por esta razão, seria um ponto comum para a comparação de desempenho.

Este conceito é defendido por Fernando Musa (*apud* Gradilone, 2002):

"... o EBITDA não é afetado por variáveis específicas de cada país, como taxas de juro, regras de depreciação e, principalmente, as complexas diferenças entre as leis tributárias. Tudo isso torna muito mais difícil fazer qualquer projeção sobre os resultados futuros da empresa. O EBITDA é uma variável operacional e muda pouco de ano para ano e de país para país, por isso, ele é uma ferramenta muito útil quando uma empresa resolve comparar-se com um concorrente ou globalizar suas operações."

Esse entendimento, levado ao extremo, implica que todas as empresas que publicam este indicador poderiam ser elencadas de acordo com o desempenho através dele demonstrado.

Porém, conforme destacado por Ludícibus (2009, p.248):

"... a informação do EBITDA está sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas. Essa situação torna difícil compreender tanto a formação do número apresentado quanto a sua integração ou conciliação com outros números da Demonstração do Resultado, além de não ser comparável."

Esta afirmação corrobora a necessidade de verificação da composição do indicador para melhor entendimento das publicações que atualmente são veiculadas

e, no caso da presente dissertação, confirmar se são feitas a partir de uma base comum.

Intenciona-se com o trabalho em questão contribuir para a Contabilidade Financeira no sentido de avaliar e divulgar um indicador extraoficial, característico dos textos econômicos e financeiros que visam à análise de resultados. Dessa forma, está-se contribuindo para a disseminação de números contábeis mais coerentes e precisos, não sujeitos a interpretações individuais ou retrabalhos intuindo sua harmonização.

Por se tratar de um indicador que não é baseado em normas contábeis, ou seja, que inclui ou exclui montantes não previstos nas medições econômicas associadas às normas contábeis mais diretamente comparáveis (Iudícibus, 2009), pode haver certa complacência, por parte dos administradores, na sua elaboração, através da utilização de rubricas pré-selecionadas e que viessem a interpretação de resultados. Assim, para que a contribuição pretendida possa ser alcançada, o presente trabalho explora a parte conceitual teórica sobre Lucro e sobre o EBITDA, buscando definições que possam justificar a construção deste indicador. Após essa etapa, são verificadas as interpretações e análises desenvolvidas pelos órgãos contábeis sobre sua efetividade, bem como sobre sua inclusão no movimento atual de harmonização das Normas Contábeis Internacionais.

Além da contribuição para a Contabilidade Financeira, diretamente voltada para a divulgação das Demonstrações Contábeis, o assunto pode também ser tratado pela Contabilidade Gerencial como uma ferramenta útil e já utilizada na mensuração de desempenho.

Elaborada a parte teórica, apresenta-se uma análise efetuada a partir da publicação “Exame – Melhores e Maiores” em que o EBITDA é um dos indicadores divulgados. Nesta análise, busca-se a constatação sobre a comparabilidade deste indicador entre as empresas selecionadas.

1.2. Justificativa do tema

A idéia inicial para o desenvolvimento do tema desta dissertação surgiu nas observações efetuadas durante o desenvolvimento de atividades profissionais em empresas de origem americana e européia.

O cálculo dos indicadores de desempenho, mais conhecidos como “Key Figures” (Indicadores-chave, em tradução livre) ou “Key Performance Indicators” (Indicadores-chave de Desempenho, em tradução livre), costuma ser definido pela direção geral das empresas e então disseminado a todas as suas subsidiárias.

Em geral, são trabalhados como indicadores de um “Balanced Scorecard®”, que é uma metodologia que se utiliza dos indicadores financeiros como sendo a síntese final do desempenho gerencial e organizacional, mas incorpora também indicadores que representam a atividade sob o aspecto dos clientes, processos internos, funcionários e sistemas (Kaplan, 1997).

Assim, por exemplo, para algumas existe o Valor Agregado, calculado a partir da Receita de Vendas menos os Custos Variáveis de Produção, na forma de um percentual sobre as vendas, que deve ficar em determinada faixa numérica para estar de acordo com as políticas de rentabilização do negócio. Este indicador pode considerar que a mão-de-obra de fábrica não deve ser considerada no cálculo, pois não está relacionada ao volume de produção, mas sim à estrutura indireta de apoio à produção – isso pode acontecer em empresas mais automatizadas, menos dependentes de operadores.

Outro indicador pode ser o percentual da Contribuição Marginal sobre as Vendas, também derivado das Receitas de Vendas menos os Custos Variáveis de Produção, e que tenha também suas faixas de aceitação e que, neste caso, considera a mão-de-obra de fábrica como um de seus componentes...

Segundo Kaplan (1997, p.21), “as empresas devem utilizar sistemas de gestão e medição de desempenho derivados de suas estratégias e capacidades”, o que justificaria existir grandes diferenças entre os conceitos utilizados para a definição e cálculo dos indicadores internos entre empresas. São indicadores

particulares de desempenho que permitem a comparabilidade entre diversas entidades de um mesmo grupo e que não são destinados ao público externo.

No entanto, pode-se observar que, além de indicadores internos, medidos e acompanhados apenas pelos administradores da empresa, há também indicadores “universais” que passaram a ser recompostos, sofrendo uma individualização conceitual, mas que por serem de conhecimento e utilização de vários usuários, são empregados pelo grande público para diversas análises e comparações.

O ponto levantado refere-se ao indicador EBITDA, acrônimo para “Earnings Before Interests Taxe, Depreciation and Amortization”, traduzido para o português como sendo LAJID: Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

Por não ser um indicador que esteja sujeito às definições emitidas por órgãos contábeis, há certa liberdade (ou liberalidade) na sua composição, sendo que as empresas procuram construí-lo tal como um indicador interno, trabalhando com seus elementos-chave de forma a interpretá-lo segundo suas necessidades de rentabilidade.

Caso não fosse divulgado, ou ainda, caso esta divulgação estivesse sempre acompanhada dos critérios utilizados na sua construção, os efeitos seriam minimizados, porém na realidade, isso pode não ocorrer.

Ao ler na Seção de Definições, presente em um prospecto de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da BR Malls Participações S.A. (Portal Exame, 2009), a seguinte definição para o indicador EBITDA, evidencia-se que a composição do mesmo varia e que a comparação deste indicador entre empresas distintas não é recomendável:

EBITDA: Medição não contábil elaborada por nossa administração, calculada observando as disposições do Ofício Circular CVM n.º 01/2007, consistindo no lucro operacional acrescido de resultado financeiro líquido e depreciação e amortização. O EBITDA não é uma medida reconhecida pelo BR-GAAP, não possui um significado padrão e pode não ser comparável a medidas com títulos semelhantes fornecidas por outras companhias. Divulgamos o EBITDA para medir o nosso desempenho. O EBITDA não

deve ser considerado isoladamente ou como um substituto do lucro (prejuízo) ou da receita operacional, como um indicador de desempenho operacional ou fluxo de caixa ou para medir a liquidez ou a capacidade de pagamento de dívida.

Ora, o próprio reconhecimento da empresa de que o indicador não é “comparável a medidas com títulos semelhantes, emitidas por outras companhias” enfatiza as falsas conclusões que podem ser geradas ao se comparar um número específico e que traduz a realidade apenas daquela empresa.

É notório que a utilização de indicadores padronizados facilita a análise, interpretação e comparação de desempenho. Nos noticiários econômicos, pode-se ver frequentemente a menção do EBITDA, como sendo o número mais utilizado na tradução da performance das empresas.

Aumentando o foco sobre a utilização deste indicador, cita-se outro exemplo, em que as operações de duas empresas são comparadas através do EBITDA (Portal Exame, 2009):

“O prejuízo da Perdigão foi de 226 milhões de reais ante 51 milhões de reais nos primeiros três meses de 2008. O lucro antes de despesas financeiras, impostos, depreciação e amortizações (Ebitda) também caiu - 36,8% -, enquanto a receita líquida passou de 2,461 bilhões para 2,603 bilhões de reais, mostrando alta de 5,7%.

Já o prejuízo da Sadia foi maior: 239,196 milhões de reais ante o lucro de 248,266 milhões de reais apurado nos três primeiros meses de 2008. O Ebitda da companhia caiu 75,7% no intervalo, passando de 256,937 milhões para 62,5 milhões de reais. Já a receita operacional líquida aumentou 8,1% na mesma base de comparação, somando 2,458 bilhões de reais.

O diretor-presidente da Sadia, Gilberto Tomazoni, informou, por meio de relatório que acompanha o balanço, que a previsão de margem Ebitda para o ano foi mantida entre 8% e 10%.”

Este tipo de notícia suscita o questionamento sobre a padronização do indicador, pois embora a sigla esteja devidamente explicada, nada se sabe sobre os detalhes dos elementos que compõem o indicador. Os órgãos internacionais de

Contabilidade, mais fortemente representados pelo Financial Accounting Standards Board - FASB e International Accounting Standards Board - IASB, demonstram ciência das distorções que podem existir pela proliferação de tais indicadores, mas ainda não existe um posicionamento claro e indiscutível sobre o assunto.

Considerando que a Demonstração de Resultado é composta por várias linhas, não é suficiente explicar-se que o EBITDA é o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações. Pelo próprio exemplo acima, a definição de EBITDA menciona “despesas financeiras” e não “juros” – é apenas uma distorção cometida pelo jornalista ou é efetivamente a regra que a empresa adota para seu cálculo?

Mais uma vez utilizando-se da experiência em campo, pode-se citar o exemplo de uma empresa que adotava no cálculo de seu EBITDA a inclusão das receitas financeiras e das variações cambiais (ativas e passivas) decorrentes das operações (Contas a Receber e Contas a Pagar), mas excluía as despesas financeiras e as variações cambiais decorrentes de empréstimos e financiamentos.

Entende-se oportuno este questionamento quando se pode observar diversas divulgações, seja através de reportagens, notícias disponíveis em sites de economia e negócios, dentre outros, relatando o EBITDA como indicador de performance a ser utilizado em comparativos e análises sem se ter a certeza de que há efetivamente uma padronização em sua construção.

É neste contexto geral de entendimento do EBITDA e das suas possíveis construções, bem como das deliberações relacionadas à harmonização da informação contábil e seus possíveis reflexos sobre os indicadores de desempenho, que se encontra a justificativa para esta dissertação. De forma mais específica, pode-se enquadrar o foco do presente trabalho na avaliação da padronização do EBITDA, por normas internacionais, e suas repercussões sobre as análises e comparações desenvolvidas por usuários da informação contábil.

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

2.1. Problema de Pesquisa

”Ferramentas financeiras analíticas estão constantemente sendo desenvolvidas e refinadas. Mas, assim como físicos e outros cientistas estão ainda procurando por uma Teoria Unificada para explicar todas as forças básicas da Física, os profissionais de finanças e contabilidade têm ainda que descobrir uma teoria unificada para analisar o desempenho de uma companhia. E como as recentes experiências com EBITDA demonstram, até que tal teoria unificada esteja desenvolvida, pode ser perigoso depositar muita confiança em qualquer ferramenta analítica particular.”¹ (Knowledge @ Wharton, 2002).

É quase uma obsessão a busca de um indicador perfeito que simplifique todas as análises e cubra a maior parte das variáveis. Que possa ser facilmente entendido por leigos e validado por especialistas. Que possa traduzir de maneira uniforme a realidade de várias empresas, permitindo, assim, a comparação de desempenho.

Conforme Frezatti (2007), ainda que a empresa possa dispor de inúmeros indicadores, existe a necessidade de hierarquizar um que seja suficientemente relevante e representativo para o mercado, para o acionista controlador e para a empresa.

Em paralelo, percebe-se, atualmente, a busca pela harmonização das normas e princípios contábeis, principalmente por órgãos de representação da profissão contábil e por agentes regulamentadores da profissão.

¹ Tradução livre de: “Financial analytical tools are constantly being developed and refined. But just as physicists and other scientists are still searching for a Unified Theory to explain all the basic forces of physics, financial and accounting professionals have yet to discover a unified theory to analyze a company’s performance. And as the recent experiences with EBITDA demonstrate, until such a unified theory is developed, it can be dangerous to place too much reliance on any single analytical tool.”

No entanto, a padronização defendida por estes órgãos pode estar limitada, em nível restrito, aos profissionais da área, não abrangendo analistas, jornalistas e investidores que não estão interessados nas bases da Contabilidade, mas sim no que se pode concluir a partir das informações contábeis divulgadas. Assim, a falta de sinergia entre os provedores e os usuários da informação pode evoluir para análises controversas em que nem sempre as bases são equivalentes.

Interpreta-se o EBITDA como uma dessas informações utilizadas com o intuito de simplificar e padronizar, realidade essa defendida por Frezatti (2007) ao reconhecer o mérito desse indicador por ser ele uma aproximação do caixa operacional e calculado com relativa facilidade, o que agrada aos analistas externos. Contudo, o EBITDA apresenta também potenciais problemas, devido à parcialidade que pode acometer sua construção sob o ponto de vista interno dos gestores.

Partindo-se desse conflito, nesta dissertação busca-se a resposta à seguinte pergunta:

O EBITDA pode ser considerado um indicador padronizado, que representa o desempenho operacional de uma empresa e que, portanto, permite sua comparação com outras?

2.2. Objetivos e Hipótese

O principal objetivo desta dissertação é avaliar se a forma de cálculo do indicador EBITDA é uniforme.

O segundo objetivo, marginal, é verificar se os esforços para a harmonização dos princípios e práticas contábeis, trabalhados pelos órgãos oficiais, abordam também a construção do indicador em questão.

Pode-se caracterizar os objetivos da seguinte maneira:

Objetivo Teórico: vincular a metodologia de cálculo do indicador EBITDA às ações de harmonização das regras contábeis e, assim, verificar sua padronização e uniformidade.

Objetivo Prático: verificar se o indicador EBITDA atualmente fornecido pelas empresas em suas divulgações oficiais é sempre constituído pelos mesmos elementos da Demonstração de Resultado.

Não se pretende, neste estudo, avaliar a eficácia da utilização do indicador EBITDA para a análise de desempenho, mas, sim, seu grau de comparabilidade.

De acordo com Gil (2009, p.31), uma hipótese é uma “proposição testável que pode vir a ser a solução do problema”. Para se elaborar a hipótese deste trabalho, contou-se com diversas observações sobre realidades presentes no dia a dia de algumas empresas que incitaram o questionamento aqui contido.

Para o alcance dos objetivos propostos, a hipótese básica a ser testada é:

Embora exista uma definição geral para o conceito EBITDA, seu cálculo tende a ser influenciado por interpretações particulares sobre as linhas de resultado que o compõem e, assim, as empresas podem divulgar números diferentes sob a mesma denominação.

Entende-se que a construção desta hipótese respeita algumas características consideradas básicas para sua aplicabilidade, como, por exemplo, clareza e especificidade e está isenta de julgamento de valor por envolver referências empíricas.

São analisados os valores divulgados a título de EBITDA e a composição dos mesmos, verificando-se se existe uniformidade na composição, o que significa que a análise não incluirá testes estatísticos. A comprovação é feita por meio de evidências comparativas entre as variáveis que permitem aceitação ou rejeição da hipótese de pesquisa.

Segundo Gil (2009, p. 32), o “conceito de variável refere-se a tudo aquilo que pode assumir diferentes valores ou diferentes aspectos, segundo os casos particulares ou as circunstâncias”. Assim, dada a complexidade de uma Demonstração do Resultado, a análise da padronização no cálculo do EBITDA tem como foco principal o tratamento dado às seguintes linhas:

- Outras Receitas e Despesas Operacionais;
- Resultado Não Operacional.

Esses critérios foram definidos com base nas alterações, promovidas por órgãos competentes, sobre o conteúdo e forma da Demonstração do Resultado, em que pese o grau de subjetividade embutido na composição e interpretação de tais linhas.

Após essa identificação, são listadas, em tabelas, as variáveis selecionadas e o tratamento dispensado a cada uma, obtendo-se, assim, o grau de padronização existente para as empresas pesquisadas.

2.3. Métodos Científicos

O trabalho inicia-se com uma pesquisa bibliográfica com o intuito de esclarecer conceitos importantes sobre o assunto, bem como formar um referencial teórico para o estudo, tendo em vista que “a pesquisa bibliográfica é desenvolvida com base em material já elaborado e constituído principalmente de livros e artigos científicos” (Gil, 2009, p44).

O método utilizado é o teórico empírico porque envolve uma fundamentação teórica dos elementos pertinentes ao estudo seguida de uma pesquisa empírica, na qual foram utilizados os dados publicados pelas maiores empresas de capital aberto, por faturamento, sediadas no Brasil, de acordo com a Revista Exame, Melhores e Maiores, edição anual de 2009.

2.3.1. Delimitação do Estudo

Severino (1991, p.115) identifica uma dissertação de mestrado como uma “comunicação dos resultados de uma pesquisa e de uma reflexão” que descreve “um tema igualmente único e delimitado”, devendo “ser elaborada de acordo com diretrizes metodológicas, técnicas e lógicas do trabalho científico”.

Considerando os objetivos deste trabalho, faz-se necessária uma delimitação do estudo, conforme se segue:

1. No aspecto conceitual, trata sobre a mensuração do resultado, com enfoque nos indicadores de desempenho operacional, levando em consideração a Teoria do Lucro, a Teoria da Contabilidade e ainda as Normas Internacionais de Contabilidade;
2. No aspecto setorial, considera as Maiores Empresas de Capital Aberto, de acordo com o *ranking* elaborado pela revista “Melhores e Maiores”;
3. No aspecto temporal, considera os dados publicados em 2009 referentes aos resultados de 2008.

2.3.2. Estrutura do Trabalho

O trabalho foi estruturado em cinco capítulos, da seguinte forma:

- Capítulo 1: apresenta a Contextualização e a Justificativa do Tema;
- Capítulo 2: apresenta os Aspectos Metodológicos, quais sejam: Problema de Pesquisa, Objetivo e Hipótese e Métodos Científicos, desmembrados em Delimitação do Estudo e Estrutura do Trabalho;
- Capítulo 3: apresenta a revisão teórica e conceitual sobre o assunto, verificando o estado em que se encontra o conhecimento, a qual servirá de base à pesquisa documental e às conclusões do trabalho.
- Capítulo 4: apresenta a pesquisa empírica realizada, descrevendo os métodos de coleta de dados e os materiais utilizados, bem como a exposição e discussão dos resultados comparando-os com os já existentes na literatura citada e as possíveis implicações e significados.
- Capítulo 5: são expostas as conclusões obtidas no estudo, visando o cumprimento do objetivo proposto e a confirmação ou não da hipótese previamente estabelecida.

O trabalho encerra-se com a apresentação das referências bibliográficas.

3. REVISÃO TEÓRICA E CONCEITUAL

A revisão teórica consiste em três partes principais: a primeira recupera os conceitos do termo “Lucro”, a segunda revisita alguns enfoques existentes no processo de harmonização das normas internacionais de contabilidade concernentes à divulgação do Lucro, e a terceira discute aspectos do EBITDA.

Para situar a revisão teórica, faz-se necessário recuperar algumas premissas contábeis. Conforme destacado por Ludícibus (2009, p.3):

“O estabelecimento dos objetivos da Contabilidade pode ser feito na base de duas abordagens distintas: ou consideramos que o objetivo da Contabilidade é fornecer aos usuários, independentemente de sua natureza, um conjunto básico de informações que, presumivelmente, deveria atender igualmente bem a todos os tipos de usuários, ou a Contabilidade deveria ser capaz e responsável pela apresentação de cadastros de informações totalmente diferenciados, para cada tipo de usuário.”

Para solucionar o problema, é sugerido que exista um banco de dados de informações contábeis, e que a partir deste, os usuários decidam com quais informações necessitam trabalhar, o que proporcionaria à Contabilidade cumprir seu principal objetivo: “prover informações econômicas para os vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais” (Ludícibus, 2009).

Assim, os diversos usuários, quais sejam acionistas, investidores, prestadores, governo, administradores e empregados poderiam, com base nestas informações, decidir o que é relevante e então desenvolver suas próprias análises e projeções, dentro de uma abordagem sistêmica² da Contabilidade.

Conforme Ludícibus (2009, p. 68), não é possível dimensionar o meio econômico amplo no qual a Contabilidade atua, entretanto, reconhece-se seu

² Abordagem Sistêmica: método de identificar, mensurar e comunicar informação econômica, financeira, física e social, a fim de permitir decisões e julgamentos adequados por parte dos usuários da informação. (Ludícibus, 2006)

desenvolvimento como ciência de avaliação das variações patrimoniais. Devido a esse caráter informativo, verificou-se a necessidade de algumas padronizações, feitas por organismos ou governos, de forma a limitar extremos nas demonstrações.

Ainda em relação à conceituação da Contabilidade, conforme Ludícibus (2009, p. 69), pode-se estruturá-la sob três ângulos:

1. Foco no acompanhamento das variações quantitativas e qualitativas do Patrimônio, considerada então como Ciência;
2. Foco no usuário da informação, constituindo-se em um sistema de informação que disponibiliza informações e análises;
3. Foco na avaliação dos recursos escassos colocados à disposição da sociedade, permitindo a inferência sobre a eficácia e eficiência sobre tal utilização.

Por esta estratificação, já em sua definição, a Contabilidade está associada à mensuração do Lucro, cuja definição e conceituação serão trabalhadas a seguir.

3.1. Conceitos e Definições de Lucro

Antes de empreender uma discussão sobre o que é lucro, há que se ressaltar que não existe um enfoque único para defini-lo. A complexidade do tema não possibilitou nem mesmo uma conclusão sobre se é necessária uma única definição ou se efetivamente devem existir tantas definições quantos os usuários dessa informação.

Sabe-se que, até o presente momento, não foi estabelecido um conjunto harmônico de princípios capaz de guiar economistas e contadores, embora a Contabilidade em muito se apoie na Economia. São dois mundos construídos sobre bases muito próximas, mas cuja operacionalização faz-se a partir de visões muito diferentes: os economistas desenvolvem suas teorias num mundo idealizado, hipotético e os profissionais da área contábil lidam com o “mundo real”. Conforme citado por Ludícibus (2009, p. 66), a Contabilidade, tal como a Administração, sendo uma ciência ligada ao mundo econômico e financeiro, tem, na Economia, sua disciplina mãe. Entretanto, a passagem das considerações econômicas — embasadas em entidades emblemáticas que reproduzem paradigmas ideais ou hipotéticos — para as considerações contábeis não é feita sem dificuldades, pois esta há que se basear firmemente na entidade real.

Há a necessidade de se manter o elo de ligação entre a Economia, a Administração e a Contabilidade, dando vida a um ciclo de planejamento, execução e controle. Porém, os conceitos, bem como seu entendimento, devem convergir para um significado compatível.

A título de exemplo, cabe citar a utilização do conceito Lucro na tentativa de correlacionar essas ciências, avaliando como a sua divulgação, através dos dados contábeis, pode influenciar o valor de mercado das ações e como essa movimentação pode influenciar o cenário (macro ou micro) econômico.

Apesar de toda a teoria, há que se salientar que a Contabilidade deve caminhar com a Economia e a Administração, pois não se pode permitir que sua

informação limite-se a fatos estáticos quando o usuário ou tomador de decisões esteja mais interessado em valor econômico e mercado (Iudícibus, 2009).

Um investidor não se limitará a analisar o desempenho de períodos passados, mas, provavelmente, avaliará tendências e cenários futuros através das informações desses períodos.

Assim, delinea-se a necessidade de adaptação ou reconstrução dos indicadores contábeis, principalmente a rubrica denominada Lucro.

Não cabe, neste trabalho, uma investigação minuciosa sobre o conceito de lucro no entendimento de diversos autores, nem sobre as controvérsias de natureza teórica que tais conceitos suscitam. No entanto, julga-se apropriada uma breve elucidação sobre o conceito lucro, sob os pontos de vista econômico e contábil, e como as teorias já desenvolvidas relacionam-se com o conceito EBITDA.

Inicia-se com uma abordagem à teoria do lucro, que, segundo Knight (1921, p.13), “é uma das mais insatisfatórias e controversas divisões da doutrina econômica”.

3.1.1. Visão Econômica

Em economia, uma empresa é considerada geradora de lucro normal quando o total das suas receitas iguala o total de seus custos. Estes lucros normais atendem à taxa de retorno, que é a taxa mínima requerida pelos investidores para manter seu nível de investimento. Economicamente, o lucro normal é tratado, então, como sendo um custo, e considerado como um dos componentes do custo de capital.

O lucro econômico aparece quando as receitas excedem o custo de oportunidade total, incluindo aí o custo do capital – definido como sendo o lucro normal. Um negócio é considerado contabilmente lucrativo quando as receitas excedem o custo contábil dos itens consumidos em sua geração. Resumidamente, a economia trata o lucro normal como sendo um custo (custo do capital empregado) e aquilo que o excede é o lucro econômico.

O lucro econômico pode também incluir o reconhecimento do risco incorrido pelo investidor, na forma de um custo, que é calculado através de uma taxa mínima de retorno exigida.

Os lucros normais existem em condições de mercados perfeitos, quando o equilíbrio econômico é alcançado e tem-se o custo médio igualado ao custo marginal na posição de maximização do lucro, ou seja, não há lucro econômico nos mercados perfeitos.

Relativamente à elaboração do lucro econômico, quando a escola clássica de economia estava em evidência, as corporações não possuíam muita importância, estando restritas a poucos bancos e comércios. Havia alguns empréstimos com juros, mas grande parte das indústrias se financiava com o capital próprio dos acionistas.

Devido a esse fato, era natural estabelecer uma conexão entre as receitas do administrador de negócios com a propriedade do capital e, então, observar a palavra lucro empregada nesse sentido.

O lucro já foi tratado pelos antigos economistas como juros sobre o capital, remuneração dos administradores e até como retorno sobre o risco envolvido na operação de administração de um negócio.

Vale citar que, para a escola socialista alemã, o lucro inclui toda a receita decorrente do emprego do capital, ao qual se adiciona a terra também à propriedade. A combinação dessa assertiva à teoria do valor do trabalho resulta num outro conceito por meio do qual define-se que tudo que não é salário é lucro. O capital é equivalente à propriedade, a qual é referenciada como mero poder sobre as atividades econômicas dos outros devido a posição estratégica de propriedade do trabalho. Chega-se ao ponto de fazer uma analogia a um “assalto à casa de um barão situada em um penhasco ou um pedágio em uma estrada natural”. (Knight, 1929).

Os padrões naturais de valores e as taxas normais ou naturais de salários, juros e lucro são, na realidade, taxas estáticas. Elas são idênticas àquelas que

seriam percebidas se a sociedade fosse perfeitamente organizada, mas livre dos distúrbios que o progresso causa nos seguintes elementos da estrutura econômica:

1. População em crescimento;
2. Capital em crescimento;
3. Melhoria nos métodos de produção;
4. Estrutura dos estabelecimentos industriais;
5. Multiplicação e mudança dos desejos dos consumidores.

Os preços dos bens nessas velhas teorias são considerados naturais quando se igualam ao custo de sua produção. Na realidade, preços naturais são preços estáticos e não geram nenhum lucro ao empreendedor.

Conseqüentemente, os lucros são decorrentes de uma mudança dinâmica e esta mudança está sempre ocorrendo em decorrência dos cinco fatores acima mencionados. Os padrões estarão sempre se alterando e a realidade sempre buscará alcançá-los, sendo que o intervalo existente pode ser considerado como o lucro.

