



EBITDA: A busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro

5º lugar do V Prêmio Contador Geraldo De La Rocque – Abril – 2004
Revista Pensar Contábil – Ano VI – nº 26 – Nov/dez 2004 a Jan de 2005.

1 – Aspectos Introdutórios

“A era da inovação criou mercados hipercompetitivos. Os compradores estão mais informados a respeito das ofertas dos concorrentes, mais conscientes em relação ao preço e mais exigentes quanto às características dos produtos e serviços, do que em qualquer outra época e em qualquer outro mercado”.¹ Este cenário exige que o empreendedor moderno saiba colher as informações certas a fim de que se possam reduzir as incertezas para a tomada de decisão.

Percebe-se que no momento atual, a contabilidade torna-se imprescindível na disponibilização de ferramentas gerenciais, afinal “é a ciência que se preocupa com a identificação, mensuração e informação dos recursos alocados a uma determinada entidade, além dos eventos econômicos que a afetaram e/ou que poderão afetá-la, objetivando demonstrar sua situação econômica, financeira e física, satisfazendo, assim, às necessidades informativas de seus usuários na avaliação das decisões a serem tomadas”.²

Um dos mais dinâmicos instrumentos informacionais que a contabilidade fornece é a análise econômica-financeira consolidada através do cálculo de índices e subsequente exame dos mesmos. Índice é a “relação entre os valores de qualquer medida ou gradação” que “indica alguma qualidade ou característica especial”.³ Ou seja, o processo de apreciação das demonstrações financeiras é totalmente vinculado à informação e ao *disclosure*, cujo fundamento está em consonância com os objetivos da Contabilidade.

Dentre dos vários índices contábeis existentes, um vem se destacando dentre os demais: o EBITDA. Este trabalho analisará os atributos do indicador, ponderando também sobre a importância da contabilidade frente à essência informacional do EBITDA a fim de serem evitados erros de interpretação e divulgação.

¹ KOTLER, Philip, JAIN, Dipak C. e MAESINCEE, Suvit. Marketing em ação. Rio de Janeiro: Campus, 2002. Pág 06.

² IUDÍCIBUS, Sérgio de. In RIBEIRO, Maisa de Souza. Contabilidade e Meio Ambiente. Dissertação de Mestrado, FEA/USP. São Paulo, 1992. Pág. V.

³ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo dicionário da língua portuguesa. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 1986. Pág 937.



2 – Definição

Atualmente, entre as siglas financeiras, o EBITDA talvez seja a mais popular. EBITDA significa *Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. No Brasil existe o (traduzido) LAJIDA - Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

Seu cálculo é bastante simples. Parte da premissa de obter informações estritamente operacionais de uma empresa. Portanto, para seu cálculo, inicia-se pelo Lucro Operacional. Assim, os Impostos sobre o lucro (*taxes*) não estarão inclusos no cômputo. Isso porque tanto o imposto de renda e a contribuição sobre lucro geralmente são influenciados por outros itens não operacionais.

Do Lucro Operacional, expurga-se as Receitas Financeiras e Despesas Financeiras (*Interest*). De uma maneira genérica, pode-se afirmar que as receitas provenientes das aplicações no mercado financeiro são inerentes ao gerenciamento de investimentos, não relativo, portanto, a decisões operacionais da empresa. Da mesma maneira, as decisões que acarretam em juros “são um custo de recursos, e refletem uma escolha de financiamento”⁴.

Ao fim do cálculo, implicará em uma sigla também muito conhecida que é o EBIT (*Earnings before Interests and Taxes*), definido como o lucro que a empresa obteve proveniente das decisões operacionais da organização.

A última etapa consiste em eliminar as depreciações, amortizações e exaustões (*depreciation and amortization*), visto que as mesmas não representam desembolso por já terem produzido efeito caixa no passado. O EBITDA demonstra, portanto, uma aproximação do fluxo de caixa gerado apenas pelas atividades básicas de uma entidade.