A mudança está relacionada com o lucro, mas não é sua causa, pois no espaço de tempo que se leva para se adequar aos novos padrões surge a diferença entre o custo dos insumos empregados e o preço praticado. No entanto, a conexão entre mudança e lucro é incerta e sempre indireta. Ou seja, não haveria lucros se tudo permanecesse exatamente no mesmo jeito, de maneira uniforme, pois o futuro seria completamente previsível e a competição faria os ajustes necessários para o estado ideal, onde os preços se igualariam aos custos. Nesse sentido, admite-se que a mudança conectada à ignorância do futuro é a chave para o lucro.

Em contrapartida, mesmo que não haja mudança alguma, é também possível haver lucro em função da decorrência dos padrões naturais de valores anteriormente enumerados. Todavia, o fato de se antecipar uma mudança que não se efetiva ou o fato de não se antecipar uma mudança que se efetiva também pode gerar lucro.

Depreende-se, daí, que não é uma mudança dinâmica, nem mudança alguma, que causa o lucro, mas a divergência entre as condições atuais das condições esperadas e com base nas quais os planos de negócios foram elaborados.

Para uma explicação mais satisfatória do lucro, faz-se necessária a referência à teoria dinâmica da incerteza sobre o futuro, uma condição de relações indevidamente designadas pelo termo “risco”, em linguagem comum e em jargão de negócios.

Pode-se também argumentar que o prêmio recebido pelo risco assumido não deve ser considerado como parte do lucro, que seria apenas o excesso entre preços praticados e custos incorridos.

Ora, uma situação envolvendo um risco conhecido pode ser classificada como incerteza. Contudo, na medida em que for registrado expressivo número de casos idênticos, tal situação pode ser facilmente convertida, passando a ser classificada de certeza efetiva. Ou seja, os resultados tornam-se previsíveis de acordo com as leis da probabilidade e os erros dessas previsões aproximam-se de zero, conforme o número de casos aumenta. É, pois, uma questão elementar de desenvolvimento de organização de negócios, a combinação de um número suficiente de casos para reduzir a incerteza a limites desejáveis. Esse é, por exemplo, o objetivo a ser alcançado pela instituição dos seguros, haja vista que, se a situação de incerteza for mensurável, é possível analisar os meios de amenizar seus efeitos valendo-se da contratação de seguros.

Por esse tipo de análise econômica, incluem-se dois elementos que se apresentam como partes interessadas no lucro: os proprietários, que assumem esta incerteza, colocando seu capital em risco, e os administradores, que são os agentes contratados para desenvolver o negócio e que não assumem este risco.

Por um lado, o lucro está de fato relacionado a mudanças econômicas (apenas porque a mudança é a condição da incerteza) e, de outro, ele é claramente o resultado do risco, mas apenas um tipo de risco: o que não é suscetível à medição.

Assim, a base do conceito de lucro econômico está no incremento (mudança) verificado sobre o patrimônio inicial de um período (capital empregado) e que, em caso de distribuição, não alteraria o valor deste patrimônio inicial. Consideram-se também os fatores de risco, incerteza e remuneração do capital empregado.

Para Hicks (*apud* Ludícibus, 2009), “lucro é o que podemos consumir numa semana e sentirmo-nos tão bem no fim como nos sentíamos no início”. Tal conceito mostra-se muito bem inserido nas ciências contábeis, pois consegue harmonizar fluxos e estoques pela consideração da projeção dos fluxos em dois momentos distintos, no início e no fim do período (Ludícibus, 2009).

Singelamente, Hicks abrange expectativas futuras de fluxos de caixa gerados pela entidade, descontados a valor presente pela taxa de custo do capital e chega à seguinte equação:

Lucro = Taxa de Juros x Valor Subjetivo calculado no momento inicial.

Se este valor for distribuído e se as expectativas se realizarem, ao final do período, ao se calcular o resultado subjetivo, chegar-se-á ao valor original.

Guerreiro (1991) destaca alguns autores na conceituação sobre lucro do ponto de vista econômico:

“... quantia que pode ser consumida sem prejudicar o capital.” (Adam Smith)

“... quantia máxima que a firma pode distribuir como dividendos e ainda esperar estar tão bem no final do período como ela estava no começo.” (Chang)

“... é imaginado como o fluxo de riqueza ou serviços em excesso àquele necessário para manter o capital constante.” (Hendriksen)

Dessa forma, caracteriza-se o estudo da definição do lucro sob a ótica econômica, a qual está mais vinculada à natureza dos fatores empregados à sua geração do que à medição destes fatores. A respeito, afirma Guerreiro (1991):

“o lucro contábil enfatiza a objetividade e o lucro econômico demanda uma dose considerável de subjetividade, ou seja, de econômico constitui-se

numa informação que supre adequadamente os modelos de decisão de pelo menos dois importantes usuários da informação contábil: o proprietário do capital e o administrador do capital”.

3.1.2. Visão Contábil

Sob o aspecto contábil, Hendriksen (1999, p.199) afirma que “o fornecimento de uma medida de lucro como indicador do desempenho de uma empresa é a principal preocupação da moderna divulgação de informações financeiras”. A partir dessa definição, denota-se claramente a preocupação com a mensuração do lucro através de elementos mais concretos.

Entretanto, há que se considerar que tal definição esbarra em alguns problemas conceituais e práticos, assim elencados por Hendriksen (1999, p.199):

- Não existe um conceito de lucro contábil claramente formulado;
- Não há base teórica permanente para o cálculo e apresentação do lucro contábil;
- As práticas contábeis geralmente aceitas permitem variações na mensuração do lucro do exercício de empresas diferentes;
- As variações do nível de preços têm modificado o significado do lucro medido em termos monetários históricos;
- Outras informações podem ser mais úteis a para investidores e acionistas, no que diz respeito à tomada de decisões de investimento.

Há várias discussões em andamento que pretendem resolver tais problemas, dentre as quais constam a melhor visualização das transações, a prevalência da competência do exercício, o desenvolvimento de um conceito voltado à avaliação operacional que avalie a capacidade de pagamento de dividendos, a aproximação ao conceito de lucro econômico, a divulgação simultânea de várias categorias de lucro e, até mesmo, a eliminação do conceito de lucro e a adoção de medidas que retratem a viabilidade econômica.

Segundo Martins (2000, p.33), a Contabilidade só irá medir bem o lucro quando introduzir de forma completa, abrangente e definitiva, os efeitos da inflação e o custo de oportunidade do capital próprio.

Destaca-se, por oportuno, a importância de haver convergência entre a parte conceitual e a parte operacional, já que o fato de não existir um conceito de lucro contábil claramente formulado é fundamental para justificar a não harmonização sobre os números divulgados como lucro. Cabe às ciências de Contabilidade e de Economia estabelecer uma integração de forma a possibilitar que o usuário da informação receba um indicador que trate os fatores econômicos de maneira lógica, objetiva e sistemática, ou seja, que os identifique, reconheça, mensure e registre.

Considerando a impossibilidade de aplicação direta do conceito de Lucro Econômico à Contabilidade, visto que é preciso adaptá-lo às necessidades de objetividade e aos mecanismos de apuração contábil, Ludícibus (2009, p. 68) apoiando-se em Hicks, cita que o Lucro em Contabilidade é o que se pode distribuir durante um período, mantendo a potencialidade do Patrimônio Líquido Inicial intacta.

A definição mais aceita utiliza como estrutura o conceito de manutenção do patrimônio. Contudo, pelo vértice contábil, acrescentam-se algumas considerações sobre a forma de medição deste patrimônio, que são base para diferentes abordagens do Lucro Contábil:

1. Valores Históricos;
2. Valores Correntes³ (de entrada ou de saída);
3. Custo Histórico Corrigido;
4. Valor Corrente Corrigido;
5. Custo Histórico Corrigido mais um Fator de Crescimento;

³ Custo Corrente de um Ativo, hoje, no estado em que se encontra, seria o somatório dos custos correntes dos insumos contidos em um bem de serviços equivalentes aos do obrigatoriamente adquirido menos sua depreciação. (Ludícibus, 2009)

6. Valor Corrente Corrigido mais um Fator de Crescimento.

É evidente que, na caracterização do conceito de lucro, dois componentes devem estar presentes: a *preservação da riqueza*, que está intimamente associada às interpretações econômicas, e a *mensuração da eficiência*, que se associa mais claramente às atividades contábeis.

Conforme salientado por Hendriksen (1999, p.181):

“os economistas não têm sido muito úteis em termos da solução dos problemas de mensuração associados a esses conceitos. Em consequência, os contadores têm optado por aplicar regras precisas de mensuração de lucro independentemente de quanto se aproximam da mensuração dos conceitos dos economistas”.

3.1.2.1. Níveis de Conceituação do Lucro

Do ponto de vista contábil, pode-se trabalhar com três enfoques para a conceituação do lucro, quais sejam: sintático, semântico e pragmático.

Pelo *nível sintático*, considera-se que, a partir de convenções e regras contábeis, tais como realização, vinculação de receitas e despesas, é possível calcular-se o lucro, embora este lucro possa carecer de ligações efetivas com o mundo real e possa ser utilizado, apenas, por aqueles que possuem conhecimentos específicos sobre como ocorreu o cálculo.

Nesse nível, a mensuração pode ser feita pelo enfoque das transações e das atividades. No primeiro caso, propõe-se o registro de variações de valores de ativos e passivos somente mediante a ocorrência de transações, que podem ser de origem interna ou externa. Em geral, somente as transações externas fazem com que, efetivamente, haja impactos no lucro da empresa sem que sejam consideradas as evoluções de valor de mercado.

Pelo enfoque das atividades, o lucro é uma consequência de cada atividade desenvolvida na empresa, ou seja, seu cômputo inicia-se desde o momento da aquisição de insumos até a efetiva venda.

Pelo *nível semântico* se observa um paralelismo com o mundo real, pois sendo o lucro visto como uma medida de eficiência, é a base de decisão de acionistas e investidores no processo de decisão de aplicação de seus recursos. A questão para este caso é definir o que pode ser entendido como eficiência, ou seja, maximizar lucros ou gerar retornos razoáveis ou justos sobre o investimento. Além disso, há que se considerar os períodos para avaliação desse desempenho, bem como os fatores externos que o possam ter influenciado.

Nesse nível fica ainda mais crítica a diferenciação entre lucro contábil e econômico, visto que, para os investidores, é fundamental a inclusão do custo do capital empregado para a real determinação do resultado obtido em suas aplicações. Por essa visão, infere-se que, uma vez que as taxas de desconto e o monitoramento da realidade econômica não são instrumentos usuais do contador, este se limitaria a fornecer informações contábeis puras a serem retrabalhadas pelos analistas e tomadores de decisão. Há que se considerar aqui outras dificuldades, pois o cálculo do lucro econômico assume certas premissas que também não existem de fato, como, por exemplo, condições de incerteza, taxa de desconto única, mercados perfeitos e completos.

Em termos do *nível pragmático*, Hendriksen (1999, p. 204) afirma:

“os conceitos pragmáticos de lucro estão associados aos processos decisórios de investidores e credores, às reações dos preços de títulos à divulgação do lucro em mercados organizados, às decisões de investimento dos administradores, e às reações de feedback dos administradores e contadores”.

Ressalte-se que este enfoque é o que mais se aproxima à finalidade deste estudo, pois relaciona como o lucro ou o indicador de performance é utilizado pelos usuários desta informação.

O *Statement of Financial Accounting Concepts - SFAC 1* (apud Hendriksen, 1999, p.205) diz que:

“os investidores, credores e outros indivíduos se preocupam com a aferição dos fluxos líquidos de caixa possíveis da empresa, mas que frequentemente

recorrem ao lucro para ajuda na capacidade de geração de resultados, para predizer lucros futuros, ou avaliar o risco de investir na empresa ou emprestar dinheiro a ela”

O mercado busca indicadores que, de maneira sintética, expressem o sucesso ou insucesso relativo de uma empresa, de forma que proporcione, inclusive, o desenvolvimento de projeções com base nos dados passados. Entretanto, há restrições na adoção dessa sistemática, haja vista que não existe um consenso sobre a existência de um significado prático sobre o lucro atualmente divulgado e sobre a sua relevância no processo de tomada de decisão dos investidores.

Além dos usuários externos, há que se considerar também o interesse dos usuários internos sobre o cálculo do lucro. Pela Teoria da Agência⁴, pode-se fazer uma analogia entre os proprietários e os administradores de uma empresa, classificando os primeiros como os *avaliadores de informação* e os administradores (*agentes*) como os *tomadores de decisão*. Na prática, isso significa dizer que os agentes têm interesse em conhecer seu desempenho através de um indicador também reconhecido pelo proprietário, que seria, em primeira instância, o lucro. Neste ponto, se não houver neutralidade para o cálculo do lucro, pode-se incorrer no problema de agência em que os administradores passam a tomar decisões de forma a maximizar seus interesses e não a riqueza dos acionistas.

⁴ Teoria de Agência, também chamada Teoria do Agente Principal, consiste numa das principais teorias de finanças e é considerada a principal abordagem formal para a governança corporativa. Foi formalizada no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976). Os autores definem o relacionamento de agência como "um contrato no qual uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente". Dessa forma, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, a Teoria de Agência afirma que existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal.

(IBGC - Definição cedida pelo Professor Alexandre Di Miceli da Silveira (FEA/USP)).

Outra consideração a ser feita refere-se ao Mercado de Capitais, em que se coloca a visão do indivíduo para segundo plano e foca-se a análise para as interpretações do mercado de títulos como um todo. No estudo desenvolvido pelos professores australianos Ray Ball e Philip Brown (*apud* Hendriksen, p. 206), obteve-se indícios concretos de que os preços de títulos variam na mesma direção dos lucros contábeis divulgados na Demonstração de Resultado, indicando que estes números possuem conteúdo informacional.

Contudo, a correlação é imperfeita, já que os preços dos títulos reagem a fatores não contidos no lucro contábil, tais como boatos e tendências de consumo, além da possibilidade de oscilações no lucro contábil decorrentes de mudanças de regras contábeis que não influenciam a percepção do mercado.

3.1.2.2. Mensuração do Lucro

Para determinação do lucro contábil, existem dois conceitos básicos:

Conceito Operacional Corrente: preocupa-se com a mensuração da eficiência da empresa, enfatizando a utilização eficaz de seus recursos na consecução de suas atividades e na geração de lucros. Uma questão a ser debatida neste critério refere-se à composição dos fatores de avaliação e comparação para determinar o grau de eficiência da empresa, tais como evolução entre períodos, resultados de outras empresas ou setores.

Para a composição desse indicador consideram-se somente as transações correntes e operacionais – estabelecendo-se, a partir daí, um elo de ligação com o conceito EBITDA – devendo ser excluídos os reflexos de ações tomadas em períodos anteriores só reconhecidos neste momento e, também, resultados de atividades não operacionais ou de caráter excepcional.

Já a responsabilidade da administração sobre os itens não operacionais é colocada à parte, uma vez que não é considerada como componente dessa mensuração.

Conceito Abrangente de Lucro: enfoca a variação total do valor do capital, reconhecido pelo registro de transações ou pela reavaliação da empresa durante um período determinado, excetuando-se os pagamentos de dividendos e as transações de aumento ou redução do capital.

Esse conceito — validado pelo *Financial Accounting Standards Board - FASB* que, inclusive, cita-o nos trabalhos de revisão dos padrões contábeis internacionais que está sendo realizado em conjunto com o *International Accounting Standards Board - IASB* — inclui, além do lucro operacional corrente, os efeitos acumulados das mudanças de princípios contábeis sobre exercícios anteriores, os ajustes acumulados de exercícios anteriores e as demais variações do capital não pertencentes aos proprietários (dividendos e aportes de capital).

Hendriksen (1999, p.209) destaca cinco argumentos utilizados pelos defensores desse cálculo:

1. Permite uma real visualização do lucro líquido, já que muitos ajustes extraordinários e de correções de períodos anteriores tendem a diminuir o Patrimônio Líquido, não sendo, porém, devidamente evidenciados;
2. Evita manipulação ou estabilização do lucro anual;
3. Facilita a preparação e a interpretação das demonstrações contábeis por todos os usuários, pois concentra em um indicador todas as mudanças que influenciaram o Patrimônio Líquido e o próprio Resultado;
4. Adicionalmente, por fornecer mais informações, permite que remontagens sejam feitas pelos usuários de forma a proporcionar-lhes indicadores mais específicos;
5. Dificulta a distinção entre eventos operacionais e não operacionais, haja vista que podem variar de acordo com interpretações, frequência de acontecimentos, empresas e mudanças de cenários.

Há que se ressaltar que uma diferença importante entre esses conceitos está na finalidade de sua divulgação. Para a projeção de resultados futuros somente os elementos normais devem ser considerados com vistas à estabilização de atividades. Por sua vez, os elementos não operacionais devem ser considerados pelos impactos que possam vir a trazer à sociedade.

3.1.2.3. Divulgação do Lucro

De forma a atender especificamente seus interesses de acompanhamento, vários usuários da informação poderiam demandar categorias diferentes de lucro, sob o aspecto contábil. Nesse sentido, pode-se estabelecer alguns conceitos distintos de lucro:

- *Valor Adicionado*: procura demonstrar o resultado da empresa sob o ponto de vista do repasse do lucro aos seus beneficiários. Considera como distribuição de lucro tudo o que foi destinado aos funcionários, ao governo, aos fornecedores de capital e ao reinvestimento da empresa;
- *Lucro Líquido da Empresa*: visa separar os aspectos financeiros e operacionais da empresa, ao considerar que imposto de renda, juros pagos aos credores e os lucros dos acionistas são de natureza financeira e, representam distribuição do lucro líquido e não deduções feitas antes de se chegar ao lucro líquido. Parte desse conceito pode ser percebido na definição usual do indicador EBITDA;
- *Lucro Líquido dos Investidores*: considera que acionistas e titulares de obrigações a longo prazo são investidores, incluindo no resultado final os juros de dívidas, os dividendos de acionistas preferenciais e ordinários e o saldo não distribuído;
- *Lucro Líquido dos Acionistas*: é a versão mais utilizada para representar o retorno aos acionistas e considera a parcela do resultado apta a ser distribuída aos acionistas;

- *Lucro Líquido dos Proprietários Residuais*: é o lucro líquido dos acionistas deduzido da distribuição de dividendos.

Pela classificação de Lucro Líquido ora demonstrada, percebe-se claramente que o conceito de lucro é prioritariamente determinado pelos objetivos dos destinatários da informação. Como se verificará ao longo do trabalho, essas não são as únicas informações que podem ser calculadas para mensuração do lucro líquido e para construção de projeções e comparações de desempenho.

3.1.3. Paralelos Conceituais

Do exposto acima, depreende-se que, sob os pontos de vista econômico e contábil, os conceitos de lucro são teórica e praticamente deficientes no que diz respeito à apresentação de informações relevantes aos diversos usuários da informação, ora por não apresentar conexões com a remuneração pela incerteza e atualizações de valor existentes no mercado, ora por seguir conceitos sintáticos de pouca compreensão para leigos.

As definições verificadas até o momento ressaltam a validade da afirmação de Martins (2000, p.37): “os diferentes conceitos e princípios de avaliação patrimonial e, conseqüentemente, de lucro, são totalmente complementares; nenhum deles possui todas as informações, utilidade e qualidade desejadas pelos usuários”.

A tabela 1, desenvolvida através das observações de Guerreiro (1991), ilustra as diferenças fundamentais entre o lucro econômico e o lucro contábil (apurado de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos):

Tabela 1 - Comparação Conceitual - Lucro Contábil e Lucro Econômico

Lucro Contábil	Lucro Econômico
Mais Objetividade	Maior Subjetividade
Apurado pelo confronto entre receitas realizadas pelas vendas e custos consumidos (Ativos Expirados)	Apuração pelo incremento no valor presente do Patrimônio Líquido
Os ativos são avaliados na base de custos originais	Os ativos são avaliados pelo valor presente do fluxo de benefícios futuros
O Patrimônio Líquido aumenta pelo Lucro	O Lucro deriva do aumento do Patrimônio Líquido da entidade
Ênfase em custos	Ênfase em valores
Não reconhece ganhos <i>não realizados</i> .	Reconhecimento de ganhos <i>realizados</i> e <i>não realizados</i>
Não se efetuam ajustes em função de mudanças nos níveis de preços dos bens na economia	São efetuados ajustes devidos a mudanças nos níveis de preços dos bens na economia
“Amarração” do lucro à condição de distribuição de dividendos	“Amarração” do lucro à condição de aumento da riqueza, independentemente da condição de distribuição de dividendos
Não reconhecimento do “Goodwill”	Reconhecimento do “Goodwill”
Utilização de regras e de critérios dogmáticos	Utilização de regras e critérios econômicos

Fonte: GUERREIRO, Reinaldo. Mensuração do Resultado Econômico. São Paulo: Caderno de Estudos FIECAFI, Setembro, 1991. Adaptado.

No mesmo artigo, Guerreiro cita duas obras de G. Edward Philipps, “The Accretion Concept of Income” e “The Revolution in Accounting Theory”, em que se pode constatar uma crítica ao conceito de lucro como simples incremento no poder econômico que possa ser mensurado com objetividade. Contesta, ainda, medidas contábeis como confrontação de receitas e despesas para a mensuração do lucro e a necessidade de vários tipos de lucros para vários usuários e defende a adoção de

uma estrutura lógica, centrada em valores, em substituição à ênfase tradicional em custos.

Conclui-se que o aspecto que efetivamente norteia a discussão sobre o conceito de lucro é a variedade e divergência de opiniões, semeando a proliferação de indicadores que visam representar o resultado dos empreendimentos.

3.2. Convergência das Normas Internacionais

Esta seção contém uma breve incursão sobre o desenvolvimento da Contabilidade Internacional, para, então, dedicar-se à busca por pareceres e regulamentações que possam ter sido emitidos pelos organismos internacionais a respeito da construção do indicador EBITDA.

3.2.1. Contabilidade Internacional

Conforme Carvalho (2008, p.15), o surgimento da contabilidade internacional serve para “minorar as agruras de quem quer investir fora de seu país e até hoje tinha que manusear balanços em dezenas de normas contábeis distintas, tentando compatibilizá-las para comparar”.

Para se chegar ao que hoje existe como Contabilidade Internacional, é indispensável considerar a globalização da economia, iniciada já no final do século XIX e começo do século XX. Naquela época, já existiam empreendimentos de porte que demandavam o desenvolvimento de análises mais específicas no campo da Contabilidade, voltadas às áreas de custos, tributária e societária. Naquele período, intensificou-se a captação de recursos via Bolsa de Valores como forma de financiamento das operações.

Tal euforia, no entanto, foi abruptamente interrompida pelo *crash* de 1929, que como uma de suas consequências atraiu a atenção do mercado para a (falta de) confiabilidade das informações divulgadas e também para as relações entre acionistas. Como forma de iniciar um controle mais rígido sobre as operações em bolsa de valores, foi criada nos Estados Unidos a *Securities and Exchange Commission - SEC*, equivalente à nossa Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Percebeu-se também a necessidade de haver um órgão independente, responsável pela normatização das práticas contábeis, que orientasse a preparação dos Demonstrativos Contábeis e facilitasse os trabalhos de análises de balanço. Para resolver esse problema, decidiu-se criar uma entidade composta por profissionais de contabilidade, finanças, auditoria e mercado de capitais, que se

responsabilizaria pela produção de normas. Esta entidade denominava-se Accounting Principles Board - APB e estava inserida na estrutura do American Institute of Certified Public Accountants - AICPA. Embora houvesse independência na elaboração das normas, as autoridades possuíam o poder de veto, sendo que o que fosse aprovado ganhava o status de “Princípios Contábeis Norte-Americanos Geralmente Aceitos” (US-GAAP).

Em 1973, o APB mostrava sinais de exaustão e, para dar continuidade a seu trabalho, foi criado o *Financial Accounting Standards Board - FASB* que, em tradução livre, representa a Junta de Normas de Contabilidade Financeira e que se constitui em uma instituição sem fins lucrativos, privada, total e exclusivamente voltada para a elaboração de normas contábeis.

Como forma de combater uma possível universalização das normas contábeis a partir de definições produzidas apenas pelos Estados Unidos e elaboradas segundo seus interesses, também em 1973, foi fundado o *International Accounting Standards Committee - IASC*, qualificado como um comitê de pronunciamentos contábeis internacionais com o objetivo de formular e publicar, de forma totalmente independente, um novo padrão de normas contábeis internacionais. Em sua composição estavam organismos profissionais de contabilidade de dez países: Alemanha, Austrália, Canadá, Estados Unidos, França, Irlanda, Japão, México, Países Baixos e Reino Unido.

Em 2001, o IASC teve sua constituição reformulada, passando a denominar-se *International Accounting Standards Board - IASB* que, em tradução livre, significa Junta de Normas Internacionais de Contabilidade e que tem como características principais, a total independência, a desvinculação com normas nacionais de qualquer jurisdição e a emissão de normas sob a perspectiva internacional. Sua missão é “desenvolver, pelo interesse público, um único conjunto compreensível e

de alta qualidade de normas internacionais dos relatórios financeiros para Demonstrações Financeiras com propósito geral.⁵

Os pronunciamentos contábeis emitidos pelo IASB são denominados *International Financial Reporting Standards - IFRS* ou Normas Internacionais de Relatórios Financeiros.

Em uma reunião ocorrida em outubro de 2002, o FASB e o IASB anunciaram a emissão de um memorando de entendimento (denominado Acordo de Norwalk), formalizando seu comprometimento com a convergência das normas contábeis norte-americanas e internacionais, primando pelo estabelecimento de padrões compatíveis e de alta qualidade que pudessem ser utilizados tanto nas demonstrações financeiras nacionais como nas internacionais. Naquele encontro, comprometeram-se a se esforçar para (a) fazer os padrões das demonstrações financeiras existentes completamente compatíveis tão logo fosse praticável e (b) coordenar seus futuros programas de trabalho para assegurar que, uma vez definidos, a compatibilidade seria mantida.

O FASB, de sua parte, comprometeu-se a seguir seis iniciativas-chave a caminho da convergência:

1. *Projetos Conjuntos*: os projetos conjuntos, que são aqueles cujos definidores concordaram em conduzir simultaneamente de maneira coordenada, são conduzidos pelo IASB. Envolvem o compartilhamento dos recursos de apoio e todo o esforço é feito para manter os projetos conjuntos em um cronograma similar em cada órgão. Dentre os projetos, destaca-se o denominado *Financial Statement Presentation* (em tradução livre “Apresentação da Demonstração Financeira”);

⁵ Tradução livre para: “Our mission is to develop, in the public interest, a single set of high quality, understandable and international financial reporting standards (IFRSs) for general purpose financial statements.” (Fonte: site IASB).

2. *Projetos de convergência de curto prazo*: por meio destes projetos espera-se alcançar um ou mais padrões que proporcionarão a convergência em algumas áreas. O escopo está limitado àquelas diferenças cuja harmonização, em elevado padrão de qualidade, mostrem-se alcançáveis em um curto período de tempo, pressupondo-se a seleção de um padrão entre os já existentes.
3. *Vínculos entre membros do IASB em escritórios do FASB*: um dos mais visíveis aspectos das operações diárias do FASB que promove a convergência é a presença em tempo integral de membros do IASB nos escritórios do FASB, facilitando a troca de informação e cooperação crescente entre os órgãos.
4. *Monitoramento pelo FASB dos projetos do IASB*: baseia-se no nível de interesse sobre o tópico em discussão.
5. *Projeto de pesquisa da convergência*: este projeto visa identificar todas as diferenças substanciais entre o *United States General Accepted Accounting Principles - US GAAP* e o *International Financial Reporting Standards - IFRS*, catalogando-as de acordo com a estratégia definida pela direção para resolvê-las. O escopo do projeto inclui diferenças em padrões relacionados a reconhecimento, mensuração, apresentação e explicações. Qualquer tópico no qual um tratamento contábil específico é permitido em um padrão e não é permitido em outro está incluído no escopo.
6. *Apresentação das considerações sobre o potencial de convergência em todas as decisões da direção do FASB*: todos os tópicos formalmente considerados como adicionáveis à agenda do FASB precisam ser avaliados segundo as possibilidades de cooperação com o IASB, e analisados sob o ponto de vista de que possam incrementar os padrões de convergência mundiais, as oportunidades que o tópico apresenta para a cooperação com os demais definidores de padrões e se recursos suficientes e apropriados estão disponíveis para os esforços conjuntos.

Como resultado dessa iniciativa, o FASB e o IASB esperavam fazer progresso significativo em direção à convergência nos próximos anos. Contudo, por conta da complexa natureza de alguns tópicos e do expressivo volume de diferenças, as quais tendem a existir por vários anos, não há previsão de conclusão total do trabalho. A habilidade para alcançar o objetivo do projeto depende dos esforços e ações de vários participantes, incluindo as próprias companhias, auditores, investidores, órgãos definidores de padrões e órgãos regulatórios.

Nas reuniões seguintes, o FASB e o IASB reafirmaram seu objetivo de trabalhar na convergência do US GAAP e do IFRS, sendo que um conjunto comum de padrões de alta qualidade permaneceria na estratégia de longo prazo de ambos. Em fevereiro de 2006, foi emitido um novo memorando de entendimento definindo algumas prioridades a serem alcançadas até 2008 e que se baseavam em três princípios, quais sejam:

1. A convergência dos padrões de contabilidade pode ser melhor alcançada através do desenvolvimento de padrões comuns e da alta qualidade ao longo do tempo;
2. Ao se deparar com normas que necessitam de revisões tanto no US GAAP como no IFRS, a instrução é desenvolver um novo padrão que melhore as informações financeiras disponibilizadas e aproveite os recursos das duas entidades;
3. O atendimento às necessidades dos investidores significa que se deve procurar a convergência através da substituição das normas, aproveitando-se a oportunidade de novos desenvolvimentos em conjunto.

Em reunião realizada em abril de 2008, tais comitês definiram prioridades e etapas a serem alcançadas até 2011, sendo que ainda não há definição para a conclusão do projeto. Atualmente, um grande número de países adotou o IFRS, baseando-se no princípio de que companhias que utilizam o IFRS estariam aptas a acessar recursos financeiros de maneira mais eficiente, nas maiores economias do mundo.

3.2.2. Tópicos de Convergência

Em sete das onze áreas identificadas nos memorandos de entendimento, os comitês ou já completaram um padrão comum, ou chegaram a conclusões similares ou ainda estão trabalhando conjuntamente para definir um padrão comum de elevada qualidade. Nas quatro áreas restantes, os comitês estão em diferentes estágios de desenvolvimento do tópico, não podendo ainda identificar pontos de consideração, sendo que há um acompanhamento mútuo sobre as evoluções alcançadas.

A tabela 2, elaborada em reunião ocorrida em setembro de 2008, sintetiza os projetos em andamento e seus status.

Tabela 2 - Projetos que estão sendo trabalhados conjuntamente pelos comitês, nas áreas identificadas para melhoria no IFRS e no US GAAP

Tópico de Convergência	Progresso esperado para ser alcançado em 2008, de acordo com memorando de entendimento de 2006	Status Atual	Data estimada da conclusão	Próximos passos
1. Combinações de Negócios	Ter emitido os padrões de convergência.	Projeto Completado e padrões publicados.	Completado em 2007 – FAS 141R e IFRS 3.	Revisão prevista para primeiro semestre de 2012.

Tópico de Convergência	Progresso esperado para ser alcançado em 2008, de acordo com memorando de entendimento de 2006	Status Atual	Data estimada da conclusão	Próximos passos
2. Instrumentos Financeiros	Ter emitido um ou dois padrões relacionados à contabilização de instrumentos financeiros.	IASB: papel de discussão publicado em 2008. FASB: convites para comentários publicados no papel de discussão do IASB. FASB publicou um rascunho para simplificar a contabilização de "hedges" em meados de 2008.	A ser definido.	Decisão para final de 2008 relacionada com a natureza e escopo de qualquer melhoria proposta ao US GAAP e ao IFRS.
3. Apresentação das Demonstrações Financeiras	Ter emitido um ou mais documentos abrangendo todos os tópicos deste projeto.	IAS: emitiu uma revisão sobre o IAS 1 em 2007. As deliberações conjuntas estão em andamento.	2011.	Visões preliminares, papel de discussão previsto para o terceiro trimestre de 2008.
4. Ativos Intangíveis	Ter considerado os resultados dos projetos de pesquisa do IASB e tomado decisão sobre o escopo e prazo de uma potencial agenda do projeto.	Inativo.	Inativo.	Inativo.

Tópico de Convergência	Progresso esperado para ser alcançado em 2008, de acordo com memorando de entendimento de 2006	Status Atual	Data estimada da conclusão	Próximos passos
5. Aluguéis	Ter considerado e tomado decisão sobre o escopo e prazo de uma potencial agenda do projeto.	Projeto incluído na agenda. Deliberações em andamento.	2011.	Visões preliminares, papel de discussão previsto para o segundo semestre de 2008.
6. Distinções entre Passivo e Patrimônio Líquido	Ter emitido um ou mais documentos relacionados à proposição de um padrão.	Visões preliminares/discussão sobre o papel publicado no primeiro semestre de 2008.	2011.	Rascunho inicial para 2009.
7. Reconhecimento das Vendas	Ter emitido um ou mais documentos relacionados à proposição de um padrão compreensível.	Deliberações conjuntas em andamento.	2011.	Visões preliminares / papel de discussão a ser publicado no quarto trimestre de 2008.
8. Consolidações	Implementar trabalho objetivo no completo desenvolvimento dos padrões de convergência como assunto de maior importância.	Ambos os comitês publicarão rascunho inicial em 2008.	Ambos os comitês emitirão padrão final em 2009-2010.	Decisão em 2008 sobre uma estratégia para desenvolver um padrão comum.
9. Impairment	Ter emitido um documento relacionando os resultados das pesquisas feitas pelas áreas de apoio.	Ambos os comitês publicarão rascunho inicial em 2008 ou início de 2009.	Ambos os comitês emitirão padrão final em 2009-2010.	Decisão em 2008 sobre uma estratégia para desenvolver um padrão comum.

Tópico de Convergência	Progresso esperado para ser alcançado em 2008, de acordo com memorando de entendimento de 2006	Status Atual	Data estimada da conclusão	Próximos passos
10. Mensuração do Valor Justo	Ter emitido guias de convergência com a finalidade de prover consistência na aplicação das exigências atuais.	FASB: padrão completo. IASB: emitido papel de discussão em 2007. As deliberações do comitê estão em andamento.	FASB: padrão emitido em 2006. IASB: 2010.	IASB: rascunho inicial previsto para primeiro semestre de 2009. FASB: revisar FAS 157 de acordo com as deliberações do IASB.
11. Benefícios a Empregados	Ter emitido um ou mais documentos relacionados à proposição de um padrão.	FASB: completado o primeiro estágio da definição do projeto. IASB: papel de discussão emitido em 2008.	IASB: 2011.	IASB: rascunho inicial em 2009, seguindo considerações dos comentários sobre os papéis de discussão.

Fonte: Site IASB: "Completing the February 2006 Memorandum of Understanding: A progress report and timetable for completion September 2008". Tradução Livre. Adaptado.

Os trabalhos do FASB e do IASB não estão limitados aos tópicos listados na tabela 2, mas o comprometimento em completar esses itens se justifica pela representatividade que exercem no alcance de um conjunto comum de padrões de elevada qualidade.

Vale ressaltar que o terceiro tópico da tabela 2 instiga uma análise mais profunda, haja vista que pode conter relações específicas com a Demonstração do Resultado e, conseqüentemente, com indicadores de desempenho.

3.2.3. Apresentação das Demonstrações Financeiras

Através de pesquisas realizadas nos sites do FASB e do IASB, pode-se constatar que a Apresentação das Demonstrações Financeiras é um tópico que há muito tempo interessa aos dois comitês.

Em agosto de 2001, o FASB divulgou uma proposta no sentido de lançar um projeto para estabelecer padrões para a divulgação das demonstrações financeiras que fossem úteis para a avaliação do desempenho financeiro das empresas. Discutidos o objetivo e o escopo do documento, o projeto foi formalizado mediante concordância unânime da padronização de forma e conteúdo, classificação e agregação e disponibilização de itens específicos e valores totalizados com base em todos os demonstrativos financeiros básicos, tanto nas divulgações intermediárias como nas anuais.

A principal razão do projeto era discutir preocupações significativas sobre as demonstrações financeiras levantadas pelos membros do FASB e algumas organizações de apoio que incluíam:

- Inexistência de definições comuns para os elementos de desempenho financeiro e práticas inconsistentes, relacionadas à apresentação do desempenho financeiro;
- Crescente número de relatórios pró-forma, e outras evidências, indicando que o uso e a credibilidade do Lucro Líquido como indicador de desempenho estava diminuindo;
- Falta de consenso, ou definição comum, para as medidas-chave de desempenho financeiro, ou indicadores de desempenho financeiro, que as demonstrações financeiras deveriam prover.

Constatou-se que, enquanto algumas empresas reportavam o lucro líquido, muitas focavam cada vez mais em indicadores de desempenho alternativos, como crescimento das vendas, lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJID ou EBITDA), fluxo de caixa operacional, fluxo de caixa livre e incontáveis

resultados pró-forma na divulgação dos lucros e outras comunicações relacionadas aos investidores. Na avaliação do desempenho de uma empresa, analistas e outros usuários das demonstrações financeiras muitas vezes priorizavam essas medidas alternativas em detrimento das tradicionais. Tal prática proliferava-se de maneira muito intensiva, podendo ser um reflexo das crescentes atividades de fusões e aquisições, do crescimento das transações de reestruturação, do crescimento nas transações com ativos financeiros bem como de algumas seleções de indicadores próprios, que demonstrassem números mais aprazíveis. Obviamente, o comitê reconhecia que, para se entender o desempenho financeiro, poder-se-ia considerar várias outras métricas, não apenas o Lucro Líquido. Contudo, qualquer que fosse a razão, o uso corrente de indicadores inconsistentes e alternativos poderia conduzir a análises desvirtuadas e decisões erradas. Além da avaliação desse tipo de problema, que se constituía no propósito prioritário do FASB, o órgão tinha também a intenção de aproveitar o momento para incluir o projeto na agenda de revisão das normas internacionais de contabilidade que estaria sendo realizada em conjunto com o IASB, em 2002, tendo obtido êxito nesse sentido. Atualmente, tal proposta integra a Fase B do projeto de Apresentação das Demonstrações Financeiras.

Em agosto de 2001, O FASB discutiu três abordagens que poderiam ser adotadas para a divulgação de um relatório de desempenho financeiro que se referisse a métricas financeiras, quais sejam:

1. *Abordagem mínima* para sondar se algumas linhas, subtotais e totais, deveriam ser adotadas como padrão e exigidas nas Demonstrações Financeiras. As linhas e os valores deveriam estar relacionados com as métricas comumente utilizadas por investidores e demais usuários interessados na avaliação de desempenho financeiro. Por exemplo, este projeto deveria considerar se seria exigida, nas demonstrações financeiras, a apresentação separada de alguns itens específicos, como o total das despesas de depreciação, de juros, de impostos, de pesquisa e desenvolvimento, perdas por *impairment* de ativos, ganhos e perdas sobre instrumentos financeiros, etc. O projeto também consideraria a possibilidade de exigir a apresentação de totalizadores, tais como Lucro

Operacional ou Lucro das Atividades Principais, EBITDA, Fluxo de Caixa Operacional, etc.);

2. *Abordagem ampla* que determinaria como as métricas financeiras deveriam ser calculadas, se e quando apresentadas, sem exigir, no entanto, a sua apresentação;
3. *Abordagem mínima* que exigiria certas métricas financeiras, incluindo índices, nas Demonstrações Financeiras, em Notas às Demonstrações Financeiras ou ainda como Informações Suplementares.

Cabe frisar que a abordagem mínima tinha a vantagem de melhor se alinhar ao escopo do projeto do IASB que, em julho de 2001, em publicação da sua agenda inicial, divulgou o lançamento de um projeto sobre Relatórios de Desempenho, por meio do qual seriam minuciosamente analisados os assuntos relacionados à divulgação e apresentação, nos relatórios financeiros, de todas as mudanças reconhecidas nas variações dos ativos e dos passivos decorridas de transações ou outros eventos, exceto os relacionados às transações com os proprietários (Lucro Abrangente). Desta forma, consideraria itens reportados na Demonstração de Resultado, Fluxo de Caixa e Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido. Tal projeto abrangia a distinção das receitas e despesas oriundas de outras fontes de receitas ou despesas compreensivas, o relatório de ganhos ou perdas retidos, e a distinção de itens operacionais e não operacionais. Assim, o escopo do FASB seria consistente com a missão do comitê e com seu objetivo de promover a comparabilidade internacional dos padrões de contabilidade, contribuindo para a melhoria da qualidade dos relatórios financeiros.

Mais especificamente, o projeto direcionava a classificação e apresentação de itens, incluindo totalizadores, em todas as Demonstrações Financeiras básicas, anuais e periódicas, mas não abordava os relatórios por segmento. Os itens a seguir relacionados correspondem aos assuntos-chave que seriam considerados e respondidos pelo projeto:

1. Quais as métricas financeiras que investidores, credores e outros usuários usam para avaliar e comparar o desempenho de diferentes empresas ao tomar decisões racionais de investimento?
2. Seriam necessárias mudanças, sobre os padrões existentes, para exigir a classificação e disponibilização de linhas específicas, incluindo totalização ou desmembramento, para suportar a divulgação de novas medidas financeiras nos relatórios financeiros? Por exemplo, se o EBITDA fosse identificado como um indicador-chave de desempenho, as companhias seriam obrigadas a apresentar o EBITDA como uma linha separada que seria calculada de uma maneira consistente? Se itens específicos de origens ou aplicações de fluxo de caixa fossem identificados como indicadores-chave de desempenho, as companhias deveriam ser obrigadas a usar métodos diretos de reportar um fluxo de caixa operacional?
3. Seria possível e desejável fazer uma distinção entre os efeitos das operações principais (operacionais) e secundárias (não operacionais)? Se sim, como as companhias teriam que apresentar estas operações? Este esquema de classificação exigiria um novo padrão para a identificação de pensões, créditos e débitos de imposto de renda, resultados de instrumentos financeiros, custos de reestruturação e outros itens não usuais?
4. Existem indicadores-chave de componentes dos lucros que têm indicadores-chave complementares de componentes de fluxo de caixa? Se sim, deveriam ser exigidos esquemas consistentes de classificação para Demonstração do Resultado e Demonstração do Fluxo de Caixa?
5. Se um instrumento financeiro é reconhecido e medido pelo seu valor justo, em qual extensão o valor dos juros ou outros itens de receita ou despesa, contribuindo para a mudança total do valor justo deste instrumento, é um fator relevante na avaliação do desempenho financeiro? As empresas deveriam divulgar separadamente alguns ou todos os componentes desta mudança em um demonstrativo de resultados?

6. Meios alternativos de se apresentar uma medida de lucro abrangente afetariam o entendimento do usuário e o peso dado a esta medida?

O projeto não focava assuntos de reconhecimento e medição de itens nos relatórios financeiros, nem indicadores não financeiros que pudessem ser úteis na análise do desempenho das empresas.

A fase inicial do projeto previa a utilização de trabalhos anteriores e outras pesquisas relevantes que focavam identificar indicadores-chave financeiros que investidores, credores e outros usuários utilizavam ou consideravam úteis na análise do desempenho financeiro de uma empresa.

Através desse projeto esperava-se determinar um Padrão de Contabilidade das Demonstrações Financeiras, mesmo cientes, à época, que muitos assuntos controversos surgiriam ao longo do percurso e que não poderia ser estipulado um limite de tempo, mesmo porque havia a dependência das análises do IASB, para que se pudesse definir uma norma internacional nesse campo.

A prescrição de métodos de classificação e indicadores nas Demonstrações Financeiras é propícia para reduzir o grau de flexibilidade existente nas divulgações financeiras; porém o sacrifício da liberdade pode ser motivo para alguma resistência. Contudo, como descrito no parágrafo 16 do Estatuto de Conceitos nº 2 do FASB, Características Qualitativas das Informações Contábeis, “como retorno pelo sacrifício de alguma liberdade, há o ganho de uma maior comparabilidade e consistência, que a aderência a padrões impostos externamente traz consigo. Há também um ganho em credibilidade”.⁶

No projeto compartilhado pelo IASB e pelo FASB denominado “Financial Statement Presentation” (em tradução livre “Apresentação das Demonstrações Financeiras”) o propósito é estabelecer um padrão que guie a organização e apresentação das demonstrações financeiras.

⁶ Tradução Livre de: “in return for the sacrifice of some of that freedom, there is a gain from the greater comparability and consistency that adherence to externally imposed standards brings with it. There also is a gain in credibility”.

Os comitês desenvolveram três objetivos principais a serem seguidos para tal fim:

1. Conter um retrato coeso das atividades da entidade;
2. Desagregar informações de forma a possibilitar projeções sobre fluxos futuros de caixa;
3. Ajudar os usuários da informação a obter indicativos sobre liquidez e flexibilidade financeira.

O projeto foi dividido em três fases, a saber:

- *Fase A*: conjunto completo das demonstrações financeiras e exigências para apresentar informações comparáveis.
- *Fase B*: mais assuntos fundamentais para a apresentação das informações das demonstrações financeiras.
- *Fase C*: apresentação e divulgação de informações financeiras intermediárias.

A Fase A já foi completada *pelo International Accounting Standards Board - IASB*, que divulgou uma versão revisada do International Financial Standard - IAS 1 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, a ser comentada adiante, enquanto o FASB decidiu executar esta fase concomitantemente com a Fase B.

Há que se destacar que a abordagem sobre indicadores de desempenho financeiro, muito discutida na proposta inicial do FASB, foi praticamente ignorada nessa fase.

Dentre as discussões geradas, levantou-se uma questão muito pertinente, mas sem uma solução definitiva, relativamente à qualidade da informação contábil quanto a fornecer aos diversos usuários, sejam eles familiarizados ou não com contabilidade, economia e negócios, informações que lhes possibilitem tomar decisões econômicas.

Para fins deste trabalho, o que nos interessa no IAS 1 é o tratamento dado à Demonstração de Resultado que, pelo que se depreende, é percebida como uma das mais importantes entre as demonstrações obrigatoriamente publicadas, pois permite tanto a projeção de resultados e desempenhos futuros que interessam aos investidores, como a capacidade de a empresa gerar caixa futuro suficiente para pagar suas dívidas, dado essencial aos emprestadores de recursos. Para os administradores, tal demonstração é utilizada para evidenciar sua eficiência na administração dos recursos disponíveis.

Assim Carvalho (2008, p. 106) discorre a respeito:

“É pacífica, no meio de analistas de demonstrações contábeis e seus demais usuários, a percepção de que uma das maiores utilidades das mesmas (se não for a maior) é sua capacidade de auxiliar a prever fluxos futuros de caixa (“função preditiva das demonstrações contábeis”). A este respeito, com frequência o debate se concentra, de certo modo indevidamente, na presumível superioridade da Demonstração do Fluxo de Caixa sobre a Demonstração de Resultados (DRE). Estudos acadêmicos, no entanto, cujo detalhamento escapa ao escopo deste livro, demonstram que, precisamente pela qualidade acrescida pelas estimativas contábeis adicionadas pelo regime de competência de exercícios (“accrual basis”), a DRE acaba por ser muito mais qualificada para auxiliar nas previsões de entradas e saídas futuras de numerário do que a Demonstração de Fluxo de Caixa em si.”

O IAS 1 define que devem ser destacados na Demonstração de Resultados os seguintes itens:

1. Receitas;
2. Custos Financeiros;
3. Participações nos Resultados de Coligadas e *Joint Ventures* reconhecidas pelo método de Equivalência Patrimonial;
4. Despesas de Impostos;

5. Um único valor compreendendo: (i) o total de lucro ou prejuízo após os impostos das operações descontinuadas; e (ii) o lucro ou prejuízo após os impostos reconhecidos na mensuração do valor justo líquido do custo da venda de ativos ou grupo de disposição da operação descontinuada;
6. Lucro ou Prejuízo;
7. Lucro ou Prejuízo dos acionistas minoritários;
8. Lucro ou Prejuízo de acionistas da controladora.

Não é vedada a inclusão de outros itens, consideradas sua materialidade, natureza e função, e tanto a sequência da apresentação como a descrição podem ser feitas de forma a melhor evidenciar o desempenho da empresa, exceto que nada pode ser denominado como extraordinário.

As despesas devem ser apresentadas segundo sua natureza ou função para a sociedade, de forma a evitar alocações por meio de rateios. Qualquer um dos métodos escolhidos permitirá uma associação, direta ou indireta, entre os custos e os níveis de venda ou produção da empresa.

Como parte das informações da Demonstração de Resultados é utilizada na Demonstração do Fluxo de Caixa, caso a empresa opte por classificar suas despesas pela função, deverá ser divulgada adicionalmente a classificação por natureza, identificando principalmente o que se referir à depreciação, amortização e benefícios de empregados.

O IAS 1 estabelece ainda que a entidade deve divulgar valores considerados materiais como, por exemplo, operações descontinuadas, alienação de itens do imobilizado, reestruturação de atividades, redução de estoques ao valor realizável líquido e de imobilizado ao valor recuperável, bem como suas reversões, outras reversões de provisões, etc.

Nota-se, claramente, que a preocupação do IAS 1 considerou o aspecto informativo clássico da Demonstração de Resultado, não se preocupando, contudo, com padronizações ou demandas sobre análise de desempenho.

Nas discussões da Fase B que estão disponíveis para consulta no site do IASB, há várias menções sobre quais são os objetivos das demonstrações financeiras e as considerações que devem governar sua divulgação, dentre os quais se pode destacar as considerações sobre:

1. Forma e conteúdo;
2. Características qualitativas e restrições sobre informações úteis para decisões;
3. Caracterização dos usuários;
4. Coesão, permitindo que as demonstrações financeiras apresentem informações que proporcionem uma fotografia coerente de suas atividades.
5. Aplicação a todas as entidades de negócio, incluindo instituições financeiras.

Dentre os comentários efetuados, há críticas sobre o modo como as demonstrações são preparadas:

“... investidores e analistas correntemente têm problemas consideráveis no entendimento das informações apresentadas nas demonstrações financeiras. Muito esforço é feito na reclassificação de demonstrativos para formatos mais convenientes objetivando avaliar o desempenho da administração e o valor das ações. Particularmente, apoiamos o objetivo da coesão e da desagregação. Acreditamos que se os diversos relatórios fossem mais bem articulados, com mais detalhes, esforços adicionais seriam economizados pelos investidores na dissecação dos números...”⁷

Há manifestações indicando que o EBITDA é um indicador solicitado pelo mercado:

“... a comunidade de investimentos utiliza o resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) e outras medidas analíticas para separar as atividades de financiamento das atividades operacionais e para remover o efeito da contabilização de provisões nos lucros reportados... o frequente uso do EBITDA sugere que este é o tipo de informação na qual os investidores estão interessados...”⁸

⁷ Tradução Livre de: “... Investors and analysts currently have considerable problems in understanding information presented in financial statements. Much effort is spent on reclassifying statements into a more convenient form in order to evaluate management performance and value shares. In particular we support the cohesiveness objective and the disaggregation objective. We believe if the various statements are articulated better with more detail it would save additional efforts by investors in dissecting the financials...” citado no site IASB – IASB/FASB Meeting July 2009 - Project Financial Statement Presentation – Proposed Presentation Objectives

⁸ Tradução Livre de: “... the investment community utilizes earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA) and other analytics to separate a company’s financing activities from the company’s operating activities and to remove the effect of accrual accounting on reported earnings ... frequent use of EBITDA suggests the type of information in which investors are interested...” citado no site FASB - Minutes of the July 19, 2006 Financial Statement Presentation Meeting: Application of Working Principles

Outras contribuições recomendam a oficialização de uma definição para o indicador EBITDA:

“... nós deveríamos trazer algumas definições sobre indicadores-chave, como por exemplo, EBIT e EBITDA...”⁹

Em janeiro de 2005, os comitês divulgaram um relatório sobre o histórico do projeto Relatórios de Desempenho, dedicando uma seção à análise dos Indicadores de Desempenho, na qual foram destacados os seguintes pontos:

1. Muitos analistas, senão a maioria, atentaram-se primeiramente a medidas como Fluxo de Caixa Operacional ou Fluxo de Caixa Livre. Contudo, Lucro Operacional, EBITDA, EBIT, Retorno sobre o Investimento e indicadores de alavancagem ou liquidez e crescimento das vendas ou participação de mercado também estão entre os indicadores-chave;
2. Lucro Líquido é ainda uma medida importante, mas não é o foco da maioria dos usuários na análise de desempenho. É mais um ponto de partida para se chegar ao lucro ajustado ou ao lucro operacional;
3. O desempenho financeiro não pode ser reduzido a um único indicador financeiro ou a um único relatório financeiro. Os analistas de crédito usam diversas métricas financeiras e não financeiras em suas análises, tais como produção, preços unitários e outras medidas que tendem a ser mais específicas para os setores em que as empresas atuam;
4. Aparentemente, há pouco interesse entre os analistas no Lucro Abrangente como um indicador-chave de desempenho, mas não há objeção em haver um relatório financeiro transparente que mostre todos os itens significativos de receitas e despesas, ganhos e perdas, incluindo os chamados “Outros Resultados Abrangentes” como, por exemplo, Ajustes de Tradução de Moeda Estrangeira;

⁹ Tradução Livre de: “we should bring some definition to key metrics, such as, EBIT and EBITDA.” Citado no site FASB - Minutes of March 5, 2003 Board Meeting

5. Indicadores de vendas e margens são importantes e tendências percebidas em vendas e margens são especialmente importantes nas técnicas de modelagem empregadas;
6. Em algumas indústrias, indicadores não financeiros obtidos através de provedores de dados externos são muito importantes na análise das empresas.

A PriceWaterhouseCoopers — aproveitando-se do momento particular que busca a harmonização das normas contábeis internacionais liderado pelo FASB e pelo IASB — realizou, em 2007, pesquisa para saber opiniões sobre como um relatório de performance poderia ser elaborado. Para isso, abordou duas questões essenciais: (i) como os investidores utilizam as informações divulgadas em suas análises sobre o desempenho das empresas e como estas informações poderiam ser melhoradas para facilitar o processo de avaliação; e (ii) as visões dos investidores e dos preparadores das informações e administradores estão alinhadas?

As conclusões obtidas foram as seguintes:

- Os participantes reconhecem a importância de todas as Demonstrações Financeiras, mas concordam que a mais importante é a Demonstração de Resultado, por melhor expressar o desempenho de uma empresa em um determinado período de tempo;
- Tanto os investidores como as empresas salientam a necessidade de haver possibilidade de distinção dos eventos pontuais e dos efeitos de reavaliações;
- Acredita-se que os números relacionados aos ganhos são úteis e concordam que estes números devem ser definidos;
- *Consideram que informações que não são exigidas pelos padrões de contabilidade geralmente aceitos (GAAP – Generally Accepted Accounting*

Standards) são valiosas e que deveria haver regras regulamentando seu USO; (destaque nosso)

- As únicas áreas de divergência são os relatórios sobre impostos e identificação de segmentos.

Como dois usuários importantes das informações contábeis (investidores e administradores) estão muito alinhados em suas visões sobre as informações de desempenho, o trabalho do FASB e do IASB adquire mais importância e importância pelo desenvolvimento de padrões para os relatórios de desempenho, de forma a prover os analistas, administradores e investidores com informações compatíveis.

Na pesquisa também se destacou a importância dada à Demonstração de Resultado, sendo que os três itens eleitos como de maior relevância foram Lucro Líquido/Resultado por Ação, Vendas e *Lucro Operacional antes de Juros e Impostos* (EBIT – Earnings Before Interest and Taxes).

No entanto, até o momento, a questão sobre a possível padronização dos indicadores, que poderia incluir o EBITDA, não está claramente evidenciada e nem formalizada pelos comitês.

3.3. EBITDA

3.3.1. Conceituação

Consultas realizadas evidenciam que os usuários precisam tanto de um Relatório de Desempenho, como já trabalham com Indicadores de Desempenho desenvolvidos sob medida, de acordo com suas necessidades de análise. Essa realidade é reforçada por Frezatti (2007), ao afirmar que “do ponto de vista do controle gerencial, as empresas necessitam de indicadores que permitam que se monitore a eficácia organizacional”. A questão que surge, cuja resposta delinea-se negativamente, é se existe efetivamente uma padronização, impedindo que a miscelânea de conceitos, demonstrações e interpretações leve à tomada de decisão com base em dados e informações não coerentes que possam induzir a erros estratégicos, desperdício de recursos bem como insegurança aos acionistas e investidores.

No início do século, conforme abordado por Hendriksen (1999), a ênfase na divulgação de informações contábeis concentrava-se no Balanço Patrimonial como relatório para os credores, ou seja, um relatório que espelhasse o mais conservadoramente possível as avaliações de ativos e passivos da empresa.

Ao longo do tempo, porém, ocorreu uma mudança dessa visão para a Demonstração de Resultados, passando o lucro a ser calculado de forma mais conservadora, evitando-se reconhecer receitas possíveis e lançando-se despesas nessas condições.

Ocorre que, conforme descrição elaborada no tópico inicial da revisão da literatura, o conceito de lucro não é universal e, dependendo do que se pretende analisar, várias montagens podem ser desenvolvidas, considerando-se tipos de empresas, áreas de atuação, usuários envolvidos, transações envolvidas e tantas outras variáveis.

As informações disponibilizadas nesses demonstrativos não são capazes de atender à demanda de análises e considerações, precisando ser retrabalhadas e

disponibilizadas em forma de indicadores que propiciem a comparação e a avaliação do desempenho entre empresas. Nesse contexto, surge a figura do EBITDA como um indicador de desempenho construído segundo as necessidades de identificação de desempenho operacional, mas vinculada à movimentação de recursos.

O Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization - EBITDA — também denominado Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização — LAJIDA — é um indicador de avaliação e análise de desempenho de empresas utilizado com bastante frequência por investidores e analistas de mercado. Esse indicador processa o cômputo da exaustão (depletion) que a contabilidade reconhece apenas em determinados setores de atividades especiais, como é o caso de empresas agropecuárias e de extração.

Conforme observado por Frezatti (2007), os clássicos de finanças e contabilidade se limitam a mencionar o cálculo do EBITDA sem qualquer destaque, fato que reforça seu caráter prático em detrimento do acadêmico. No entanto, de acordo com Malvessi (*apud* Frezatti, 2007), as instituições financeiras utilizam o EBITDA para subsidiar decisões de empréstimo, na medida em que se trata de um indicador simples e rápido de se calcular. Já os investidores usam múltiplos do EBITDA para realizar comparações entre empresas e subsidiar decisões de investimento.

O EBITDA corresponde ao caixa gerado por ativos genuinamente operacionais. Nesse conceito destacam-se as seguintes definições:

1. Derivação de ativos genuinamente operacionais – excluem-se do resultado do exercício as receitas e despesas financeiras, os juros sobre o capital próprio, o resultado da equivalência patrimonial e os dividendos;
2. Caixa gerado no período – excluem-se do resultado líquido do exercício a depreciação, a exaustão e a amortização, por terem composto o fluxo de caixa em períodos passados;
3. Potencial líquido dos efeitos fiscais – são eliminados do resultado líquido do exercício todos os impostos incidentes sobre a renda, o Imposto de

Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Segundo Martins (1998), o EBITDA “representa o potencial de geração genuinamente operacional de caixa; assim que recebidas todas as receitas e pagas todas as despesas, esse é o valor de caixa produzido pelos ativos, antes de computadas as receitas e as despesas financeiras e os itens não operacionais e extraordinários”. O autor destaca a tempestividade das operações reconhecidas e realizadas pela empresa, mas alerta que o potencial de geração de caixa operacional pelo EBITDA somente se concretizará quando da realização de todas as operações e eventos em caixa, ou seja, “não corresponde ao efetivo fluxo de caixa físico já ocorrido no período porque parte das vendas pode não estar recebida e parte das despesas pode não estar paga” (Martins, 1998). Mesmo que muitas variáveis da Geração Operacional de Caixa sejam comuns ao EBITDA, despesas com investimentos e variação da necessidade de capital de giro, por exemplo, são fundamentais para o detalhamento da geração de caixa e não estão incluídas no cálculo do indicador em questão.

A aproximação do conceito EBITDA ao do Fluxo de Caixa Operacional é compreensível ao se analisar a definição deste último, feita por Ross (2002, p. 44):

“Fluxo de Caixa das Operações é definido por lucro antes de juros, e depreciação menos impostos mede o volume de caixa gerado pelas operações, não contando gastos de capital ou necessidades de capital de giro.”

Porém, ao demonstrar o cálculo do Fluxo de Caixa Operacional, outras variáveis são incluídas por Ross (2002, p. 52), como se segue:

Lucro Líquido
+ Depreciação
+ Impostos Diferidos
+ Variações de Ativos e Passivos
Contas a Receber
Estoques
Contas a Pagar
Despesas a Pagar
Títulos a Pagar
Outros
= Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais

Fonte: Ross (2002). Adaptado.

Tal composição destaca que apesar de a definição ser muito próxima, o cálculo trabalha com variáveis diferentes, pois o EBITDA não leva em consideração as variações de Ativos e Passivos, ou seja, não é influenciado pelo efeito caixa das receitas e despesas.

Associar o número expresso pelo EBITDA à realidade econômica da empresa não é tarefa fácil, haja vista que, a exemplo do Lucro, ele também é um indicador financeiro. Para nivelar-se à interpretação econômica, a composição desse indicador precisaria sofrer algumas modificações de forma a permitir-lhe considerar outras variáveis como, por exemplo, o retorno ao investidor (ponderado talvez pelo risco inerente à atividade e pelo custo de oportunidade do capital empregado). Todavia,

tal inovação fatalmente produziria uma derivação do indicador original como, por exemplo, uma associação ao *Economic Value Added - EVA®*.

No entanto, de maneira simplista, a análise do EBITDA sobre o capital empregado poderia suscitar conclusões a respeito do retorno das aplicações, estabelecendo, assim, vínculos com o cenário econômico conhecido, principalmente se sua necessidade estiver relacionada à comparação de desempenho entre empresas ou setores econômicos.

O EBITDA poderia também ser associado ao conceito de Fluxo de Caixa Livre caso se desejasse determinar a sua relação com o aproveitamento de recursos. Segundo Ross (2002), o Fluxo de Caixa Livre é um conceito que se apoia na capacidade de uma empresa de gerar fluxos de caixa elevados e que traz consequências para a definição de sua estratégia de estrutura de capital. Ross (2002) argumenta que uma empresa que possui em sua estrutura de capital mais recursos de terceiros do que próprios tende a se valorizar mais, pois passa ao mercado uma imagem de melhor aproveitamento de seus recursos. Tal hipótese poderia ser verificada, por exemplo, através da relação EBITDA sobre Capital Empregado (próprio + terceiros), por análise de múltiplos, comparando-se o resultado entre empresas e administrações. Nesse caso, a demonstração da composição do capital empregado ficaria pendente, como já mencionado.

3.3.2. Desenvolvimento e Críticas

Na década de 70, quando adquiriu notoriedade, o EBITDA era usado como medida temporária para, exclusivamente, analisar o período que uma companhia, investindo em infraestrutura, levaria para prosperar no longo prazo. Na tentativa de expurgar itens que não eram diretamente resultantes das atividades básicas, muitos gestores pensaram ser possível realizar uma análise mais exata e uma comparação das “principais operações” das empresas, pois teriam uma medida de desempenho futuro a partir de uma “demonstração modificada de fluxo de caixa”.

Além disso, é natural que as empresas possuam dívidas para alavancar sua operação. Portanto, normalmente suas despesas financeiras são superiores às suas receitas financeiras, o que pode representar uma saída relevante de caixa. Despesas com Imposto de Renda e Contribuições também são naturais para as empresas com lucros operacionais. Por ignorar muitas fontes de saída de capital, como investimentos em bens duráveis, uma empresa poderia atingir um EBITDA excepcional, mas não dispor de capital suficiente para bancar seus juros e outros pagamentos. Consequentemente, é muito comum o EBITDA ser superior ao Lucro Líquido podendo, inclusive, existir EBITDA positivo concomitante com prejuízo no período.

Segundo Greenberg (1998), o EBITDA tornou-se o método de estimação para alavancar financeiramente companhias de telecomunicações em épocas em que os resultados esperados eram difíceis. Recentemente, tal indicador seria mais empregado por companhias com aptidão e pretensão de adquirir outras empresas.

Mcdonnell (2001) comenta que os críticos apontam muitas falhas do EBITDA, dentre as quais a sua acentuada diferença com o fluxo de caixa da empresa, muito embora tal indicador tenha a aceitação popular crescente como medida de avaliar empresas por meio de informações obtidas das demonstrações financeiras.

Stumpp (2000), descrevendo a perspectiva histórica do EBITDA, relata que antes da década de 1980, o EBIT, ou seja, o lucro antes de impostos e juros (LAJIR) era geralmente usado como um indicador para as companhias analisarem sua capacidade de honrar suas dívidas. Seu uso evoluiu ao longo dos anos, passando a incluir no seu cômputo a depreciação e a amortização — itens não monetários cujo saldo compõe o fluxo de caixa da empresa e que poderia ser utilizado na amortização de dívidas, passando a denominar-se EBITDA ou LAJIDA. A partir do início da década de 1980, o EBITDA passou a ser usado como um meio de incorporar a amortização de *goodwill* nas companhias que haviam feito aquisições a preços substancialmente maiores que os registrados nos livros das empresas adquiridas. Logo depois, passou a ser empregado na avaliação do fluxo de caixa em organizações em estado falimentar e, posteriormente, para ativos de duração

prolongada. Por fim, passou a ser utilizado universalmente pelas empresas, independentemente de suas circunstâncias.

King (2001) assim destaca a aceitabilidade do indicador pelos analistas e investidores: “O EBITDA está sendo usado por analistas mais conservadores porque suas respostas parecem ser mais atraentes”. Ainda segundo King, o EBITDA é usado em análise financeira das empresas que provavelmente operam com perdas, como as virtuais, por exemplo. Muitas dessas empresas tiveram amortizações altas dos investimentos, principalmente nos primeiros anos. Assim, o resultado apurado segundo os princípios contábeis é negativo e os investidores resistem em investir em empresas deficitárias. Mudando o indicador para a base EBITDA, a análise passa de uma situação deficitária para uma posição superavitária, devido a exclusão dos juros e a amortização dos investimentos.

Segundo Stumpp (2000), “o EBITDA produz o surgimento de forte cobertura de juros e uma baixa alavancagem financeira”. Com isso, os patrocinadores e financiadores da alavancagem financeira, assim como os bancos, têm recomendado o seu uso como forma de melhorar a imagem da empresa e, conseqüentemente, obter benefícios. Muitas companhias e indústrias, porém, necessitam fazer o reinvestimento do valor da depreciação e amortização, distorcendo o conceito de EBITDA e colocando em risco a sua utilidade na tomada de decisões. Em seu artigo, Stumpp destaca dez falhas críticas na utilização do EBITDA:

1. Ignora mudanças no capital circulante e superestima o fluxo de caixa em períodos de crescimento do capital circulante;
2. Pode ser uma medida enganadora de liquidez;
3. Não considera o valor necessário para reinvestimento, especialmente para companhias que possuem ativos de vida útil reduzida;
4. Não diz nada a respeito da qualidade dos resultados;
5. É uma medida individual inadequada para comparar aquisições múltiplas;

6. Ignora distinções na qualidade do fluxo de caixa resultante de políticas contábeis diferenciadas – nem todas as receitas são caixa;
7. Não é um denominador comum para convenções contábeis internacionais;
8. Oferece proteção limitada quando utilizado em cláusulas de contrato;
9. Pode distanciar-se da realidade;
10. Não é adequado para a análise de muitas indústrias porque ignora seus atributos únicos.

Greenberg (1998), por sua vez, tanto destaca a importância do EBITDA quanto alerta os usuários desse método sobre os riscos de avaliação de desempenho em que podem incorrer. Segundo ele, “O EBITDA supostamente fornece um quadro mais claro das operações de uma companhia, excluindo as despesas que podem distorcer as operações normais do negócio. Mas também pode enganar os investidores em pensar que uma companhia está fazendo melhor do que realmente é”.

Há inúmeros benefícios que tornam o EBITDA fundamental nas análises para a tomada de decisão, haja vista que esse indicador se propõe a medir a eficiência do empreendimento. Além disso, demonstra o potencial de geração de caixa derivado de ativos genuinamente operacionais, desconsiderando a estrutura de ativos e passivos e os efeitos fiscais, ou seja, o montante de recurso efetivamente gerado pela atividade fim do negócio, conferindo se o mesmo é suficiente para investir, pagar os juros sobre capital de terceiros, pagar as obrigações com o governo e remunerar os acionistas.

É perceptível seu aspecto informativo, principalmente se focada a relação percentual EBITDA sobre Vendas, em comparação com outras empresas e entre períodos. Porém, questiona-se o grau em que pode ser considerado para avaliar a saúde de uma empresa, ou seja, “o que vem sendo discutido é até que ponto o EBITDA é suficiente como regra de decisão sobre o futuro de uma companhia”, conforme o Prof. Ariovaldo dos Santos (*apud* Gradilone, 2002).

Em sua dissertação de mestrado, Momose (2009, p.107), através dos resultados de pesquisa efetuada sobre o EBITDA, conclui os seguintes pontos a respeito desse indicador:

- A comparabilidade é a principal característica com relação à qualidade da informação do EBITDA, principalmente pela fácil elaboração e utilização, isenção de controvérsias contábeis e utilização extensiva ao modelo de apreciação por múltiplos¹⁰. Ressalta-se que a comparabilidade do EBITDA é limitada aos resultados operacionais;
- Quanto ao Resultado Operacional, os pesquisados preferem utilizar o EBITDA ao invés do Lucro Líquido;
- Quanto à elaboração, grande parcela tem ciência de que o EBITDA não é sinônimo de Fluxo de Caixa Operacional;
- Quanto à introdução do IFRS, o EBITDA não vai cair em desuso;
- Quanto ao indicador de resultado, por consequência, o EBITDA é bastante relevante na avaliação de empresas.

Por esses dados e pela observação da literatura corrente de negócios disponível nos meios de comunicação em massa, percebe-se a preferência generalizada pela sua utilização. No entanto, a premissa de não existência de controvérsias contábeis em sua composição, permitindo assim sua utilização em comparações, pode e deve ser questionada.

3.3.3. Percepção Atual

Uma preocupação premente refere-se à liberdade existente na composição do indicador EBITDA. A Comissão de Valores Mobiliários - CVM, em seu Ofício

¹⁰ Múltiplos ou Avaliação Relativa: avaliação conhecida por sua simplicidade, pois necessita de poucas informações. Basicamente utiliza apenas dois dados: um, indicando o valor de uma empresa semelhante e outro, um valor de referência como: Vendas, EBITDA, Lucro. (Martelanc, 2005)

Circular 01/07, de 14 de fevereiro de 2007, trouxe alguns esclarecimentos sobre os conceitos do EBITDA e orientações sobre sua conciliação com o Lucro Líquido, bem como abordou de forma ampla a finalidade dos Demonstrativos Contábeis e sua composição.

Destaca-se, no mencionado ofício circular, que a primeira norma aprovada sobre a apresentação e divulgação das demonstrações contábeis (NPC nº 27, aprovada pela Deliberação CVM nº 488/06) tinha como objetivo estabelecer a base sobre a qual pudessem ser elaboradas as informações de natureza contábil, com o intuito de torná-las comparáveis tanto com as próprias demonstrações contábeis de períodos anteriores quanto com as demonstrações contábeis de outras entidades. Já era entendido, no entanto, que essas informações somente teriam valor se fossem capazes de auxiliar os investidores a estimar os resultados e os fluxos financeiros futuros da entidade.

No mesmo documento, a CVM trata de normas específicas para a elaboração do Relatório da Administração aos investidores, reafirmando a prevalência do princípio da essência econômica sobre a forma jurídica, trazendo para o ambiente das informações contábeis divulgadas para o mercado de capitais brasileiros o alinhamento à norma internacional IAS 1. Ressalta que “a escolha de “o que” divulgar, “como” divulgar e “o quando” divulgar é um exercício de bom senso empresarial, ética e subjetividade. Não há regras objetivas que, uma vez atendidas, preencham todos os requisitos de uma boa divulgação; tais requisitos são construídos, primariamente, por administradores, contadores e auditores capazes, que exerçam um subjetivismo responsável na formulação de políticas contábeis e na decisão do nível de divulgação mais adequado a ser feito” (CVM, Ofício Circular 01/07).

A demanda dos investidores por informações relevantes à tomada de decisão promove mudanças nos relatórios e procedimentos contábeis, ainda que seja preservada a mesma estrutura formal ao longo dos anos, elevando o patamar qualitativo dos relatórios corporativos das companhias.

A qualidade dessas divulgações está condicionada ao conteúdo e à integração de todo o conjunto de informações qualitativas e quantitativas expresso nas Demonstrações Contábeis, permitindo a análise dos fatores que afetam o risco e o retorno do negócio, os quais são imprescindíveis para a tomada de decisões. Dentre os aspectos fundamentais a serem observados pelas companhias estão relacionados os que se seguem:

- A relevância das informações prestadas;
- A transparência na divulgação de informações;
- A igualdade no acesso às informações;
- A temporalidade e a continuidade da divulgação.

É evidente a relevância da divulgação de medições não baseadas em normas contábeis, considerando-se a pretensão de influenciar as decisões econômicas dos usuários, acrescentando elementos não previstos na estrutura dos relatórios usuais das demonstrações contábeis baseadas em princípios de contabilidade.

Volta-se aqui a mencionar o indicador EBITDA e a relacioná-lo com a preocupação destacada no ofício da CVM, que relata que as companhias abertas vêm divulgando este indicador como uma medição paralela às convencionais apresentadas nas demonstrações contábeis. Além de ser considerada como resultado operacional em sua forma mais pura, é também amplamente apresentada como Fluxo de Caixa Livre, como capacidade de administração dos passivos e ainda como um múltiplo para avaliação de empresas, dentre outras aplicações.

Em uma pesquisa realizada em 2006 pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - Apimec, buscou-se avaliar quais seriam as medidas necessárias para aperfeiçoar o indicador EBITDA. A base da discussão foi a forma pela qual as empresas usavam o indicador, que poderia abrir espaço a para manipulação dos números. Em resumo, a pesquisa diagnosticou que:

- A melhor forma de cálculo do EBITDA é a partir do lucro operacional, de maneira mais detalhada;
- As Despesas e Receitas Financeiras devem ser incluídas no indicador, porém, com detalhes;
- As Despesas e Receitas não Recorrentes devem ser incluídas com explicações sobre os motivos;
- Deve haver um padrão de divulgação de medidas não contábeis emitido por um órgão competente.

A conclusão final foi a de que os analistas defendiam uma padronização do EBITDA, com tratamento especial aos resultados financeiros e aos não recorrentes, fornecendo com transparência a forma de cálculo do indicador, bem como explicações sobre itens fora do normal e também sobre o motivo de o usarem.

Com base nesta pesquisa e em observações feitas pelas entidades representativas do mercado de capitais, constatou-se, à época, que o indicador EBITDA estava sendo elaborado e divulgado de forma muito particular e divergente pelas companhias abertas. Percebeu-se que a sua formação, integração ou conciliação com os outros números da Demonstração do Resultado não era possível por existir casuismo em sua elaboração, decorrente da não utilização de princípios e normas contábeis.

Como forma de combater esse caos, a CVM estabeleceu, em seu Ofício Circular 01/07, que as companhias abertas deveriam apresentar, em seus relatórios, uma reconciliação com a medição econômica baseada nas normas contábeis, mais diretamente comparável com o Lucro Operacional. Como sugestão, divulgou o seguinte quadro:

Tabela 3 - Modelo de Reconciliação EBITDA vs Lucro Operacional / Lucro Líquido

Lucro Operacional	Lucro Líquido (Prejuízo) do Exercício
(+) Despesas Financeiras	(+) Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Receitas Financeiras	(+) ou (-) Resultado de Participações Não Consolidadas
(+) Depreciação	(+) ou (-) Despesas (Receitas) Financeiras, Líquidas
(+) ou (-) Amortização de Ágio ou Deságio	(+) ou (-) Despesas (Receitas) Não Operacionais, Líquidas
(+) Outras Amortizações	(+) Participações de Acionistas Não Controladores
(-) Despesas (Receitas) Não Recorrentes	(+) Depreciação & Amortização
(=) EBITDA	(=) EBITDA

Fonte: Ofício Circular CVM 01/07. Adaptado.

Este tipo de reconciliação daria ao usuário das demonstrações contábeis uma noção mais clara do cálculo efetuado pela administração, explicando a sua formação e viabilizando a comparação com outras empresas. Entretanto, destacava que o exemplo apresentado não pretendia ser uma solução única e definitiva, podendo sofrer adaptações de acordo com necessidades específicas do setor ou da empresa.

Semelhante sugestão é defendida por Ludícibus (2009, p.248), pois permitiria ao leitor das demonstrações contábeis uma clara idéia do cálculo efetuado pela administração e um poder de explicação sobre a formação da medição econômica e de comparação com outras companhias.

Outro comentário apresentado referia-se às Receitas Financeiras, as quais deveriam ser excluídas do indicador, por serem entendidas como recursos não relacionados à atividade principal da companhia, assim como as Receitas e Despesas Não Recorrentes deveriam também ser desprezadas. Uma forte

recomendação foi dada quanto à necessidade de haver explicações completas sobre o seu cálculo e componentes.

Esta foi a abordagem nacional dada ao indicador, constatando-se que é notória a sua relevância nas análises atuais e sabendo-se que “ocultar informações ou fornecê-las de forma demasiadamente resumida é tão prejudicial quanto fornecer informação em excesso” (Iudícibus, 1999), a CVM decidiu posicionar-se de forma clara sobre o mesmo.

No ambiente internacional, a possibilidade de se ajustar o EBITDA, principalmente para eliminar o efeito das transações não-recorrentes de forma indiscriminada, fez com que o indicador passasse a ser relacionado como um “Non-GAAP Financial Measures”, ou seja, medidas financeiras calculadas em desacordo com os princípios contábeis geralmente aceitos. Para disciplinar a liberdade criativa existente nos Non-GAAP, bem como em sua forma de disponibilização, em Março de 2003, a SEC (Securities and Exchange Commission, equivalente à CVM - Comissão de Valores Mobiliários) instituiu a regulação G e, posteriormente, a Regulação S-K. Dentre seus objetivos estão:

- Limitação na evidenciação: a SEC permite que as empresas utilizem tais compilações, mas sempre que as mesmas forem divulgadas, será necessário fornecer uma medida GAAP com o mesmo destaque;
- Controle na titulação: proíbe-se que as empresas criem medidas Non-GAAP com nomes semelhantes às aquelas contábeis conhecidas, evitando, assim, que o investidor se confunda com as nomenclaturas; e
- Contabilização: as despesas da mesma natureza não podem ser classificadas como “não-recorrentes” caso tenham ocorrido em um dos dois anos anteriores ou tenham uma probabilidade razoável de ocorrer nos dois anos seguintes.

Em uma das citações feitas ao EBITDA, a SEC libera sua divulgação por reconhecer que é um “indicador abrangente e de uso reconhecido”.¹¹ No entanto, adverte que “os títulos de medidas não previstas pelos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos não podem assemelhar-se com medidas neles previstas”.¹² O exemplo apresentado é o uso do termo EBITDA quando o Lucro Líquido é ajustado não somente pelo Resultado Financeiro, Impostos, Depreciação e Amortização: “não se pode utilizar este termo se o cálculo não for exatamente Lucro/Prejuízo Líquido menos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização”.¹³

Outro ponto ressaltado pela SEC refere-se aos problemas encontrados na reconciliação entre indicadores previstos pelos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos e aqueles não previstos. Mais uma vez cita-se o EBITDA e determina-se que este sempre deve ser reconciliado ao Lucro Líquido.

Portanto, a empresa deve saber de sua influência acerca das informações disponibilizadas, entendendo como sendo uma questão de ética e de responsabilidade corporativa a divulgação das informações contábeis.

Guerreiro (1991) cita Bomeli e sua preocupação, apresentada em seu ensaio “The Accountant’s Function in Determination of Net Income”, quanto às individualizações existentes na avaliação de resultados:

“em minha opinião as etapas apropriadas para a mensuração das lucratividades não tem sido universalmente ou cuidadosamente delineadas e, como resultado, padrões para a avaliação eficácia gerencial não estão disponíveis, investidores e credores ficam confusos na medida em que eles

¹¹ Tradução Livre de: “We are exempting EBIT and EBITDA from this provision because of their wide and recognized existing use.” citado em SEC – Final Rule – Conditions for use of Non-GAAP Financial Measures.

¹² Tradução Livre de: “The titles of the non-GAAP measure should not be confusingly similar to a GAAP measure” citado em SEC – Financial Reporting Manual - Topic 8.

¹³ Tradução Livre de: “...should not use the title “EBITDA” if the measure is not calculated exactly as: net income (loss) before interest, taxes, depreciation and amortization.” Citado em SEC – Financial Reporting Manual - Topic 8.

tentam comparar o potencial de lucratividade de várias empresas, e o cálculo do retorno dos proprietários sobre seus investimentos é ilusório. Como tenho insistido, os demonstrativos do lucro nos conteúdos dos livros textos devem conectar balanços patrimoniais sucessivos, ou em outras palavras, que a partida dobrada deve ser refletida nos demonstrativos assim como nos livros; desta forma, seremos capazes de reconciliar nossa definição do lucro com aquela aceita pelos economistas a qual certamente não deixa de ter mérito”.

Por todos os motivos expostos, o EBITDA é, sem dúvida, um indicador muito útil, mas falta de normatização para sua construção pode comprometer sua finalidade. A liberdade, e talvez até a liberalidade, que os preparadores das informações contábeis têm para decidir o que é relevante para a formação do EBITDA ameaça sua imparcialidade.

3.3.4. Outros Conceitos

Obviamente, o EBITDA não é o único conceito existente com o intuito de se valorizar e posicionar um negócio. Ao longo dos anos, várias tentativas foram feitas de se calcular um indicador definitivo, que abrangesse todas as necessidades de análise de uma empresa. Vários continuam ativos, porém sua utilização pode ter sofrido uma diminuição em relação à época em que foi criado – seja por modismos, seja por realidades econômicas e financeiras globais que se mantêm em constante oscilação, seja por não terem se demonstrado flexíveis e globais.

Um indicador que possui muita notoriedade é o EVA® (Economic Value Added ou Valor Econômico Adicionado, em tradução livre), conceito desenvolvido pela consultoria Stern Stewart & Co. no início da década de 80 e que se baseia na idéia de lucro econômico (lucro residual).

Seu cerne está na premissa de que o lucro só existe após a remuneração do capital empregado pelo seu custo de oportunidade, ou seja, explicitamente busca uma ligação com o conceito do Lucro Econômico e, por esta razão, considera todos os custos de operação, inclusive os de oportunidade.

Basicamente, é o resultado operacional depois dos impostos, menos o encargo pelo uso do capital fornecido, por terceiros e pelos acionistas, medindo o quanto foi gerado em excesso sobre o retorno mínimo requerido pelos fornecedores de capital da empresa. Pode-se demonstrá-lo pela fórmula:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT}^{14} - \text{Encargos de Capital}$$

Conforme Martins (2000, p.33), o EVA[®] nada mais é do que apenas atribuir um custo ao capital próprio e deduzi-lo do lucro. Contudo, quanto ao objetivo de atender a todos os usuários da informação contábil, possui contra si um ponto importante, que é a falta de simplicidade para seu cálculo bem como para sua conceituação.

Enquanto o EBITDA, em sua fórmula original, trabalha com poucos elementos e com todos eles já demonstrados em sua própria denominação, ou seja, Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, o EVA[®] precisa ser calculado retrabalhando-se algumas variáveis bem específicas (Stewart, 1991) para a definição do NOPAT:

- Leasing Operacional;
- Regime de Caixa – retratamento de provisões como, por exemplo, Provisão para Contingências e Provisão para Devedores Duvidosos;
- Amortização de Ágio e Deságio;
- Caixa e Receita Financeira;
- Despesa Financeira;
- Resultado não Operacional;
- Impostos;

¹⁴ NOPAT equivale a “Net Operating Profit after Taxes” ou Lucro Operacional Líquido Após Impostos (em tradução livre).

- Passivos Não Onerosos de Curto e Longo Prazo;
- Participação de Minoritários.

Outro componente de seu cálculo é o Custo do Capital. Assaf Neto (2003) relata que o cálculo do EVA® exige o conhecimento do custo total de capital da empresa (WACC)¹⁵, que é obtido pelo custo de cada fonte de financiamento (própria ou de terceiros) ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado (fixo e giro). Desta forma, representa, em essência, o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no empreendimento.

Por derivação do EVA®, criou-se o indicador MVA®, que significa Market Value Added (Valor de Mercado Agregado, em tradução livre). Stewart (1991) o define como o excesso do valor de mercado sobre o valor contábil do capital, representando o valor da empresa deduzido do montante necessário para repor todos os seus ativos.

Sua fórmula considera as expectativas futuras do EVA® ponderada pelo custo do capital, ou seja, pode ser representado por:

$$\text{MVA}^{\circledast} = \text{EVA}^{\circledast} / \text{WACC}$$

Por sua construção, o MVA® pode ser obtido em qualquer tempo através do valor presente de todos os seus EVA®s esperados.

Do exposto, caso fosse considerado o EBITDA um bom representante do valor da empresa, poderia ser desenvolvido um cálculo do MVA® a partir deste e não do EVA®, porém seria tema de um estudo específico.

O Fluxo de Caixa Descontado é também uma ferramenta que tem por objetivo mensurar o valor da empresa, baseando-se na teoria de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele irá produzir, descontados para um valor

¹⁵ WACC corresponde a Weighted Average Cost of Capital ou Custo Médio Ponderado de Capital (tradução livre)

presente, através da utilização de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados.

Para Assaf Neto (2003), o Fluxo de Caixa Descontado pode ser assim conceituado:

“Uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital”

O seu cálculo é baseado na estimativa de fluxos infinitos e propõe que o valor da empresa no instante “t” é o somatório dos valores presentes dos fluxos futuros, descontados por uma taxa que representa a taxa de retorno requerida.

Para o cálculo deste indicador, pode-se utilizar o EBITDA como meio de projeção dos Fluxos de Caixa, pois este inclui em sua estrutura quase todas as variáveis necessárias, exceto as variações em premissas de comportamento de saldos de Ativos e Passivos (por exemplo, alterações em políticas de estoques, contas a pagar, contas a receber e investimentos em ativo fixo).

No entanto, Salloti (*apud* Souza, 2006), conclui através de um teste estatístico, que o EBITDA não se apresenta estatisticamente adequado para substituir o Fluxo de Caixa Operacional.

Outra associação que pode ser feita ao EBITDA é com Fluxo de Caixa Livre, que é o valor gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido (Martins, 2001), pois se pode dizer que este é uma derivação do EBITDA.

Pelos indicadores analisados, percebe-se tanto a possibilidade de combinações com o EBITDA bem como diferenciações positivas e negativas entre eles, tais como simplicidade de cálculo versus não abrangência de todas as variáveis envolvidas na valorização de um negócio.

4. PESQUISA EMPÍRICA

4.1. Técnica de Coleta dos Dados

A técnica utilizada na coleta dos dados foi a da Pesquisa Documental que, segundo Lakatos & Marconi (2001, p.174) caracteriza-se pelo fato de que "... a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias. Estes podem ser feitos no momento em que o fato ou fenômeno ocorre ou depois...".

Os documentos selecionados para análise foram as Demonstrações Financeiras das cinquenta maiores empresas de Capital Aberto atuantes no Brasil, de acordo com levantamento feito pela Revista Exame Melhores e Maiores, publicada em Julho de 2009. No entanto, do total das empresas, foram desconsideradas as Instituições Financeiras, perfazendo um total de quarenta e cinco empresas. Esta eliminação deveu-se ao fato de nenhum banco apresentar o indicador EBITDA no Relatório da Administração.

A escolha das empresas de Capital Aberto ocorreu em função da disponibilidade de consulta de suas informações contábeis no site da Bovespa, por serem empresas listadas e sujeitas à apresentação das Demonstrações Financeiras de forma padronizada e em concordância com as normas estabelecidas pela CVM.

Os dados utilizados na investigação tiveram como base as Demonstrações Contábeis publicadas pelas empresas e foram avaliados sob o ponto de vista quantitativo, que é utilizado para "mensurar ou medir variáveis", bem como tiveram avaliações qualitativas para "descrever comportamentos de variáveis e situações" (Martins & Lintz, 2000, p.45).

Na definição do tamanho da amostra foram consideradas como representativas do setor cinquenta das cem empresas apresentadas pela Revista Exame Melhores e Maiores, tendo em vista que aí estão as principais empresas de capital aberto, em termos de valor de mercado. Sendo assim, seguem-se as variáveis analisadas:

1. A forma de divulgação do indicador EBITDA nos Relatórios da Administração, bem como seu conteúdo;
2. A possibilidade de reconciliação entre o EBITDA divulgado no Relatório da Administração e o EBITDA calculado a partir dos Demonstrativos Contábeis, bem como o grau de complexidade encontrado;
3. A composição das linhas utilizadas e a homogeneidade existente em seu cálculo;
4. As formas de evidenciação do cálculo do indicador mencionadas no Relatório da Administração.

4.2. Análise dos Dados

4.2.1. Informações Iniciais

A tabela abaixo demonstra as empresas pelo seu valor de mercado, em US\$ milhões, da maior para a menor, classificadas de acordo com o seu setor de atuação, sendo que destas cinco foram excluídas do estudo por se tratarem de bancos que não divulgam o indicador EBITDA. Portanto, foram estudadas quarenta e cinco empresas.

O nome de cada companhia é o mesmo utilizado pela Revista Exame, que usou o critério de divulgá-los na forma em que são mais conhecidas pelo público em geral.

Tabela 4 – As 50 Maiores Empresas de Capital Aberto do Brasil

Classificação	Empresa	Setor	Valor de Mercado em 2008 (US\$ Milhões)
1	Petrobras	Energia	95.846
2	Vale	Mineração	58.469
3	Itaú Unibanco	Banco	41.499
4	Bradesco	Banco	27.965
5	Ambev	Bens de Consumo	24.179
6	Santander	Banco	20.261
7	Banco do Brasil	Banco	16.125
8	Eletróbrás	Energia	12.378
9	CSN	Siderurgia e Metalurgia	9.414
10	Telesp	Telecomunicações	9.087
11	Gerdau	Siderurgia e Metalurgia	8.516
12	Brasil Telecom	Telecomunicações	7.666
13	Redecard	Serviços	7.401
14	OGX Petróleo	Energia	7.274
15	CPFL	Energia	6.191
16	CEMIG	Energia	6.120
17	Telemar	Telecomunicações	5.776
18	Souza Cruz	Bens de Consumo	5.769
19	Usiminas	Siderurgia e Metalurgia	5.529
20	Tractebel Energia	Energia	5.181
21	BM&FBovespa	Serviços	5.121
22	Vivo Participações	Telecomunicações	4.374
23	CCR	Serviços	4.076
24	TIM Participações	Telecomunicações	3.628
25	Emprapar	Telecomunicações	3.600
26	Natura	Bens de Consumo	3.487
27	WEG	Bens de Capital	3.303
28	Nossa Caixa	Banco	3.124
29	Pão de Açúcar	Varejo	3.121
30	JBS	Bens de Consumo	2.962
31	Ultrapar	Diversos	2.911
32	ALL	Transporte	2.868
33	Bradespar	Mineração	2.833
34	CTEEP	Energia	2.766
35	Embraer	Autoindústria	2.728
36	Sabesp	Serviços	2.707
37	Copel	Energia	2.686
38	Perdigão	Bens de Consumo	2.628
39	Coelba	Energia	2.493
40	AES Tietê	Energia	2.249
41	Fosfertil	Química e Petroquímica	2.019
42	NET	Telecomunicações	1.926
43	CESP	Energia	1.908
44	Light Sesa	Energia	1.908
45	Whirlpool	Eletroeletrônico	1.854
46	Lojas Americanas	Varejo	1.843
47	AES Eletropaulo	Energia	1.704
48	Comgás	Energia	1.652
49	Suzano	Papel e Celulose	1.586
50	Cosan	Energia	1.574

Fonte: Revista Exame Melhores e Maiores – Edição Julho 2009. Adaptado.

A seguir, é apresentado um breve resumo dos dados sobre as cem maiores empresas de capital aberto, conforme levantamento divulgado pela Revista Exame Melhores e Maiores. As informações contidas na tabela mostram a participação dos setores bem como a quantidade de empresas presentes em cada setor:

Tabela 5 – Os números das 100 Maiores Empresas de Capital Aberto

Setor	Quantidade Empresas	Participação	Valor de Mercado em 2008 (US\$ Milhões)	Participação
Energia	29	29,0%	163.728	32,2%
Banco	7	7,0%	111.531	22,0%
Mineração	3	3,0%	61.933	12,2%
Bens de Consumo	9	9,0%	42.849	8,4%
Telecomunicações	7	7,0%	36.057	7,1%
Siderurgia e Metalurgia	5	5,0%	24.744	4,9%
Serviços	8	8,0%	22.748	4,5%
Varejo	4	4,0%	6.901	1,4%
Papel e Celulose	4	4,0%	6.044	1,2%
Diversos	4	4,0%	5.667	1,1%
Transporte	4	4,0%	5.546	1,1%
Química e Petroquímica	4	4,0%	4.915	1,0%
Bens de Capital	1	1,0%	3.303	0,7%
Autoindústria	1	1,0%	2.728	0,5%
Indústria da Construção	4	4,0%	2.607	0,5%
Seguros	2	2,0%	1.878	0,4%
Eletroeletrônico	1	1,0%	1.854	0,4%
Holdings	1	1,0%	1.392	0,3%
Produção Agropecuária	1	1,0%	858	0,2%
Têxteis	1	1,0%	554	0,1%
Total	100	100,0%	507.837	100,0%

Fonte: Revista Exame Melhores e Maiores – Edição Julho 2009. Adaptado

Das companhias abertas, o maior valor encontra-se no Setor de Energia, correspondendo a 32,2% do grupo, sendo também este o setor que mais concentra empresas – 29 ao total.

Os cinco primeiros setores – energia, bancos, mineração, bens de consumo e telecomunicações – respondem por 82% do valor de mercado das cem empresas que compõem o ranking, perfazendo cinquenta e cinco companhias.

4.2.2. Análise da Divulgação do Indicador

A fonte das informações que suportaram este estudo foi o site da Bovespa, em que se pôde consultar os Demonstrativos Financeiros das empresas listadas. Por não ser um indicador oficial, previsto nos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos, este número é geralmente apresentado no Relatório da Administração, como medida de desempenho operacional, muitas vezes relacionado com as vendas e com o passivo.

Das quarenta e cinco empresas analisadas, nove - ou 20% da amostra - não apresentaram o indicador EBITDA no Relatório da Administração, inviabilizando uma das fases da pesquisa que se referia exatamente à reconciliação entre o valor divulgado e o valor calculado através dos Demonstrativos Financeiros. Para estas nove empresas, procurou-se identificar no Relatório da Administração como foi apresentado o desempenho alcançado no período:

1. *Gerdau*: evidencia, em seu Relatório da Administração, seu desempenho através do indicador Lucro Líquido, calculado de acordo com o IFRS e com as normas brasileiras. Nenhum destaque é feito a Resultado Operacional ou à Geração de Caixa que pudessem estar relacionados com o indicador EBITDA;
2. *Brasil Telecom*: na mesma linha da Gerdau, utiliza o Lucro Líquido como indicador de desempenho e concentra suas explicações nas rubricas de endividamento, investimentos e pesquisa e desenvolvimento;
3. *Redecard*: explicita de maneira detalhada todas as movimentações ocorridas em suas linhas da Demonstração de Resultado, como por exemplo: Receitas Operacionais, Custo dos Serviços Prestados, Depreciação, Despesas Operacionais, Administrativas, Outras Receitas e Despesas Operacionais, Resultado Financeiro e Impostos. Por fim, resume seu desempenho através do indicador Lucro Líquido;
4. *OGX*: como é uma empresa em estágio inicial de atividades, suas principais contas são receitas de aplicações financeiras, despesas de

exploração e despesas gerais e administrativas, próprias e de sua controlada, OGX Ltda. O único indicador de desempenho apresentado é o Lucro Líquido, decorrente de Resultado Financeiro, Despesas com Exploração, Despesas Gerais e Administrativas, e Imposto de Renda e Contribuição Social;

5. *Vivo*: apresenta no Relatório da Administração apenas o “Resultado do Exercício Societário”, mencionando apenas que é calculado de acordo com a legislação societária e que superou o ano anterior;
6. *Emprapar*: apresenta o “Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro e participação Societária”, que é comparado com o desempenho do ano anterior e com a Receita Líquida, e o “Lucro Líquido”;
7. *Bradespar*: apresenta como indicador de desempenho o Lucro Líquido do período, porém cita no Relatório da Administração o resultado de suas investidas, mencionando, no caso da Vale, o indicador EBITDA;
8. *CESP*: menciona o Lucro Operacional Bruto (antes das Despesas Operacionais) e o Prejuízo do Exercício, decorrente principalmente de *impairment* de ativos e variações cambiais negativas;
9. *Whirlpool*: no Relatório da Administração consta o Resultado do Exercício após Participação em Sociedades Controladas e Coligadas e como este indicador se relaciona com a Receita Líquida de Vendas e com o desempenho do ano anterior.

Já em relação às empresas que divulgaram o indicador no Relatório da Administração, pode-se observar algumas que justificam o conceito de EBITDA, algumas que demonstram o cálculo, algumas que advertem quanto à utilização do indicador e algumas que nada detalham. A título de exemplificação, a partir dos setores presentes no ranking das cinquenta maiores empresas de capital aberto, selecionou-se a maior empresa de cada setor para evidenciar o tratamento dispensado.

A maior empresa de capital aberto, Petrobrás, pertencente ao setor de energia, em seu relatório da administração, divulga o EBITDA, enfatizando-o mais como um indicador de geração de caixa, e faz uma comparação de sua evolução em relação ao período anterior, demonstrando crescimento de 14%. Menciona em nota destacada:

“... 3. Resultado antes dos impostos, das participações dos acionistas não controladores, do resultado financeiro líquido, das participações em investimentos relevantes, e da depreciação, amortização e previsão para perda na recuperação de ativos;

O EBITDA não é um indicador calculado de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil e, possivelmente, pode não servir de base de comparação com indicadores com o mesmo nome apresentados por outras empresas. O EBITDA não deve ser considerado como um indicador substituto para medir lucro operacional, ou também como uma melhor forma de mensuração da liquidez e do fluxo de caixa das atividades operacionais. O EBITDA é uma informação adicional da capacidade de pagamento das dívidas, da manutenção de investimentos e da capacidade de cobrir necessidades de capital de giro” (Petrobras, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa, grifo nosso).

Da mesma forma, a Vale, maior empresa de capital aberto do setor de mineração, divulga o EBITDA, porém associa-o diretamente à geração de caixa, apresentando relações com a dívida, com cobertura de juros, várias relações de variáveis e EBITDA:

“A alavancagem, medida pela relação dívida total/EBITDA decresceu para 1,0x em 31 de dezembro de 2008, contra 1,1x em 31 de dezembro de 2007.

O índice de cobertura de juros medido pelo indicador EBITDA/pagamento de juros aumentou para 15,0x no final de 2008 de 11,8x em 31 de dezembro de 2007, revelando outro indicador de nossa solidez financeira.” (Vale, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

A Ambev, maior do setor de bens de consumo, declara que o EBITDA é uma medida utilizada pela Administração da Companhia para demonstrar o seu desempenho e faz diversas análises comparativas entre seus segmentos de negócio

e entre as filiais Brasil, América do Norte e América Latina, relacionando-o a vendas, a margem operacional e a cobertura de dívidas, não PE feita nenhuma menção direta à geração de caixa tendo-se o EBITDA como base.

No setor de siderurgia, a maior empresa, CSN, divulga o EBITDA com um enfoque de resultado operacional, e não propriamente geração de caixa. Há várias comparações em termos de Margem EBITDA, entendida como a relação EBITDA sobre Receita Líquida de Vendas, apesar de também haver citação da relação EBITDA sobre Dívida. A justificativa para sua apresentação encontra-se destacada abaixo:

“O EBITDA representa o lucro (prejuízo) líquido antes do resultado financeiro, contribuição social e imposto de renda e depreciação e amortização. O EBITDA não deve ser considerado como uma alternativa para o lucro (prejuízo) líquido, como um indicador de desempenho operacional da CSN, ou uma alternativa para fluxo de caixa como um indicador de liquidez. A administração da CSN acredita que o EBITDA é uma medida prática para aferir seu desempenho operacional e permitir uma comparação com outras companhias. Entretanto, ressalta-se que o EBITDA não é uma medida estabelecida de acordo com os Princípios Contábeis Brasileiros (Legislação Societária ou BR GAAP) ou Princípios Contábeis Norte-Americanos (US GAAP) e pode ser definido e calculado de maneira diversa por outras companhias.” (CSN, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa, grifo nosso)

Nesta declaração percebe-se claramente a dificuldade de entendimento do indicador, pois em uma frase alerta-se para o fato de que ele não é um indicador de desempenho operacional e na frase seguinte ele é citado como sendo um indicador de desempenho operacional da empresa.

No setor de telecomunicações, a maior empresa listada é a Telesp, que divulga o EBITDA em seu relatório da Administração como sendo o “resultado operacional antes das despesas financeiras líquidas, excluindo-se as depreciações e amortizações”. Também para este caso percebe-se a não padronização do conceito, pois como será demonstrado no próximo tópico, para o cálculo do EBITDA da Telesp está sendo revertido o Resultado Financeiro, que por definição inclui também

as Receitas Financeiras – salientando-se ainda que a nomenclatura “Despesas Financeiras Líquidas” transpassa incerteza em sua composição, embora se deva reconhecer que a própria Lei 6.404/76 prevê esta descrição no artigo 187:

“... Demonstração do Resultado do Exercício

Art. 187. A demonstração do resultado do exercício discriminará:

...

III - as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais; ...” (Lei 6.404/76, Art. 187, grifo nosso)

Em serviços, a maior representante BM&FBovespa não divulga o valor monetário do EBITDA, mas sim a Margem EBITDA. Grande atenção é dada ao Lucro Líquido, mencionando-se que em sua composição foram consideradas Despesas Não-Recorrentes e Amortização de Ágio. São mencionados três tipos de margem: Operacional, EBITDA e Líquida.

A Weg, representante do setor de bens de capital, explicita que o EBITDA apresentado é calculado de acordo com a metodologia definida pela CVM, no Ofício Circular nº 01/07, porém não apresenta uma reconciliação entre este indicador e o Lucro Líquido. É feita uma comparação com o ano anterior e também é apresentada a margem EBITDA.

No setor de varejo, o Grupo Pão de Açúcar, em sua primeira menção ao EBITDA no Relatório da Administração menciona a relação do indicador versus a dívida líquida da companhia. Também é apresentada uma variante do indicador, denominada “EBITDA Pró-Forma”, que exclui os gastos com reestruturação, e é bastante utilizada para comparação com o período anterior, por se entender que permite uma comparação em bases iguais. Também pode ser destacar que o indicador é a base de comparação de desempenho entre as diversas empresas do grupo.

O grupo Ultrapar, classificado como “diversos”, atua no negócio de distribuição de combustíveis, na indústria química e em soluções logísticas

integradas. O EBITDA é apresentado como um comparativo de desempenho frente ao ano anterior e também como um indicador de geração de caixa, pois para fins de resultado trabalha-se com o Lucro Líquido:

“... Resultados

- Faturamento da Ultrapar registra crescimento de cinco vezes em dois anos, em função da estratégia de aquisições e investimentos em expansão orgânica.

- Geração operacional de caixa da Ultrapar (EBITDA) cresce 38% na comparação com 2007, para R\$ 1.079 milhões, superando a marca de R\$ 1 bilhão pela primeira vez.

- Lucro líquido da Ultrapar atinge R\$ 390 milhões, crescimento de 115% em relação ao ano anterior.” (Ultrapar, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa, grifo nosso)

Ainda é feita uma menção sobre o que se busca evidenciar na apresentação do indicador:

“O EBITDA é uma medida comumente utilizada, que se aproxima do resultado operacional. A inclusão de informações sobre EBITDA visa representar uma medida de nossa capacidade de gerar caixa a partir de nossas operações. Entre outras finalidades, o EBITDA é utilizado como indicador nos compromissos da Ultrapar relacionados a financiamentos, conforme comentado na nota explicativa nº16 das demonstrações financeiras. O EBITDA não deve ser considerado isoladamente, ou como uma alternativa ao lucro líquido, como medida de desempenho operacional, ou alternativa aos fluxos de caixa operacionais, como medida de liquidez.” (Ultrapar, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa)

Em seu Relatório da Administração, a ALL, maior representante do setor de transportes, utiliza o EBITDA como indicador de comparação de suas diversas operações. É uma medida utilizada tanto para evidenciar seu resultado operacional como para demonstrar sua solidez financeira, em termos de gestão de caixa. Além do EBITDA tradicional, também é apresentada uma variante identificada como

EBITDAR, sem, no entanto, haver qualquer menção sobre a que se refere nem como seu cálculo é efetuado.

Este conceito é uma das variantes do EBITDA, e pode ser definido como “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Rent or Restructuring Costs”, ou seja, “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação, Amortização e Aluguéis ou Custos de Reestruturação”.

Dependendo da companhia e do objetivo do usuário, o indicador pode tanto se referir aos Aluguéis (R de “Rent”, em inglês), como a Reestruturação (R de “Restructuring”, em inglês), mas geralmente não a ambos simultaneamente.

Os aluguéis são incluídos no indicador geralmente quando se faz a avaliação do desempenho financeiro de empresas que possuem despesas significativas com aluguéis de recursos relacionados à execução de suas operações. A eliminação destas despesas facilita a comparação com outras empresas, adequando-as a uma mesma base operacional. Para o caso da ALL, que lida com transportes e provavelmente possui uma frota alugada, depreende-se que este seja o conteúdo do indicador.

Com relação à reestruturação, a sua exclusão ocorre quando a companhia implantou um plano de reestruturação e, conseqüentemente, incorreu em elevados custos pontuais, não-recorrentes e que não fazem parte de suas operações correntes.

Pode-se aproveitar o ensejo, para destacar que além da variante EBITDAR, existem ainda outras:

- EBITDAL – “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Leasing or Special Losses” ou “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação, Amortização e Leasing ou Perdas”. Para o caso de se referir a Leasing, difere de aluguéis por considerar o leasing como decisão de financiamento de aquisições e não como aluguel operacional. Já ao se referir a Perdas (L de “Losses”, em inglês), relaciona-se a perdas não-recorrentes como perdas em derivativos.

- EBITDAX – “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Exploration Expenses” ou “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação, Amortização e Despesas de Exploração”. Utilizado principalmente por empresas de exploração de petróleo e de minérios, excluindo as pesadas despesas com exploração.

Percebe-se que as variações existentes também não possuem um padrão único e que por vezes são formadas a partir de dados não destacados nas Demonstrações Contábeis, o que pode dificultar sua reconciliação e análise de representatividade.

A Embraer, classificada no setor autoindústria, classifica o EBITDA como sendo um indicador de geração de caixa operacional, relacionando-o com as dívidas e as despesas com juros. Para análise do desempenho operacional, trabalha com o Lucro Líquido.

Maior representante do setor química e petroquímica, a Fosfertil apresenta o EBITDA em comparação com o ano anterior e também em relação às vendas. Define-se ainda o conceito empregado em seu cálculo:

“... (*) EBITDA é definido pela companhia como lucro líquido, adicionado do resultado financeiro líquido, da depreciação e amortização e exaustão, do resultado não operacional e do imposto de renda e contribuição social. Este indicador não é previsto nas normas contábeis brasileiras, portanto não foi objeto de revisão do auditor independente e não representa o fluxo de caixa para os exercícios apresentados, não devendo ser considerado como alternativa para o lucro líquido como indicador do desempenho operacional ou para o fluxo de caixa, ou ainda como indicador de liquidez.” (Fosfertil, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site da Fosfertil).

A Suzano, maior representante do setor de papel e celulose, divulga o indicador EBITDA como sendo tanto um indicador de resultado como de geração de caixa, ao compará-lo com as Receitas de Vendas e com a Dívida Líquida, porém maior destaque é dado ao aspecto caixa:

“... EBITDA.... Esta forte geração de caixa, aliada à considerável disponibilidade de recursos em caixa e linhas de crédito de médio e longo prazos, assegurarão uma base sólida para os investimentos de nosso próximo ciclo de crescimento.. “(Suzano, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

As amostras apresentadas demonstram que não existe uma padronização da interpretação do conceito, embora para quase todos os casos houve uma comparação direta com a Receita de Vendas, vinculando-o ao conceito de resultado da operação e, portanto como um indicador do lucro da empresa. Também se percebe sua utilização para a demonstração da evolução das operações das companhias ao longo do tempo. No entanto, este lucro não se relaciona com o conceito de lucro econômico, pois não leva em consideração o custo de oportunidade ou risco incorrido na operação.

Desta observação, pode-se inferir que o interesse na divulgação do EBITDA é suprir o usuário da informação com um dado que pudesse ser utilizado como meio para se calcular o lucro econômico, mas que já seja um pouco mais elaborado do que o Lucro Líquido.

4.2.3. Conciliação do Indicador

Um dos tópicos deste estudo é avaliar a possibilidade de reconciliação entre o EBITDA divulgado no Relatório da Administração e o EBITDA calculado a partir dos Demonstrativos Contábeis, bem como o grau de complexidade encontrado. Das quarenta e cinco empresas analisadas, a reconciliação direta mostrou-se possível para apenas três empresas, ou 6,7% do total.

Através do auxílio de comentários expostos no Relatório da Administração, bem como do isolamento de algumas outras variáveis da Demonstração do Resultado do Exercício, pôde-se reconciliar os números do EBITDA de outras dezoito empresas, representando 40% das quarenta e cinco empresas analisadas.

Finalmente, não foi possível obter-se uma reconciliação – e interpretação – segura para quinze companhias, perfazendo 33,3% da amostra trabalhada.

Ponderando-se que a análise não foi feita por um leigo, depreende-se que este resultado confirma que o indicador EBITDA pode conter muitas influências particulares das empresas, atestando sua fragilidade. Percebe-se que é um indicador feito sob medida, para que as companhias possam demonstrar como resultado aquilo que mais lhes aprouver.

O quadro abaixo sintetiza as observações:

Análise do Indicador	Empresas	Participação
Não Divulgado	9	20,0%
Reconciliado Diretamente	3	6,7%
Reconciliado através de Recálculos	18	40,0%
Não Reconciliado	15	33,3%
Total	45	100,0%

A reconciliação foi elaborada com observações obtidas a partir do site da Bovespa, na seção “Empresas”, tópico “Para Investidores”. Ao selecionar-se a empresa desejada, é possível confirmar seu CNPJ e então ter acesso aos seus Demonstrativos Financeiros, selecionando-se o período para análise.

No quadro disponibilizado, constam as opções para consulta dos seguintes relatórios:

1. Dados de Controle;
2. Dados da Empresa;
3. Balanço Patrimonial;
4. Demonstração do Resultado;
5. Demonstração do Fluxo de Caixa;
6. Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido;
7. Demonstração do Valor Adicionado;
8. Balanço Patrimonial Consolidado;
9. Demonstração do Resultado Consolidado;

10. Demonstração do Fluxo de Caixa Consolidado;
11. Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido Consolidado;
12. Demonstração do Valor Adicionado Consolidado;
13. Parecer dos Auditores Independentes;
14. Relatório da Administração;
15. Notas Explicativas.

Como as Demonstrações Financeiras estão padronizadas, a recomposição dos dados é feita de maneira uniforme, salvo algumas exceções que são identificadas quando oportuno.

Assim, foram selecionadas, em um primeiro momento, as seguintes linhas da Demonstração do Resultado do Exercício:

1. Lucro ou Prejuízo do Período – classificado sob o número 3.15;
2. Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – classificados sob o número 3.10;
3. Imposto de Renda Diferido – classificado sob o número 3.11;
4. Resultado Financeiro – classificado sob o número 3.06.03.

Na primeira parte da análise também se fez necessário consultar o Fluxo de Caixa, selecionando-se a linha Depreciação e Amortização. Esta parte tornou-se um pouco menos homogênea, pois ora a amortização de ágio ou deságio encontrava-se destacada em uma linha específica, ora deduzia-se que estava concentrada na linha de Depreciação e Amortização.

Deve ser ressaltado que os valores foram extraídos das Demonstrações do Resultado do Exercício tal como constavam na publicação, ou seja, no valor nominal da época, portanto não foi feito nenhum procedimento de atualização pela variação do poder aquisitivo da moeda.

O estudo aqui desenvolvido teve como limite os objetivos do trabalho como um todo. Então, são destacados e analisados, principalmente, os pontos relacionados com aspectos que indiquem o grau de aproximação entre a divulgação feita pelas empresas pesquisadas e as referências conceituais existentes.

A tabela a seguir evidencia o cálculo elementar do EBITDA, a partir dos elementos mencionados anteriormente, e sua comparação com o indicador divulgado em Notas Explicativas. Objetiva-se identificar aqueles que necessitam de uma análise mais detalhada das Demonstrações Financeiras e coleta de dados em outros demonstrativos além do Fluxo de Caixa e da Demonstração do Resultado do Exercício. Assim, indicam-se as empresas, o recálculo do indicador, o indicador divulgado e as respectivas conclusões, que são objeto de análise de conteúdo.

É muito comum expressar-se o indicador EBITDA em milhões de reais, por isso, para uma análise adequada, este fato foi levado em consideração no momento da comparação, salvo para os casos em que a divulgação do indicador foi feita em números inteiros.

Tabela 6 – Conciliação do Indicador EBITDA

Classificação	Empresa	Lucro Prejuízo Período 3.15	Impostos 3.10 - 3.11	Resultado Financeiro 3.06.03	Depreciação	EBITDA Calculado	EBITDA Divulgado	Comparação
1	Petrobras	32.987.792	(15.961.977)	(698.706)	(12.390.412)	62.038.887	57.170.000	FALSO
2	Vale	21.279.629	(664.728)	(3.837.534)	(5.112.446)	30.894.337	35.022.000	FALSO
3	Itaú Unibanco	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D	N/A
4	Bradesco	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D	N/A
5	Ambev	3.059.478	(1.519.043)	(1.092.214)	(3.280.629)	8.951.364	9.006.800	FALSO
6	Santander	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D	N/A
7	Banco do Brasil	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D	N/A
8	Eletrobrás	6.136.497	(3.226.515)	3.383.768	(2.339.904)	8.319.148	8.541.000	FALSO
9	CSN	5.774.149	(954.799)	(2.780.731)	(840.303)	10.349.982	6.593.009	FALSO
10	Telesp	2.419.971	(1.081.693)	(843.886)	(2.775.627)	7.121.177	6.555.700	FALSO
11	Gerdau	2.881.243	76.288	249.854	(48.538)	2.603.639	N/D	N/A
12	Brasil Telecom	1.029.816	(551.468)	(597.859)	(2.066.046)	4.245.189	N/D	N/A
13	Redecard	1.196.120	(583.507)	478.417	(119.447)	1.420.657	N/D	N/A
14	OGX Petróleo	359.884	(196.544)	754.226	-	(197.798)	N/D	N/A
15	CPFL	1.275.692	(636.238)	(414.321)	(564.924)	2.891.175	2.808.000	FALSO
16	CEMIG	1.887.035	(914.332)	(93.629)	(715.045)	3.610.041	4.099.000	FALSO
17	Telemar	1.520.548	(413.452)	(1.338.823)	(2.849.603)	6.122.426	6.109.000	FALSO
18	Souza Cruz	1.249.586	(446.588)	(25.633)	(127.387)	1.849.194	1.739.500	FALSO
19	Usiminas	3.224.433	(1.008.222)	(1.187.901)	(873.067)	6.293.623	6.008.000	FALSO
20	Tractebel Energia	1.115.153	(474.367)	(324.250)	(266.383)	2.180.153	2.180.153	VERDADEIRO
21	BM&FBovespa	645.596	(212.741)	305.972	(359.561)	911.926	913.146	FALSO
22	Vivo Participações	389.683	(469.502)	(810.663)	(2.974.185)	4.644.033	N/D	N/A
23	CCR	713.586	(392.128)	(252.998)	(353.829)	1.712.541	1.731.852	FALSO
24	TIM Participações	180.152	64.254	(374.975)	(2.408.545)	2.899.418	2.899.000	VERDADEIRO
25	Emprapar	612.703	(57.112)	(396.091)	(1.213.458)	2.279.364	N/D	N/A
26	Natura	518.111	(229.568)	(9.442)	(89.608)	846.729	859.900	FALSO
27	WEG	560.401	(206.293)	(155.599)	(206.081)	1.128.374	1.026.100	FALSO
28	Nossa Caixa	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D	N/A
29	Pão de Açúcar	260.427	(111.006)	(316.788)	(604.743)	1.292.964	1.340.000	FALSO
30	JBS	25.939	(62.221)	(612.176)	(423.458)	1.123.794	1.156.100	FALSO
31	Ultrapar	390.269	(151.583)	(168.834)	(375.476)	1.086.162	1.079.000	FALSO
32	ALL	176.726	(11.579)	(763.555)	(360.702)	1.312.562	1.081.000	FALSO
33	Bradespar	1.126.271	(39.820)	(285.267)	(450.000)	1.901.358	N/D	N/A
34	CTEEP	827.065	(258.747)	(293.413)	(189.733)	1.568.958	1.316.700	FALSO
35	Embraer	428.750	(435.136)	(229.317)	(387.216)	1.480.419	1.499.800	FALSO
36	Sabesp	1.088.085	(398.233)	(707.530)	(617.804)	2.811.652	2.800.000	VERDADEIRO
37	Copel	1.078.744	(458.146)	94.363	(404.743)	1.847.270	1.851.021	FALSO
38	Perdigão	54.372	255.335	(630.348)	(601.561)	1.030.946	1.159.300	FALSO
39	Coelba	814.805	(133.463)	(172.954)	(184.582)	1.305.804	1.217.185	FALSO
40	AES Tietê	692.462	(337.425)	(159.350)	(64.378)	1.253.615	1.254.400	FALSO
41	Fosfertil	772.659	(354.457)	(139.117)	(186.445)	1.452.678	1.459.000	FALSO
42	NET	(95.006)	(148.989)	(318.527)	(607.204)	979.714	981.700	FALSO
43	CESP	(2.351.639)	700.501	(1.394.212)	(480.804)	(1.177.124)	N/D	N/A
44	Light Sesa	918.164	(259.791)	159.186	(287.057)	1.305.826	1.313.600	FALSO
45	Whirlpool	662.823	(74.329)	(121.924)	(149.969)	1.009.045	N/D	N/A
46	Lojas Americanas	116.588	(84.967)	(359.499)	(212.389)	773.443	945.200	FALSO
47	AES Eletropaulo	1.027.109	(497.964)	129.387	(369.096)	1.764.782	1.695.900	FALSO
48	Comgás	514.045	(202.556)	(122.159)	(194.229)	1.032.989	1.035.000	FALSO
49	Suzano	(451.308)	184.475	(1.573.697)	(530.807)	1.468.721	1.469.200	FALSO
50	Cosan	(47.775)	18.747	284.302	(542.755)	191.931	172.900	FALSO

Valores em R\$

Das quarenta e cinco empresas analisadas, apenas três puderam ter seus resultados diretamente reconciliados com o indicador EBITDA presente no Relatório da Administração, conforme destacado na tabela anterior:

- Tractebel Energia;
- TIM Participações; e
- Sabesp.

Para o caso da Tractebel Energia, vale ressaltar que não há linhas adicionais ao resultado operacional, o que propicia a reconciliação. Não se pode afirmar que esta empresa considera exatamente as linhas padrões do cálculo do indicador, mas sim que os elementos presentes na sua Demonstração do Resultado permitem um cálculo simplificado. A empresa ainda apresenta, de acordo com a orientação da CVM, uma reconciliação entre o Resultado Operacional e o EBITDA:

Figura 1 – Reconciliação indicador EBITDA - Tractebel

(valores em R\$ mil)	2006	2007	2008	Varição 2008/2007
Resultado Operacional	1.226.977	1.485.338	1.589.520	7,0%
(+/-) Resultado Financeiro	156.208	134.653	324.250	140,8%
(-) Resultado da Equivalência	(300)	-	-	-
(+) Depreciação e Amortização	215.111	235.866	266.383	12,9%
EBITDA	1.597.996	1.855.857	2.180.153	17,5%

Fonte: Tractebel, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

As empresas TIM Participações e Sabesp ignoram os valores existentes na linha Outras Receitas e Despesas Operacionais

Para o caso da TIM, não há nenhuma reconciliação entre o Lucro Líquido e o EBITDA, não havendo justificativa por não se excluir do cálculo as Outras Receitas e Despesas Operacionais.

Já a Sabesp não utiliza o termo EBITDA em seu relatório, substituindo-o por LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) e classifica-o como sendo o Resultado Operacional da empresa – não há nenhuma reconciliação

com o Lucro Líquido bem como nenhuma justificativa para não se excluir do cálculo o valor de Outras Receitas e Despesas Operacionais.

Para as demais empresas, tentou-se fazer uma reconciliação entre o EBITDA divulgado no Relatório da Administração e o EBITDA calculado a partir da Demonstração de Resultado e do Fluxo de Caixa, considerando-se além das linhas básicas – Resultado Financeiro, Impostos, Depreciação e Amortização – as seguintes linhas:

- Despesas Antecipadas;
- Entidade de Previdência;
- Provisões;
- Ganhos e Perdas com Ativo Imobilizado;
- Outras Receitas e Despesas Operacionais;
- Equivalência Patrimonial;
- Resultado Não Operacional;
- Reversão de Juros sobre o Capital Próprio;
- Participações e Contribuições Estatutárias;
- Participação de Acionistas Não Controladores.

A restrição à consulta da Demonstração do Resultado e do Fluxo de Caixa deve-se ao fato de se considerar que os dados neles constantes são de extração mais fácil e direta, do que, por exemplo, ter que se trabalhar com a análise detalhada das Notas Explicativas, tarefa mais difícil de ser realizada pelos vários usuários da informação contábil.

Houve casos em que o valor utilizado para a composição do EBITDA estava consolidado em uma determinada linha da Demonstração de Resultado, como por exemplo, amortização de ágio reportada na linha de Outras Receitas e Despesas

Operacionais – para estes casos, a variável foi isolada e a rubrica principal foi demonstrada pelo seu valor desmembrado.

A análise encontra-se separada em dois tópicos:

1. Reconciliações Positivas – referem-se àquelas que permitiram a recomposição do EBITDA divulgado pelas empresas através da consideração de informações contidas na Demonstração de Resultado e no Fluxo de Caixa, sem necessidade de consulta às demais Demonstrações Financeiras;
2. Reconciliações Negativas – referem-se àquelas em que não se pôde comprovar o cálculo do EBITDA divulgado no Relatório da Administração através da consulta à Demonstração do Resultado e ao Fluxo de Caixa.

4.2.3.1. Análise das Reconciliações Positivas

A tabela a seguir demonstra as empresas em que o valor do EBITDA pôde ser recomposto através da consideração de outras linhas da Demonstração de Resultado, havendo destaque para as células que compuseram o indicador recalculado:

Tabela 7 - Recálculo do indicador EBITDA

Classificação	Empresa	EBITDA Calculado	Variações Cambiais / Provisões	Amortização Ágio / Deságio	Outras Receitas e Despesas Operacionais	Equivalência Patrimonial	Resultado Não Operacional	Reversão Juros s/ Capital Próprio	Participações Contribuições Estatutárias	Participação Acionistas Não Controladores	EBITDA Re-Calculado	EBITDA Divulgado
1	Petrobras	62.038.887	3.827.489	758.428	(12.261.104)	(874.218)	-	-	(1.344.526)	2.089.497	57.170.729	57.170.000
5	Ambev	8.951.364	(128.630)	-	173.377	16.877	-	-	(109.935)	(7.164)	9.006.839	9.006.800
9	CSN	10.349.982	-	-	3.854.185	(97.212)	-	-	-	-	6.593.009	6.593.009
10	Telesp	7.121.177	-	-	(6.932)	8.262	-	616.000	-	-	6.555.732	6.555.700
15	CPFL	2.891.175	-	-	(53.017)	-	-	-	-	(9.769)	2.807.024	2.808.000
16	CEMIG	3.610.041	-	-	(132.541)	-	-	-	(370.350)	-	4.099.661	4.099.000
17	Telemar	6.122.426	-	-	(692.344)	17.759	-	-	-	(4.326)	6.108.993	6.109.000
18	Souza Cruz	1.849.194	-	-	82.508	8.635	(261)	109.692	-	-	1.739.502	1.739.500
21	BM&FBovespa	911.926	-	-	-	-	-	-	-	(1.567)	913.493	913.146
23	CCR	1.712.541	-	-	(28.622)	-	-	-	-	(9.190)	1.731.852	1.731.852
34	CTEEP	1.568.958	-	-	12.379	-	-	239.899	-	-	1.316.680	1.316.700
35	Embraer	1.480.419	-	-	(138.018)	(91)	-	-	-	(19.293)	1.499.803	1.499.800
37	Copel	1.847.270	-	-	(252.377)	14.318	-	-	-	(18.069)	1.851.021	1.851.021
39	Coelba	1.305.804	-	-	-	-	(5.242)	93.861	-	-	1.217.185	1.217.185
44	Light Sesa	1.305.826	-	-	21.474	-	-	-	(29.255)	-	1.313.607	1.313.600
47	AES Eletropaulo	1.764.782	-	-	-	-	59.583	68.813	-	-	1.695.969	1.695.900
49	Suzano	1.468.721	-	-	53.437	(515)	-	-	-	-	1.469.236	1.469.200
50	Cosan	191.931	-	-	(5.962)	6.574	9.992	-	-	2.455	172.910	172.900

Valores em R\$

Uma análise mais detalhada no Relatório da Administração destas empresas comprova que, embora exista uma orientação formalizada pela CVM, ainda não há um roteiro único adotado pelas empresas na divulgação desta métrica.

Para as dezoito empresas listadas, apenas uma – CCR - mencionou o fato de se considerar Despesas Antecipadas como um componente do EBITDA, embora não fique claro o porquê dessa consideração, visto que este valor não deve, pelo Princípio Contábil da Confrontação das Despesas com as Receitas e com os Períodos, ser considerado como pertencente à Demonstração do Resultado do Exercício:

“Toda despesa diretamente delineável com as receitas reconhecidas em determinado período com as mesmas deverá ser confrontada; os consumos ou sacrifícios de ativos (atuais ou futuros), realizados em determinado período e que não puderem ser associados à receita do período nem às dos períodos futuros, deverão ser descarregados como despesas do período em que ocorrerem.” (Iudícibus, 2009, p.107)

Também há o caso da CPFL, que considerou no cálculo do EBITDA a reversão de despesas com Entidade de Previdência, e o da Telesp e Petrobrás que reverteram o valor de Ganhos e Perdas com Ativo Imobilizado.

A Petrobrás em seu cálculo desconsiderou a linha de Amortização de Ágio / Deságio, afetando o EBITDA por este valor.

Uma linha controversa é a de Outras Receitas e Despesas Operacionais, em que se pode observar que das dezoito empresas analisadas, quatro optaram por reverter integralmente o valor desta rubrica no cálculo do EBITDA: CSN, Ambev, CTEEP e Light Sesa.

Esta miscelânea de interpretação pode decorrer das alterações efetivadas na Lei 6.404/76 e, no caso em questão, no capítulo da Demonstração do Resultado do Exercício. Originalmente, previa-se discriminar neste relatório o “lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais e o saldo da conta de correção monetária” (Redação Original – Lei 6.404/76, artigo 185, § 3º).

Em 1995, através da Lei 9.249/95, esta orientação foi alterada para “o lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais”, refletindo o final da correção monetária em decorrência do Plano Real.

A grande mudança ocorreu com a MP 449/08, que modificou a instrução para “o lucro ou prejuízo operacional, as outras receitas e as outras despesas”, eliminando a rubrica “não operacional”, fazendo-se subentender que o termo “outras” agregava os demais tipos de receitas e despesas existentes na companhia, ou seja, as operacionais, as não operacionais e as não-recorrentes. A Lei 11.941/09 ratificou esta orientação.

Assim, a composição do EBITDA, feita a partir do Lucro Líquido, fica prejudicada com esta nova instrução, pois segundo o Ofício Circular CVM 01/07, deve-se segregar no cálculo as Despesas ou Receitas Não Operacionais e, se a reconciliação for feita a partir do Lucro Operacional, deve-se segregar as Despesas ou Receitas Não Recorrentes.

Com a unificação destes valores em uma única linha, há maior dificuldade para se reconciliar os resultados e então confirmar se o que se apresenta como EBITDA realmente segue um padrão único.

O mesmo problema pode ser observado na linha “Resultado Não Operacional”, que passou a ser reportado como “Outras Receitas e Despesas”. Nos casos analisados, muitas empresas ainda divulgam esta linha – devido ao período

de transição da Lei 11.941/09 – e não se segue um padrão quanto à sua consideração no cálculo do EBITDA.

Observam-se também diferenças de interpretação no caso da Equivalência Patrimonial, em que oito empresas reverteram o valor para compor o indicador e duas o mantiveram em sua composição. Infere-se que a exclusão pode ter sido motivada por não haver um efeito caixa diretamente relacionado a esta operação, mas nada é comentado nos Relatórios da Administração.

A última linha estudada que apresenta distorção na interpretação é a de Participação de Acionistas Não Controladores, sendo que das nove empresas que possuem valores desta origem, apenas uma – CPFL - não procedeu à reversão do mesmo na composição do indicador, porém sem fornecer nenhuma explicação por não tê-lo feito.

A linha de Reversão de Juros sobre o Capital Próprio é considerada por todas as companhias no cálculo e a de Participações e Contribuições Estatutárias só não é considerada pela Petrobrás.

Iniciando-se pela Petrobrás, há uma considerável adaptação em sua Demonstração do Resultado, visto que as Variações Cambiais figuram como Outras Receitas e Despesas Operacionais e não como Resultado Financeiro: este é o primeiro ajuste que deve ser feito para se proceder à reconciliação.

Além disso, a Amortização de Ágio / Deságio não é incluída na linha de Depreciação / Amortização, figurando como componente do EBITDA, bem como as Participações e Contribuições Estatutárias; já os Ganhos e Perdas com Ativos, Equivalência Patrimonial e Participação de Acionistas Não Controladores são revertidos para o cálculo do indicador. No Relatório da Administração é apresentado o seguinte quadro de reconciliação do Resultado Operacional ao EBITDA:

Figura 2 – Reconciliação indicador EBITDA - Petrobrás

COMPOSIÇÃO DO EBITDA				
R\$ milhões				
	Exercício			
	2008 Lei 11.638	2008	2007	Δ%
Lucro Operacional conforme Lei das S.A.	48.205	49.226	35.540	39
(-) Resultado Financeiro	(3.129)	(4.022)	4.021	(200)
(-) Participação em Investimentos	874	399	465	(14)
Prov. p/ Partic. de Lucros/Result. de Empregado	(1.345)	(1.345)	(1.012)	33
Lucro Operacional	44.605	44.258	39.014	13
Depreciação/Amortização	11.632	12.030	10.696	12
Perda na recuperação dos ativos	933	925	446	107
EBITDA	57.170	57.213	50.156	14
Margem EBITDA (%)	27	25	29	(4)

Fonte: Petrobrás, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

É informado o conceito utilizado para o cálculo do EBITDA, conforme extrato abaixo:

“... 3. Resultado antes dos impostos, das participações dos acionistas não controladores, do resultado financeiro líquido, das participações em investimentos relevantes, e da depreciação, amortização e previsão para perda na recuperação de ativos;

O EBITDA não é um indicador calculado de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil e, possivelmente, pode não servir de base de comparação com indicadores com o mesmo nome apresentados por outras empresas. O EBITDA não deve ser considerado como um indicador substituto para medir lucro operacional, ou também como uma melhor forma de mensuração da liquidez e do fluxo de caixa das atividades operacionais. O EBITDA é uma informação adicional da capacidade de pagamento das dívidas, da manutenção de investimentos e da capacidade de cobrir necessidades de capital de giro.” (Petrobrás, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

No Relatório da Administração da Ambev, há um tópico específico descrevendo o conceito do EBITDA bem como seu cálculo. Interessante destacar:

“O EBITDA é calculado excluindo-se do lucro líquido do exercício os seguintes efeitos: (i) Provisão do IR/Contribuição Social; (ii) Provisão para Participação de Empregados e Administradores, (iii) Resultado das participações minoritárias, (iv) Receitas (despesas) não operacionais, (v) Resultado financeiro líquido, (vi) Resultado da equivalência patrimonial, (vii) Outras Receitas (despesas) Operacionais, (viii) Provisões líquidas, e (ix) Despesas de depreciações e amortizações. O EBIT é o EBITDA subtraído das depreciações e amortizações.

O EBITDA e o EBIT não são medidas contábeis utilizadas nas práticas contábeis adotadas no Brasil ou nos princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos da América (US GAAP). Eles não representam o fluxo de caixa para os períodos apresentados e não deve ser considerado como sendo uma alternativa ao lucro líquido na qualidade de indicador do desempenho operacional ou como uma alternativa ao fluxo de caixa na qualidade de indicador de liquidez. Nossa definição de EBITDA e EBIT pode não ser comparável ao EBITDA e EBIT ou EBITDA ajustado conforme definido por outras companhias.” (Ambev, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

Ainda é apresentado um quadro com a reconciliação do Lucro Líquido ao EBITDA, em que é possível rastrear-se os valores no Demonstrativo de Resultado e no Fluxo de Caixa:

Figura 3 – Reconciliação indicador EBITDA - Ambev

Reconciliação Lucro Líquido - EBITDA	2008	2007
Lucro Líquido	3.059,5	2.816,4
Provisão IR e Contribuição Social	1.519,0	1.592,8
Provisão Part. de Empreg. e Administ.	109,9	89,1
Participações Minoritárias	7,2	47,3
Lucro Antes de Impostos	4.695,6	4.545,7
Resultado Financeiro Líquido	1.092,2	1.253,0
Equivalência Patrimonial	(16,9)	(3,9)
Outras Despesas Operacionais, Líquidas	(173,4)	1.442,8
Provisões, Líquidas	128,6	34,9
EBIT	5.726,2	7.272,5
Depreciações e Amortizações	3.280,6	1.424,0
EBITDA	9.006,8	8.696,5

Fonte: Ambev, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

A CSN apresenta, tal como requerido pela CVM, um quadro com a reconciliação do EBITDA ao Lucro Líquido, conforme demonstrado na figura abaixo:

Figura 4: Reconciliação indicador EBITDA - CSN

	Consolidado		Controladora	
	Acumulado	Acumulado	Acumulado	Acumulado
	2007	2008	2007	2008
Lucro Líquido do Período	2.922.350	5.774.149	2.905.245	4.675.526
(-) Resultado financeiro líquido	(316.237)	2.780.731	353.192	3.425.371
(-) Contribuição social	258.736	221.790	220.219	79.387
(-) Imposto de renda	755.800	733.009	604.362	210.005
(-) Depreciação e amortizações	1.132.276	840.303	938.916	652.670
(-) Participações em sociedades controladas	109.684	97.212	(1.108.675)	(114.467)
(-) Receitas (despesas) não operacionais líquidas	(144.728)		201.239	(4.005.701)
(-) Outras receitas (despesas) líquidas (*)	152.403	(3.854.186)		
EBITDA	4.870.284	6.593.008	4.114.498	4.922.791

Fonte: CSN, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Há ainda uma explicação para o que se considera na linha “Outras Receitas e Despesas Líquidas”:

“ (*) De acordo com a MP 449/08, outras receitas (despesas) operacionais e não operacionais passam a ser classificadas como “outras receitas (despesas) líquidas”, sendo ambas excluídas para fins de cálculo do EBITDA. Outras receitas (despesas) operacionais são excluídas por não representar desembolso efetivo de caixa.” (CSN, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

Ou seja, por este critério, compreende-se que a companhia interpreta o EBITDA como um indicador de geração de caixa e não de lucro, porém, conforme já ressaltado anteriormente, a companhia é contraditória em sua divulgação, por considerar e desconsiderar, ao mesmo tempo, o indicador como uma medida de aferição de seu desempenho operacional.

A Telesp também apresenta uma reconciliação entre o Lucro Operacional e o EBITDA:

Figura 5 – Reconciliação indicador EBITDA - Telesp

Em milhões de reais - Consolidado	2008	2007
Lucro operacional antes das receitas e despesas financeiras (*)	3.729,6	3.647,4
Despesas de depreciação e amortização		
Em custos dos serviços prestados (Nota 24)	2.390,6	2.347,9
Em despesas de comercialização de serviços (Nota 25)	168,9	174,6
Em despesas gerais e administrativas (Nota 26)	98,3	111,9
Resultado líquido da venda de imobilizado e investimento (Nota 27)	50,6	(81,7)
Amortização de ágio e deságio (Nota 28)	117,7	64,7
EBITDA	6.555,7	6.264,8
Margem EBITDA		
a) EBITDA	6.555,7	6.264,8
b) Receita operacional líquida (*)	15.979,0	14.727,6
a) / b)	41,0	42,5

Fonte: Telesp, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

No entanto, não há explicações por não haver reversão das linhas Outras Receitas e Despesas Operacionais e Equivalência Patrimonial, sendo que ambas são mantidas como componentes do EBITDA, o que não acontece no caso da CSN, que reverte ambas as linhas.

A terceira empresa analisada é a CPFL, que diferentemente de todas as demais, reverte do indicador os valores relacionados à Entidade de Previdência Privada, conforme mencionado anteriormente. No Relatório da Administração não há nenhum quadro demonstrando a reconciliação entre Lucro Líquido e EBITDA, constando apenas a definição do conceito apresentado:

“O EBITDA é uma medição não contábil calculada pela Administração a partir da soma de lucro, impostos, resultado financeiro e depreciação/amortização e entidade de previdência.” (CPFL, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa)

Esta é uma evidenciação do que a liberalidade existente pode ocasionar no indicador, pois se reverte um valor que não é representativo, em face dos demais componentes do resultado – ignorando-se também o fato de ser uma receita. Mas, o

que não se apresenta claramente, é o porquê desta consideração, enquanto duas outras linhas são mantidas no cálculo: Outras Receitas e Despesas Operacionais e Participação de Acionistas Não Controladores.

O caso da Cemig também é interessante, pois na composição do indicador EBITDA, são revertidas as Participações e Contribuições Estatutárias e a Participação de Acionistas Não Controladores, entretanto as Outras Receitas e Despesas Operacionais são mantidas no indicador. Há um quadro com a reconciliação entre Lucro Líquido e o EBITDA:

Figura 6 – Reconciliação indicador EBITDA - Cemig

	2008	2007	Var. %
Lucro Líquido	1.887	1.743	8,3
+ Provisão IR e C.Social Correntes e Diferidos	914	625	46,2
+ Resultado Financeiro	94	346	(73,6)
+ Amortização e Depreciação	715	778	(8,1)
+ Participação dos Empregados no Resultado	370	455	(18,9)
+ Participação dos Acionistas não Controladores	119	115	3,5
LAJIDA	4.099	4.062	0,8
Ajustes não recorrentes (*)			
+ Programa Prêmio de Desligamento - PPD	50	-	-
- Revisão tarifária – Receita Líquida	(63)	-	-
+ Revisão tarifária – despesa operacional	4	-	-
+ Revisão da receita de transmissão – Resolução Homologatória nº 496	-	31	-
- CVA energia – ajuste definido pela ANEEL	-	(29)	-
LAJIDA AJUSTADO	4.090	4.064	0,6

Fonte: Cemig, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Há uma explicação de que o EBITDA é ajustado pelos itens não-recorrentes, o que estaria de acordo com a orientação da circular CVM 01/07, porém ressalta que tais ajustes correspondem à interpretação da companhia sobre os eventos que julga como extraordinários, não relacionados às operações correntes, mais uma vez impondo subjetividade no cálculo do indicador.

Contrapondo-se à política adotada pela Cemig, a Telemar mantém no cálculo do EBITDA as despesas não recorrentes e utiliza este fato para justificar parcialmente o desempenho apresentado:

“Em 2008, o EBITDA consolidado acumulou R\$6.109 milhões, com margem de 32,7%, registrando redução de 6,6% no exercício, devido aos eventos não recorrentes negativos em 2008 e positivos em 2007, bem como das despesas iniciais relativas ao lançamento das operações móveis em São Paulo, já mencionados anteriormente. Desconsiderando somente os efeitos não recorrentes, o EBITDA de 2008 teria sido de R\$6.492 milhões, ou 1,9% superior ao registrado em 2007, refletindo margem de 34,8% (36,3% em 2007).” (Telemar, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa, grifo nosso).

Embora até seja mencionado o que seria o EBITDA caso fossem excluídas tais despesas, a divulgação formal do indicador mantém-se com elas. Esse exemplo mostra claramente os erros de análise que podem surgir a partir da comparação “pura” do indicador divulgado pelas companhias. Por isso, o recálculo demonstra ser necessário, o que prejudica o desejo de se ter uma análise rápida do desempenho empresarial.

O caso da Souza Cruz demonstra-se também interessante, e direciona a atenção para a rubrica Reversão de Juros sobre o Capital Próprio. Se não fosse por esta linha, o EBITDA seria diretamente reconciliado com o Lucro Líquido, através da reversão das linhas de Resultado Financeiro, Impostos e Depreciação/Amortização.

Embora existam valores nas linhas Outras Receitas e Despesas Operacionais, Equivalência Patrimonial e Resultado Não Operacional, elas são mantidas como componentes do indicador, sem nenhum comentário justificando a decisão. Infere-se que a consideração da Reversão de Juros sobre o Capital Próprio está relacionada com o Resultado Financeiro, visto que como esta linha compõe este grupo, caso não houvesse a eliminação, o EBITDA estaria sendo aumentado indevidamente, pela manutenção de reversão que não possui origem. Não é apresentada a reconciliação entre o EBITDA e o Lucro Líquido no Relatório da Administração.

Embora inserida no universo dos analistas financeiros e investidores, a BMF&Bovespa não apresenta detalhamento algum sobre o indicador EBITDA, nem mesmo o seu valor nominal, referindo-se a ele como um percentual sobre receitas:

“Neste ano, atingimos a margem operacional de 54,8% e margem EBITDA de 57,0%, enquanto a margem líquida ficou em 40,3%.” (BMF&Bovespa, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

Apesar de tal procedimento, pode-se estimar o EBITDA nominal e este é reconciliado com o EBITDA calculado através da reversão da linha Participação de Acionistas Não Controladores.

A CCR apresenta o seguinte quadro de reconciliação:

Figura 7 – Reconciliação indicador EBITDA - CCR

Em R\$ mil	2008	2007
Receita Bruta	2.951.577	2.538.241
Receita de Pedágio	2.832.121	2.442.710
Outras Receitas	119.456	95.531
(-) Deduções da Receita Bruta	217.363	185.225
Receita Líquida	2.734.214	2.353.016
(-) Custos Totais	1.366.312	1.238.634
EBIT	1.367.902	1.114.382
Margem EBIT	50,0%	47,3%
(+) Depreciação/amortização	353.829	319.831
(+) Despesas Antecipadas	10.121	8.024
EBITDA	1.731.852	1.442.237
Margem EBITDA	63,3%	61,3%
(-) Resultado Financeiro Líquido	252.998	225.030
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	392.128	301.584
Participação dos Minoritários	9.190	8.086
Lucro Líquido	713.586	579.682
Dívida Bruta	3.722.093	1.985.021
Investimentos	796.046	511.931
Veículos equivalentes (em milhares)	598.340	551.929

Fonte: CCR, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

A empresa não detalha as premissas utilizadas por não reverter Outras Receitas e Despesas Operacionais e por reverter Participação de Acionistas Não Controladores. Para a linha Despesas Antecipadas, há uma explicação sobre sua consideração:

“O Custo da Outorga (somado à apropriação de despesas antecipadas) atingiu 202.983 mil. O aumento de 13,1% deveu-se a parcela variável da outorga que é resultado do crescimento da receita bruta e à parcela fixa que

foi reajustada em julho/08 nas concessionárias AutoBAn, ViaOeste e Renovias.” (CCR, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

A partir desta explicação, entende-se que não se tratam de Despesas Antecipadas, mas sim de reconhecimento das Despesas Antecipadas devido à realização das mesmas, caracterizando-se mais como uma questão de semântica do que de princípios contábeis.

Por ser um número particular e não explícito na Demonstração de Resultados, sua inclusão reflete uma decisão da companhia, pois poderia ser considerado um equivalente a resultados não-recorrentes, que originalmente não seria revertido do indicador – mais um ponto a demonstrar a incompatibilidade dos números oficiais apresentados pelas empresas e pela necessidade de recomposições por parte dos usuários das informações.

O Relatório da Administração da CTEEP é bem sucinto quanto ao EBITDA, limitando-se a demonstrar seu valor nominal, sua relação com as vendas e sua taxa de crescimento. Não explicita o conceito que é adotado para sua interpretação, porém pela reconciliação efetuada para fins deste estudo, constata-se que são revertidas as linhas de Outras Receitas e Despesas Operacionais e a Reversão dos Juros sobre o Capital Próprio.

A Embraer é mais uma empresa que considera o EBITDA como indicador de geração de caixa e em seu cálculo reverte a Equivalência Patrimonial e a Participação de Acionistas Não Controladores. Há um quadro demonstrando a reconciliação com o Lucro Líquido bem como os critérios adotados na sua construção:

Figura 8 – Reconciliação indicador EBITDA - Embraer

Valores em R\$ milhões	2007	2008
Receita Líquida	9,993.7	11,746.8
Custo dos Produtos Vendidos	7,940.9	9,339.7
Lucro Bruto	2,052.8	2,407.1
<i>Margem Bruta</i>	20.5%	20.5%
Despesas Operacionais	1,114.7	1,294.6
Lucro Operacional Antes dos Juros e Impostos	938.1	1,112.5
<i>Margem Operacional</i>	9.4%	9.5%
Depreciação e Amortização	384.9	387.2
EBITDA Ajustado (1)	1,323.0	1,499.7
<i>Margem EBITDA Ajustado</i>	13.2%	12.8%
Lucro Líquido	1,185.2	428.8
<i>Margem Líquida</i>	11.9%	3.7%
Lucro por Ação	1.60	0.59
Quantidade de Ações (2)	740,465,044	723,665,044

(1) O EBITDA ajustado, de acordo com o Ofício Circular CVM no.1/2005 representa o lucro líquido adicionado de receitas (despesas) financeiras líquidas, imposto de renda e contribuição social, depreciação e amortização, receitas (despesas) não operacionais, participações minoritárias e equivalência patrimonial.

(2) Não inclui 16,8 milhões de ações mantidas em tesouraria.

Fonte: Embraer, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

No Relatório da Administração da Copel há uma menção bem sucinta ao EBITDA, limitando-se a indicar sua reconciliação com o Lucro Líquido, seu valor nominal e percentual sobre a Receita Operacional Líquida:

Figura 9 – Reconciliação indicador EBITDA - Copel

Cálculo do Lajida/Ebitda	Consolidado	
	2008	2007
Lucro do período	1.078.744	1.106.610
IRPJ e CSLL diferidos	106.082	(75.853)
Provisão para IRPJ e CSLL	352.064	536.168
Resultado da equivalência patrimonial	(14.318)	(9.509)
Despesas (receitas) financeiras, líquidas	(94.363)	(20.243)
Participações de acionistas não controladores	18.069	31.090
Lajir/Ebit	1.446.278	1.568.263
Depreciação e Amortização	404.743	429.957
Lajida/Ebitda - ajustado	1.851.021	1.998.220
Receita Operacional Líquida - ROL	5.458.778	5.203.661
Margem do EBITDA% ⁽¹⁾	33,9%	38,4%

⁽¹⁾ Ebitda ÷ ROL

Fonte: Copel, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Não se fornece nenhuma explicação pelo fato de se desconsiderar as Outras Receitas e Despesas Operacionais no cálculo do indicador.

No início do Relatório da Administração a Coelba já cita o EBITDA como sendo uma medida de geração de caixa operacional, e apresenta a reconciliação com o Lucro Líquido conforme reproduzido abaixo:

Figura 10 – Reconciliação indicador EBITDA - Coelba

Conciliação do EBITDA - R\$ Mil	2008	2007
Lucro Líquido	814.805	647.416
Amortização ágio e reversão PMIPL	18.819	16.024
Imposto de Renda e CSLL - corrente e diferido	114.645	273.413
Resultado não operacional	5.242	7.206
Resultado Financeiro	79.093	125.443
Depreciação e amortização	184.582	195.497
EBITDA	1.217.185	1.264.999

Fonte: Coelba, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Conforme demonstrado, o Resultado Não Operacional é revertido.

A Light Sesa é extremamente simplista na apresentação do indicador EBITDA, concentrando seu comentário em um único parágrafo e sem evidenciar o conceito utilizado em seu cálculo. Não é apresentada a reconciliação com o Lucro Líquido, porém pode-se fazê-la revertendo, além das linhas padrão, Outras Receitas e Despesas Operacionais e Participações e Contribuições Estatutárias.

Diferentemente das outras empresas, a AES Eletropaulo divulga o EBITDA Ajustado com a seguinte justificativa: “em cumprimento ao disposto na medida provisória 449/2008, a conta outras receitas e despesas, antes classificada como não operacional, passou a impactar o EBITDA”. Ainda explica que para o cálculo do EBITDA Ajustado levou-se em conta algumas correções para melhor refletir a geração de caixa da companhia, conforme exibido na figura abaixo:

Figura 11 – Reconciliação indicador EBITDA – AES Eletropaulo

R\$ milhões	2007	2008	V%
			2008 x 2007
EBITDA	1.565,6	1.695,9	8,3%
Ajustes			
Desp. Passivo - FCESP	106,6	21,0	-80,3%
RTE	289,7	0,0	N.D.
Provisão RTE	17,3	0,0	N.D.
Provisão - Contingências	166,0	0,0	N.D.
Acerto contábil - Reavaliação Depósitos Judiciais	67,9	0,0	N.D.
Parcela A	53,8	341,7	535,0%
EBITDA Ajustado	2.267,0	2.058,7	-9,2%
Margem Ebitda	21,8%	22,5%	0,8 p.p.
Margem Ebitda Ajustado	31,5%	27,3%	-4,2 p.p.

Fonte: AES Eletropaulo, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Não é apresentado quadro com a reconciliação entre o Lucro Líquido e o EBITDA, porém é possível fazê-la considerando-se a eliminação da Reversão dos Juros sobre o Capital Próprio e mantendo-se o Resultado Não Operacional.

Tal como a AES Eletropaulo, a Suzano não evidencia a reconciliação Lucro Líquido ao EBITDA, mas apresenta a composição do EBITDA ajustado:

Figura 12 – Reconciliação indicador EBITDA - Suzano

Efeitos da aplicação da Lei 11.638/07 no EBITDA:

R\$ Milhões	2007	2008
EBITDA (antes das alterações da Lei 11.638/07 e MP 449/08)	1.151,0	1.487,3
Reconhecimento de contratos de arrendamento mercantil financeiro	11,2	13,8
Resultado não operacional, classificado na rubrica de resultado operacional	(127,9)	(31,9)
EBITDA (após a aplicação da Lei 11.638/07 e MP 449/08)	1.034,3	1.469,2

Nota: os ajustes do resultado não operacional de 2007 e 2008 incluem:

- (i) provisão para passivos atuariais
- (ii) provisão, lucro ou perda em venda / baixa de ativos imobilizados ou investimentos.

Fonte: Suzano, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Por fim, a Cosan não apresenta nenhum quadro evidenciando o cálculo do EBITDA, nem explicando os critérios utilizados em sua composição. Através de recálculos, conclui-se que para se chegar ao indicador reverte-se a Equivalência Patrimonial, o Resultado Não Operacional e a Participação de Acionistas Não Controladores, mantendo-se Outras Receitas e Despesas Operacionais. Além disso, também é apresentado o indicador EBITDAH que é um acrônimo para Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization Adjusted for Hedging Gains or Losses, equivalente a Resultado antes dos Juros, Impostos, Depreciação, Amortização e Ganhos ou Perdas com Hedge – porém nada disso é explicado no Relatório da Administração.

Pela análise das dezoito empresas cujo EBITDA divulgado pôde ser reconciliado a partir das Demonstrações Financeiras, conclui-se que efetivamente não há um critério único e que, portanto, não se pode comparar diretamente o desempenho entre elas.

Os principais pontos de conflito estão nas linhas Outras Receitas e Despesas Operacionais, Equivalência Patrimonial, Resultado Não Operacional. Participações e Contribuições Estatutárias e Participações de Acionistas Não Controladores – não há regra para quando se inclui ou se exclui estas linhas do cálculo do EBITDA.

A pesquisa indicou que, para as dezoito empresas reconciliadas positivamente, ocorrem os seguintes eventos no cálculo do EBITDA:

- 01 reverte Provisões Diversas;
- 04 reverterem 100% da linha Outras Receitas e Despesas Operacionais;
- 11 mantêm a linha Outras Receitas e Despesas Operacionais;
- 08 reverterem Equivalência Patrimonial;
- 02 mantêm Equivalência Patrimonial;
- 02 reverterem Resultado Não Operacional;
- 02 mantêm Resultado Não Operacional;

- Todas reverterem Reversão de Juros sobre o Capital Próprio;
- 03 reverterem Participações e Contribuições Estatutárias;
- 01 mantém Participações e Contribuições Estatutárias;
- 09 reverterem Participações de Acionistas Não Controladores;
- 01 mantém Participações de Acionistas Não Controladores.

Das variáveis observadas, apenas uma é unanimidade entre as empresas: Reversão dos Juros sobre o Capital Próprio, que em realidade, está incluído no Resultado Financeiro revertido e que, portanto, precisa ser eliminado também para neutralizar este efeito.

Em resumo, têm-se as seguintes ocorrências para cada rubrica:

Ação	Outras Receitas e Despesas Operacionais	Equivalência Patrimonial	Resultado Não Operacional	Juros sobre o Capital Próprio	Participações e Contribuições Estatutárias	Participações de Acionistas Não Controladores
Inclusão	X	X	X		X	X
Exclusão	X	X	X	X	X	X

Fica assim demonstrada a variedade de composições conflitantes para o mesmo indicador.

Adicionalmente, provou-se que algumas outras linhas especificamente selecionadas e destacadas pela empresa podem compor o indicador, conforme observado com as Despesas Antecipadas (reconhecidas no período), Contribuições à Entidade de Previdência Privada e Ganhos e Perdas nas Baixas de Bens.

O fato de esta escolha ser um critério estabelecido pela empresa gera insegurança quanto à assertividade dos números, dando margem à manipulação dos resultados, mesmo que não seja para demonstrar situações irreais, pois todos os números existem, mas a composição dos mesmos pode criar cenários de decisão fora da realidade.

Além de impedir a isonomia do indicador, a forma atual não propicia agilidade para a utilização da informação, pois o usuário deve necessariamente promover um recálculo antes de utilizá-lo em suas análises, garantindo primeiramente a equivalência das bases.

Um fator positivo destacado pelo estudo refere-se ao auxílio prestado pelos quadros de Reconciliação do Lucro Líquido ou Lucro Operacional ao EBITDA, tal como orientado pelo Ofício Circular 01/07 da CVM. Das dezoito empresas reconciliadas, onze apresentaram tal demonstração, o que facilita consideravelmente o trabalho de análise, evitando tentativa e erro por parte no usuário da informação.

4.2.3.2. Análise das Reconciliações Negativas

Da amostra trabalhada de quarenta e cinco empresas, quinze não puderam ter o cálculo do EBITDA divulgado comprovado: através das informações constantes na Demonstração do Resultado, no Fluxo de Caixa e no Relatório da Administração não foram obtidos elementos suficientes que pudessem esclarecer o conteúdo do indicador.

Algumas empresas até apresentam uma reconciliação entre o Lucro Líquido e o EBITDA, mas os valores apresentados não podem ser rastreados nos demonstrativos contábeis divulgados. A tabela a seguir sintetiza as diferenças:

Tabela 8 - Reconciliação do indicador EBITDA

Classificação	Empresa	EBITDA Calculado	Provisões	Outras Receitas e Despesas Operacionais	Equivalência Patrimonial	Resultado Não Operacional	Reversão Juros s/ Capital Próprio	Participações Contribuições Estatutárias	Participação Acionistas Não Controladores	EBITDA Re-Calculado	EBITDA Divulgado
2	Vale	30.894.337	(2.447.000)	(7.367.146)	(1.324.580)	-	-	-	(432.217)	35.098.134	35.022.000
8	Eletrobrás	8.319.148		(745.491)	665.533	-	-	(176.817)	(12.833)	8.588.756	8.541.000
19	Usiminas	6.293.623		(419.055)	457.882	-	-	-	(15.360)	6.270.156	6.008.000
26	Natura	846.729		28.353	-	-	-	-	-	846.729	859.900
27	WEG	1.128.374		(117.052)	3.237	3.817	113.810	(8.310)	(12.993)	1.028.813	1.026.100
29	Pão de Açúcar	1.292.964		(10.914)	2.922	-	-	(22.173)	655	1.322.474	1.340.000
30	JBS	1.123.794		(27.962)	-	-	-	-	3.401	1.148.355	1.156.100
31	Ultrapar	1.086.162		22.114	11	11.212	-	(9.451)	(4.495)	1.077.983	1.079.000
32	ALL	1.312.562		446	(656)	-	-	-	1.278	1.311.494	1.081.000
38	Perdigão	1.030.946		(60.382)	-	(48.508)	-	(16.892)	(385)	1.157.113	1.159.300
40	AES Tietê	1.253.615		(14.049)	-	(898)	-	-	-	1.254.513	1.254.400
41	Fosfertil	1.452.678		(153.281)	-	-	-	-	-	1.452.678	1.459.000
42	NET	979.714		(15.558)	-	-	-	-	-	995.272	981.700
46	Lojas Americanas	773.443		(81.687)	-	-	-	(7.238)	(33.267)	895.635	945.200
48	Comgás	1.032.989		(134.946)	-	(2.801)	-	-	-	1.035.790	1.035.000

Valores em R\$

As linhas hachuradas foram indicadas no Relatório da Administração como sendo elementos utilizados no cálculo do EBITDA, porém, mesmo considerando-as, os valores obtidos para o indicador diferem do valor divulgado, o que não permite validar o procedimento utilizado.

A empresa Vale inicia seu Relatório da Administração com a seguinte definição: “EBITDA (lucro antes de despesas financeiras, impostos e amortização)”, desconsiderando em sua explicação o termo Depreciação e, alguns parágrafos à frente, reinterpreta o conceito, desta vez de forma acertada: “EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização)”.

A diferença encontrada não é relevante: R\$ 35.098.134 versus R\$ 35.022.000, porém é um indicativo de que há números não claramente identificados nos demonstrativos sendo utilizados no cálculo. A única informação disponível no Relatório da Administração que dá pistas sobre o cálculo é: “... Lucro contábil com o efeito não caixa do teste de impairment (CPC 01), e ajustado para a variação cambial sobre investimentos no exterior (CPC 02)”, porém somente é possível identificar-se o valor do *Impairment* no Fluxo de Caixa, a referência ao ajuste da Variação Cambial não está explícita nos demonstrativos analisados. Não é apresentada nenhuma reconciliação com o Lucro Líquido.

O Relatório da Administração da Eletrobrás apenas apresenta a evolução gráfica do EBITDA nominal, sem nenhuma menção a como o indicador é calculado nem como o mesmo pode ser interpretado.

Similar é o caso da Usiminas, que embora conceda um destaque ao EBITDA, apenas informa que se refere ao “Lucro operacional antes das despesas financeiras, da participação em sociedades controladas e coligadas, mais depreciação e adições e exclusões que não afetam caixa”, não inclui nenhuma tabela de reconciliação ao Lucro Líquido. Por tentativa e erro, não foi possível identificar-se quais linhas da Demonstração de Resultado ou do Fluxo de Caixa deveriam ser interpretadas para o cálculo do indicador.

A Natura limita-se a apresentar a evolução do EBITDA em relação ao ano anterior, o seu valor nominal e a sua relação com o endividamento – não há nenhuma informação sobre o conceito a ser utilizado em sua composição, nem um quadro de reconciliação. Como a única linha além do Resultado Operacional é a de Outras Receitas e Despesas, não há como simular o que compõe o indicador.

Embora a Weg informe no Relatório da Administração que o EBITDA é calculado segundo a metodologia definida pela CVM, no Ofício Circular nº 01/07, não é possível recompor o indicador a partir da Demonstração do Resultado ou do Fluxo de Caixa. A diferença é muito pequena, quase irrelevante, porém como não há uma reconciliação com o Lucro Líquido, não se pode interpretar os componentes do indicador divulgado.

O Pão de Açúcar menciona o EBITDA pro-forma, que exclui os gastos com reestruturação, no entanto estes valores não estão destacados da Demonstração do Resultado, o que impossibilita a reconciliação. Além disso, tal como ocorre na maioria das empresas em que não se obteve êxito na recomposição do indicador, nenhuma menção é feita ao conceito empregado no cálculo e nem é apresentado quadro comparativo com o Lucro Líquido.

No caso da JBS, também não é apresentada nenhuma tabela de reconciliação e nem o esclarecimento do conceito, no entanto, é feita a seguinte

menção: "... o efeito da variação cambial não gera efeito de caixa para a Companhia, portanto não afeta o EBITDA do período."

Este ponto mereceria um aprofundamento maior, que não cabe a este estudo, sobre a consideração da variação cambial. Como a mesma é quase sempre reportada como Resultado Financeiro, exceto pelo caso mencionado da Petrobrás, é um número que em geral não afeta o EBITDA, porém pode sim representar impacto de caixa para a companhia.

Por falta de detalhes no Relatório da Administração, não se sabe a qual parcela de variação cambial está sendo feita referência: à realizada ou à não realizada, porém há companhias que consideram que esta linha faz parte do resultado operacional, por estar ligada a um Contas a Receber de Clientes ou a Fornecedores a Pagar e que, portanto, estaria ligada à operação e deveria compor o indicador EBITDA.

A Ultrapar trata o EBITDA como uma medida relacionada ao resultado operacional e sua inclusão no Relatório da Administração pretende representar sua capacidade de geração de caixa operacional. Menciona ainda que há impactos causados pelas "alterações na legislação, em função dos efeitos do arrendamento mercantil financeiro e do início da consolidação da empresa SERMA nos resultados da companhia, ambos mencionados nas despesas administrativas, gerais e de vendas", porém nenhuma reconciliação é apresentada.

Embora haja uma reconciliação entre o EBITDA com e sem os efeitos da Lei 11.638/07 e Medida Provisória 449/08, não é possível efetuar-se a composição original do indicador, através das informações disponibilizadas nas Demonstrações Financeiras.

No Relatório da Administração da ALL são feitas inúmeras referências ao EBITDA e ao EBITDAR de suas controladas, porém não há nenhuma definição do que deve ser interpretado nestes conceitos. Como não há um quadro comparativo, não se pode concluir a reconciliação, sendo que a diferença existente é considerável, girando em torno de 30%.

A Perdigão apresenta uma reconciliação entre o EBITDA e o Lucro Líquido, no entanto, o número mencionado como sendo Outros Resultados Operacionais não pode ser composto e, conseqüentemente, a reconciliação não pode ser concluída:

Figura 13 - Reconciliação indicador EBITDA - Perdigão

EBITDA - R\$ Milhões	4T08	4T07	Var. %	2008	2007	Var. %
RESULTADO LÍQUIDO	(20,1)	97,6	(120,6)	54,4	321,3	(83,1)
PARTICIPAÇÃO DE ACIONISTAS NÃO CONTROLADOR	0,1	(1,5)	-	0,4	3,2	(87,9)
PARTICIPAÇÃO DOS ADM. E FUNC.	(0,0)	12,0	-	16,9	27,2	(37,9)
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(191,4)	(26,6)	-	(255,3)	32,1	-
OUTROS RESULTADOS OPERACIONAIS	29,3	9,6	203,6	111,0	19,9	458,1
FINANCEIRAS LÍQUIDAS	383,9	69,4	453,5	630,3	105,4	498,1
DEPRECIACÃO, EXAUSTÃO E AMORTIZAÇÃO	263,1	79,9	-	601,6	293,6	104,9
= EBITDA	464,8	240,4	93,3	1.159,3	802,7	44,4

Fonte: Perdigão, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

O foco da AES Tietê é somente comentar o indicador EBITDA, sem revelar o que é considerado em seu cálculo, ou seja, nenhuma reconciliação é apresentada:

“Em 2008 o EBITDA foi de R\$ 1.254,4 milhões, representando um incremento de R\$ 155,6 milhões com relação ao Ebitda do período do ano anterior. O melhor desempenho é explicado, fundamentalmente, pela combinação de três fatores: (i) aumento da receita, (ii) manutenção do patamar de custos e despesas; parcialmente compensado pela (iii) menor quantidade de energia gerada entre os períodos comparados. A margem EBITDA do exercício apresentou aumento de 2,3 pontos percentuais, passando de 75,1% em 2007 para 77,4% em 2008.” (AES Tietê, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa).

Os números são muito próximos (R\$ 1.254.400 divulgado versus R\$ 1.254.513 calculado), porém por uma questão de rigor, não se pode considerar que são iguais – alguma linha foi considerada no cálculo e pela falta de esclarecimentos, não é possível identificá-la para descrever o critério adotado.

No Relatório da Administração da Fosfértil menciona-se o conceito representado pelo EBITDA, porém não há uma tabela descrevendo a reconciliação com o Lucro Líquido – como em demais empresas, a diferença não é significativa (R\$ 1.459.000 divulgado versus R\$ 1.452.678 calculado):

“(*) EBITDA é definido pela companhia como lucro líquido, adicionado do resultado financeiro líquido, da depreciação e amortização e exaustão, do resultado não operacional e do imposto de renda e contribuição social. Este indicador não é previsto nas normas contábeis brasileiras, portanto não foi objeto de revisão do auditor independente e não representa o fluxo de caixa para os exercícios apresentados, não devendo ser considerado como alternativa para o lucro líquido como indicador do desempenho operacional ou para o fluxo de caixa, ou ainda como indicador de liquidez.” (Fosfertil, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa)

Tal como para as demais empresas que não apresentam uma tabela de reconciliação entre Lucro Líquido e EBITDA, não foi possível concluir-se o cálculo do indicador para a Net.

As Lojas Americanas enfatizam a utilização do EBITDA e o utilizam como um importante indicador de desempenho, sendo a única empresa, dentre as analisadas, que recomenda seu uso para a comparação com outras empresas do setor de varejo, ressaltando, no entanto, que o cálculo pode não considerar os mesmos componentes:

“... EBITDA (LAJIDA – lucro operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização e excluindo despesas extraordinárias ou não operacionais) é apresentado como informação adicional porque acreditamos tratar-se de um indicador importante de nosso desempenho operacional, além de ser útil para a comparação de nosso desempenho com outras Companhias do setor de varejo. No entanto, nenhum número deverá ser considerado isoladamente como um substituto para o lucro líquido apurado de acordo com Legislação Societária e regras da Comissão de Valores Mobiliários ou ainda, como uma medida da lucratividade da Companhia. Além disso, nossos cálculos podem não ser comparáveis a outras medidas similares adotadas por outras companhias.” (Lojas Americanas, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa, grifo nosso)

É a apresentada uma tabela de reconciliação, porém da Controladora e não o Consolidado, o que inviabiliza a reconciliação:

Figura 14 – Reconciliação indicador EBITDA – Lojas Americanas

CONCILIAÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO	Lojas Americanas (Controladora)			
	2008	2007	Var. (\$)	Var. (%)
EBITDA	514,8	393,4	121,4	30,9%
(+) Depreciação/Amortização (não ágio)	(102,3)	(78,3)	(24,0)	30,7%
(+) Resultado Financeiro Controladora	(238,8)	(149,1)	(89,7)	60,2%
(+) Amort. ágio (fusão/Lojas comprando BTOW3)	(20,0)	(11,4)	(8,6)	75,4%
(+) Amort. ágio (B2W recomprando BTOW3)	(9,0)	(0,9)	(8,1)	900,0%
<i>Total Amortização de ágio Controladora</i>	<i>(29,0)</i>	<i>(12,3)</i>	<i>(16,7)</i>	<i>135,8%</i>
(+) Equivalência B2W	49,1	33,4	15,7	47,0%
(+) Equivalência FAI	(38,2)	(17,2)	(21,0)	122,1%
(+) Equivalência outras controladas	12,7	(30,7)	43,4	-141,4%
(+) Resultado não operacional*	(7,8)	0,3	(8,1)	-2700,0%
(+) Participação Estatutária	(7,0)	(6,0)	(1,0)	16,7%
(+) Imposto de renda e contribuição social	(41,8)	(30,5)	(11,3)	37,0%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	111,7	103,0	8,7	8,4%
(-) Estorno da amortização de ágio	(29,0)	(12,3)	(16,7)	135,8%
LUCRO LÍQUIDO SEM AMORTIZAÇÃO DE ÁGIO	140,7	115,3	25,4	22,0%

Fonte: Lojas Americanas, Relatório da Administração, Ano Base 2008, extraído do site Bovespa

Por fim, a Comgás apenas cita em seu Relatório da Administração que o EBITDA é o lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciações e amortizações – um conceito que pode ser criticado, pois mistura um conceito financeiro (pagamentos) com o contábil, que se relaciona com o reconhecimento.

Como nenhum quadro de reconciliação é apresentado não se pode aferir a qualidade do indicador, embora haja evidências de que a diferença é decorrente de arredondamento (R\$ 1, 035 bilhão divulgado versus R\$ 1.035.790 calculado) – aparentemente a empresa desprezou os números sem proceder ao arredondamento matemático, mas por falta de informação, não se pode afirmar que isso tenha efetivamente ocorrido.

Das análises apresentadas, constata-se que a falta de um quadro de reconciliação praticamente inviabiliza o trabalho de aferição do indicador divulgado no Relatório da Administração. Ainda conclui-se que o conceito EBITDA não é utilizado de maneira uniforme, havendo interpretações diversas para diversas linhas

do resultado, sendo que a inclusão ou exclusão de linhas ou valores depende apenas do critério das empresas.

Mesmo existindo, para o mercado brasileiro, uma instrução da Comissão de Valores Mobiliários a respeito da divulgação de indicadores não vinculados aos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos, especificamente relacionado ao EBITDA, não se percebe respeito à mesma, sendo que as empresas optam por segui-la ou não.

A liberalidade de criação de derivações do conceito também é muito presente, sendo que na maioria das vezes não há uma explicação sobre o que se está querendo informar. Deve-se ressaltar que por não ser um conceito regulamentado, a interpretação é feita de acordo com o entendimento de cada usuário.

4.3. Síntese da Composição do Indicador

Com base na análise da composição do indicador apresentado pelas quarenta e cinco empresas, pode-se elencar os itens que mais causaram distorção na apuração do EBITDA:

- Ganhos e Perdas com Ativo Imobilizado;
- Outras Receitas e Despesas Operacionais;
- Gastos com Reestruturação;
- Equivalência Patrimonial;
- Resultado Não Operacional.

Em se tratando de um indicador que tem por intuito demonstrar o desempenho operacional do negócio, pode-se considerar que efetivamente em sua composição não deveriam constar valores relacionados a eventos não recorrentes e não ligados à atividade principal, tais como Ganhos e Perdas com Ativo Imobilizado, Gastos com Reestruturação, Equivalência Patrimonial e Resultado Não Operacional.

Por outro lado, Outras Receitas e Despesas Operacionais deveriam ser consideradas como parte do resultado obtido pelos administradores, visto que em geral referem-se a atividades acessórias ao objeto da empresa. Porém, com a nova determinação dada pela Lei 11.941/09, a separação das Outras Receitas e Despesas entre o que é operacional, não operacional e não recorrente torna-se demasiadamente complexo.

Partindo-se da premissa de que o indicador EBITDA deve manter-se associado com a simplicidade de cálculo e de entendimento, poder-se-ia sugerir a seguinte fórmula para sua obtenção:

Lucro Líquido

(+) Impostos

(+) Resultado Financeiro

(+) Outras Receitas e Despesas

(+) Depreciação

(=) EBITDA

Considerando que a rubrica “Outras Receitas e Despesas” engloba tudo o que não é diretamente associado à atividade principal, pode-se entender que seu número agrega todos os itens anteriormente identificados pelas empresas. Assim, ignora-se o efeito das outras Receitas e Despesas Operacionais, pois se referem a atividades acessórias.

Esta composição elimina também a dúvida quanto aos elementos financeiros, ao trabalhar com Resultado Financeiro e não mais com o termo Juros, que é muito abstrato e, muitas vezes, despreza o efeito das variações cambiais, fazendo com que ora integrem o EBITDA, ora sejam expurgadas.

Pode-se considerar que o indicador deve trabalhar com dois elementos principais: facilidade de cálculo e entendimento e correlação com a operação principal do negócio, eliminando fatos que distorçam as análises, principalmente ao tentar cumprir o propósito de comparação de desempenho entre entidades, setores, períodos e eficiência dos administradores.

5. CONCLUSÃO

O cenário competitivo estabelecido na conjuntura mundial faz com que surjam indicadores de desempenho visando à simplificação das análises e comparação das informações. A transparência na divulgação de indicadores deve estar respaldada por uma interpretação comum, não atrelada ao interesse das empresas.

Os Órgãos Normativos têm realizado esforços na orientação dos requisitos mínimos a serem observados no tratamento das informações, focando consideravelmente aquelas que não são regulamentadas pelos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos, mas que, no entanto, gozam de grande prestígio e popularidade entre os analistas financeiros, os jornalistas econômicos, os investidores e os emprestadores de recursos.

O conceito de resultado não é unânime e encontra defensores situados em extremos muito distantes, como aqueles que se preocupam somente com o equilíbrio entre receitas e despesas, incluindo-se nesta parte o custo do capital investido, gerando o Lucro Normal. Outros se interessam mais pelo excesso de Receitas face ao Custo de Oportunidade Total do empreendimento, considerado o Lucro Econômico.

Ambos os conceitos utilizam-se de fatores de remuneração que não podem ser facilmente calculados, interpretados e comparados pelos usuários da informação: custo do capital empregado e risco inerente à incerteza do negócio. Esta é a visão econômica do Lucro, que para ser operacionalizada depende de um mundo idealizado, em que as mudanças ocorrem – pois são elas que impulsionam os investidores – de maneira organizada, porém não previsível.

Este enfoque justificaria o Lucro Econômico, que está alicerçado na mudança e no desconhecimento do futuro, e que por isso está relacionado a um risco e a um retorno, que devem ser considerados em sua mensuração.

No entanto, a operacionalização de toda a subjetividade econômica não permite que os usuários acessem informações práticas para a tomada de decisão.

Neste contexto, volta-se ao Lucro Contábil, que emprega de maneira pragmática as origens e as aplicações dos recursos e, através destas mensurações, pode avaliar o que efetivamente foi gerado pelo empreendimento.

Mas, devido aos inúmeros fatos contábeis, relacionados à existência de um mundo dinâmico e não previsível, surgem diversas interpretações e registros que podem não ser uniformemente aplicados por todos os empreendimentos. Em busca de uma harmonização na interpretação de vários conceitos complementares, tenta-se chegar a níveis de resultados que poderiam melhor refletir o desempenho organizacional.

Um dos níveis mais defendidos é o de Lucro Abrangente, que enfoca a variação total do valor do capital, reconhecido pelo registro de transações ou pela reavaliação da empresa durante um período determinado, excetuando-se os pagamentos de dividendos e as transações de aumento ou redução do capital.

Mesmo este conceito não é de fácil aplicação, pois esbarra no erro de estimativa da avaliação a preço de mercado, que, por sua vez, também está atrelado a variações imprevisíveis e que, portanto, poderia fornecer informações de vida útil muito limitada, ainda mais considerando-se a velocidade atual dos acontecimentos.

Como forma de minimizar esta deficiência, outras interpretações do resultado foram desenvolvidas, como o Valor Adicionado, o Lucro Líquido dos Investidores, o Lucro Líquido dos Acionistas, o Lucro Líquido dos Proprietários Residuais e o Lucro Líquido da Empresa. Este último, aparentemente, desperta maior interesse do mercado, por visar separar os aspectos financeiros e operacionais da empresa, ao considerar que imposto de renda, juros pagos aos credores e os lucros dos acionistas são de natureza financeira e, portanto, representam distribuição do lucro líquido e não deduções feitas antes de se chegar ao lucro líquido.

O resultado econômico e o contábil, embora operacionalmente distantes, podem correlacionar-se a partir de indicadores criados para agilizar a análise de cenários e permitir a decisão de agentes externos, como, por exemplo, investidores, que calcados em números reais divulgados pelas empresas procuram uma relação

com a realidade econômica vigente para então tomar suas decisões de investimento.

Percebe-se, neste ponto, uma vinculação de conceitos.

A preocupação em divulgar ao mercado informações sobre o desempenho organizacional pode menosprezar algumas informações importantes sobre o que se pode denominar de realidade recorrente das empresas – o julgamento sobre o que é ou não é relevante não deveria ser do administrador ou agente, mas sim regulamentado por órgãos competentes.

Conforme constatado no estudo, os dois mais importantes órgãos internacionais de contabilidade, FASB e IASB, têm consciência deste problema, tanto que em seus Memorandos de Entendimento indicam que uma das áreas que demandam revisão e padronização de maneira mais urgente é exatamente a Apresentação das Demonstrações Financeiras, tendo como um de seus principais relatórios a Demonstração do Resultado do Exercício.

A constatação de que as empresas utilizam cada vez mais indicadores alternativos de desempenho, como crescimento das vendas, lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJID ou EBITDA), fluxo de caixa operacional, fluxo de caixa livre e incontáveis resultados pró-forma na divulgação dos lucros e outras comunicações relacionadas aos investidores fez surgir a preocupação com a indução das análises e o direcionamento das decisões.

No entanto, até o momento, apenas o IASB posicionou-se quanto à Apresentação das Demonstrações Financeiras, através de uma revisão ao IAS 1, enquanto o FASB ainda busca informações sobre como regular o tema. Nada foi emitido em relação às medidas de desempenho não previstas pelos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos.

Dentre os indicadores utilizados, um dos mais populares e de fácil compreensão é o EBITDA – Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (equivalente ao LAJIDA – Lucro Antes dos Juros, impostos, Depreciação e Amortização), que se revelou na década de 70, como uma medida

temporária para analisar somente o período que uma companhia, investindo em infra-estrutura, iria levar para prosperar no longo prazo e que atualmente procura evidenciar tanto a capacidade de geração de caixa e pagamento de dívidas bem como o desempenho operacional, comparando estrutura de custos com receita gerada.

Apesar de ser largamente utilizado pelas empresas, não há nenhuma instrução dos órgãos internacionais de contabilidade sobre a padronização do EBITDA, embora nas sugestões enviadas por profissionais da área contábil aos comitês, evidencia-se o desconforto com a situação atual, pela falta de parametrização na formulação deste indicador.

Com uma atuação mais voltada ao mercado de investidores, a CVM e a SEC anteciparam-se nesta padronização, emitindo instruções claras sobre como o cálculo do EBITDA deve ser efetuado e definindo, inclusive, a obrigatoriedade de apresentação de uma reconciliação deste ao Lucro Líquido da entidade, nos Relatórios da Administração.

Tendo em vista a avaliação da neutralidade e comparabilidade do indicador EBITDA e conseqüente comprovação ou rejeição da hipótese da pesquisa, foram analisadas quarenta e cinco das cem maiores empresas de capital aberto do Brasil, com base no ranking divulgado pela Revista Exame Melhores e Maiores.

Apurou-se que nove não divulgaram o indicador no Relatório da Administração, preferindo trabalhar com outras medidas de desempenho operacional.

Das trinta e seis empresas que divulgaram o indicador, pôde-se fazer a reconciliação direta, considerando-se o conceito básico: “Lucro Líquido antes do Resultado Financeiro, dos Impostos, da Depreciação e da Amortização”, para apenas três entidades.

Em dezoito empresas obteve-se êxito na reconciliação do EBITDA divulgado, considerando outras contas da Demonstração do Resultado, como por exemplo, Outras Receitas e Despesas Operacionais, Resultado Não Operacional,

Equivalência Patrimonial, Participações e Contribuições Estatutárias e Participações de Acionistas Não Controladores, porém de maneira não uniforme entre elas.

Destas entidades, apenas onze divulgaram um quadro reconciliando o Lucro Líquido ou Lucro Operacional ao EBITDA, tal como instrui a CVM.

Da amostra selecionada, não foi possível reconciliar-se o EBITDA divulgado através da análise da Demonstração do Resultado, do Fluxo de Caixa e do Relatório da Administração para quinze empresas.

Constata-se que não existe uma padronização no cálculo do indicador EBITDA, mesmo havendo a regulamentação da CVM. Tais evidências confirmam a hipótese de que, embora exista uma definição geral para o conceito EBITDA, seu cálculo é influenciado por interpretações particulares sobre as linhas de resultado que o compõem, permitindo assim que as empresas divulguem números diferentes sob a mesma denominação.

Sintetizando, o objetivo deste trabalho era avaliar se a forma de cálculo do indicador EBITDA poderia ser considerada uniforme.

Entende-se que foi cumprido na medida em que foram tratados, nos capítulos 2 e 3, os principais conceitos existentes sobre lucro e os aspectos previstos por órgãos internacionais sobre a padronização das Demonstrações Financeiras, incluindo-se aí o Resultado ou indicadores de desempenho.

Identificou-se nas Demonstrações Financeiras das empresas pesquisadas, no capítulo 4, a variedade de critérios e conceitos adotados no cálculo do indicador, bem como a inobservância, por parte de algumas, das regras definidas pela CVM.

Em síntese, conclui-se que o EBITDA não pode ser considerado como uma medida padronizada de mensuração de desempenho, e que está sujeito, sim, à liberalidade das empresas.

Finalmente, é preciso dizer que mais pesquisas serão necessárias para esclarecer alguns pontos sobre as linhas que compõem o indicador EBITDA, como por exemplo, Variação Cambial, seja em Resultado Financeiro ou em Operacional.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BRASIL. **Lei 11.638/2007** – Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. – Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 15 Jul 2009.
- BRASIL. **Lei 11.941/2009** — Conversão da Medida Provisória 449/2008. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 15 Jul 2009.
- BRASIL. **Lei 6.404/1976** – Dispõe sobre as Sociedades por Ações – Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 15 Jul 2009.
- BRASIL. **Medida Provisória 449/2008** – Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui regime tributário de transição, e dá outras providências. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 15 Jul 2009.
- CARVALHO, L. Nelson; LEMES, Sirlei; COSTA, Fábio Moraes. **Contabilidade Internacional: Aplicação das IFRS 2005**. São Paulo: Atlas, 2008.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP Nº 01/2007**. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 16 Jun 2009.
- EXAME. Exame Melhores e Maiores 2009. Jul 2009.
- FASB. **Minutes of March 5, 2003 Board Meeting**. Disponível em www.fasb.org. Acesso em 03 Mai 2009.

- FASB. **Minutes of the July 19, 2006 Financial Statement Presentation Meeting: Application of Working Principles.** Disponível em www.fasb.org. Acesso em 07 Jul 2009.
- FASB. **Proposal for a New Agenda Project. Focusing on the Form and Content of Financial Statements.** Disponível em www.fasb.org. Acesso em 07 Jun 2009.
- FIPECAFI; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações** – São Paulo: Atlas, 2007.
- FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Andson Braga. **EBITDA: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas.** Revista Universo Contábil. Blumenau, v. 3, n. 3, p. 07-24, set./dez. 2007.
- GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** São Paulo: Atlas, 2009.
- GRADILONE, Cláudio. **Para que serve o EBITDA?** Revista Exame. Ano 36, edição 772, nº 16, 2002.
- GREENBERG, Herb. **EBITDA: never trust anything that you can't pronounce.** Fortune Investor, Jun. 1998.
- GUERREIRO, Reinaldo. **Mensuração do Resultado Econômico.** São Paulo: Caderno de Estudos FIPECAFI, Setembro, 1991.
- HENDRIKSEN, Edson S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.
- IASB – International Accounting Standards Board. **About Us.** Disponível em <http://www.iasb.org/About+Us/International+Accounting+Standards+Board+-+About+Us.htm> Acesso em 30 Mai 2009.

- IASB. **Financial Statement Presentation Project: A Joint Project of the FASB and IASB - Phase A: Summary as of September 30, 2007.** Disponível em www.fasb.org. Acesso em 08 Jun 2009.
- IASB. **IASB/FASB Meeting July 2009 FASB -- Education Session. Financial Statement Presentation.** Disponível em www.fasb.org. Acesso em 17 Jul 2009.
- IASB. **Performance Reporting - Joint International Group (JIG) – Agenda Paper 2.** London, Jan 2005. Disponível em www.iasb.org. Acesso em 03 Mai 2009.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **O que é a Teoria de Agência, Problema e Custos de Agência?** Disponível em <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>. Acesso em 23 Mai 2009.
- INVESTOPEDIA. www.investopedia.com
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços: análise da liquidez e do endividamento, análise do giro, rentabilidade e alavancagem financeira.** São Paulo: Atlas, 2009.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2006.
- KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **A Estratégia em Ação: Balanced Scorecard.** Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.
- KING, Alfred M. **Warning use of EBITDA may be dangerous to your career.** Strategic Finance, Set. 2001. FindArticles.com.
- KNIGHT, Frank H. **Risk, Uncertainty and Profit.** 7. ed., Boston: Houghton Mifflin Company, The Riverside Press, Cambridge.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica.** São Paulo: Atlas, 2001.

- MARTELANC, Roy et al. **Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil**. In: VIII SEMEAD, 2005, São Paulo. Artigos Apresentados.
- MARTINS, Eliseu. **“EBITDA” – o que é isso?** IOB, n. 6, Caderno Temática Contábil e Balanços, São Paulo, Fev. 1998.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Caderno de Estudos FIECAFI, Julho/Dezembro 2000.
- MARTINS, Eliseu; FIECAFI **Avaliação de Empresas: Da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.
- MARTINS, Gilberto de Andrade; LINTZ, Alexandre. **Guia para Elaboração de Monografias e Trabalhos de Conclusão de Curso**. São Paulo: Atlas, 2000.
- McDONNELL, Sharon. **EBITDA. Business quick study**. Jan. 2001. Disponível em <http://www.computerworld.com/s/article/55895/EBITDA>
- MOMOSE, Carlos Isao. **EBITDA: sua utilização e interpretação no contexto da qualidade das informações contábeis na visão dos analistas de mercado de capitais**. São Paulo, 2009. Dissertação (Mestrado) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Ciências Contábeis e Atuariais (CCA) do curso de mestrado em Ciências Contábeis da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.
- PORTAL EXAME. **Perdigão tem prejuízo de R\$ 226 mi no 1º trimestre** Disponível em <http://portalexame.abril.com.br/ae/economia/perdigao-tem-prejuizo-r-226-mi-1o-trimestre-390136.shtml>. Acesso em 2 Jun 2009.

- PORTAL EXAME. **Prospecto Preliminar de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BR Malls.**
Disponível em http://portalexame.abril.com.br/static/aberto/ijos/arquivos/brmall_s_prospecto_preliminar_jun09.pdf. Acesso em 28 Jun 2009.
 - PORTAL EXAME. **Sadia registra prejuízo de R\$ 239 mi no 1º trimestre.**
Disponível em <http://portalexame.abril.com.br/ae/economia/sadia-registra-prejuizo-r-239-mi-1o-trimestre-390122.shtml>. Acesso em 2 Jun 2009.
 - PricewaterhouseCoopers. **Performance statement survey 2007.** Disponível em http://www.pwc.com/en_GX/gx/ifrs-reporting/pdf/performancesurvey07.pdf
Acesso em 06 Jun 2009.
 - ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 2002.
 - SALOTTI, Bruno M.; Yamamoto, Marina. **Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais.** São Paulo: Atlas, 2006.
- _____ **Um estudo empírico sobre o EBITDA como representação do fluxo de caixa operacional - estudo em empresas brasileiras.** Congresso USP Controladoria e COntabilidade. São Paulo, 2005.
- SEC - Division of Corporation Finance. Topic 8: Non-GAAP Measures of Financial Performance, Liquidity, and Net Worth. **Financial Reporting Manual.** Disponível em <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cfreportingguidance.shtml> Acesso em 04 Jul 2009.
 - SEC. **Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures.** Disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>. Acesso em 04 Jul 2009.

- SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do Trabalho Científico**. São Paulo: Cortez Editora, 1991.
- SOUZA, Manuela S. de. **Fluxo de Caixa por Regime de Competência**. São Paulo, 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- STEWART, G. Bennett, **The Quest for Value**. New York: Harper Business, 1991.
- STUMPP, Pamela M. **Putting EBITDA in perspective: ten critical failings of EBITDA as the principal determinant of cash flow**. Moody's Investors Service. New York, Jun. 2000.