2.1 – Exemplo

A Demonstração de Resultado de Exercício da empresa Coelho apresenta:

DRE da empresa Coelho S.A. – Ano	R\$
Receita Operacional Bruta:	13.000,00
(-) Deduções da Receita Bruta:	(1.700,00)
(=) Receita Operacional Líquida:	11.300,00
(-) Custo dos Produtos Vendidos:	(7.000,00)

⁴ SCHRAND, Cathy in Já é hora de se livrar do EBITDA?
<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=503>



(=) Lucro Bruto:	4.300,00
(-) Despesas Operacionais:	(2.000,00)
Despesas com Vendas e	(1.200,00)
Resultado Financeiro	(800,00)
(=) Lucro Operacional:	2.300,00

Como já mencionado, para calcular o EBITDA, deve-se eliminar do Lucro Operacional o Resultado Financeiro e o valor total da depreciação, amortização e exaustão do Ativo Permanente que, normalmente, já está diluído tanto nas Despesas Operacionais, como nos Custos dos Produtos Vendidos. Assim, calcula-se o EBITDA seguindo o quadro abaixo:

DRE da empresa Coelho S.A. – Ano	R\$
Receita Operacional Bruta:	13.000,00
(-) Deduções da Receita Bruta:	(1.700,00)
(=) Receita Operacional Líquida:	11.300,00
(-) Custo dos Produtos Vendidos:	(7.000,00)
(=) Lucro Bruto:	4.300,00
(-) Despesas Operacionais:	(1.200,00)
Despesas com Vendas e	(1.200,00)
(=) EBIT	3.100,00
(+) Depreciação, Amortização e	250,00
(=) EBITDA	3.350,00
(=) EBITDA em %	25,77%

3 – Críticas ao EBITDA

Para tornar as decisões mais assertivas, é indispensável que o gestor, ao utilizar os índices contábeis de uma análise econômica-financeira, tenha o controle preciso das características inerentes ao EBITDA. Portanto, serão discutidas tanto as capacidades informativas do indicador, como as distorções que o mesmo pode causar a um estudo.



3.1 – Contribuições informacionais do EBITDA

Há inúmeros benefícios que tornam o EBITDA fundamental a tomada de decisão do gestor. O EBITDA é considerado um indicador muito importante, pois se propõe a medir a eficiência do empreendimento, visto que 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 e se o mesmo é suficiente para investir, pagar os juros sobre capital de terceiros e as obrigações com o governo e remunerar os acionistas.

Esta compilação permite, ainda, que o gestor possa confrontar diversas empresas sem influência das decisões de investimento e financiamento, maximizando, assim, sua sensibilidade quanto a produtividade e eficiência do negócio. Além disso, esta comparabilidade estende-se globalmente. Com o EBITDA, eliminou-se diferentes exigências fiscais e grande parte dos efeitos dos diversos princípios contábeis existentes. Por exemplo, a contabilização da depreciação no Brasil pode ser distinta das regras americanas, através do FASB⁵, ou européias, através do IASC⁶. "Por isso, ele é uma ferramenta muito útil quando uma empresa resolve comparar-se com um concorrente ou globalizar suas operações".⁷

O mercado valoriza ainda mais a variação percentual de crescimento ou queda do EBITDA em relação ao período anterior do que o valor do EBITDA isoladamente. Este percentual mostra aos investidores se a empresa em questão conseguiu ser mais eficiente ou aumentar sua produtividade.

É natural encontrar nos relatórios das companhias abertas referências ao EBITDA, como demonstrado na divulgação dos resultados da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)⁸:

"No quarto trimestre de 2002, o EBITDA apresentou um acréscimo de 103,6%, tendo alcançado R\$ 783 milhões. A margem de EBITDA (EBITDA/Receita líquida) ficou em 52,4%, com variação positiva de 9,00 % em relação ao mesmo período de 2002. No ano, o EBITDA alcançou R\$ 2,15 bilhões, com crescimento de 69,1% e

⁵ Financial Accounting Standards Board

⁶ International Accounting Standards Committee

⁷ GRADILONE, Cláudio. Para que serve o EBITDA. Exame. Ano 36, edição 772, nº 16, 07/08/2002. Pág 09.



margem de 46,7%, mantendo-se como uma das mais altas da siderurgia mundial”.

Isto ajuda a promover também um melhor posicionamento e projeção sobre os resultados futuros da empresa, afinal:

 Não se avalia uma empresa pelo que ela produz de lucros, mas sim de caixa. Afinal, no lucro estão incluídos os valores de depreciação, amortização e exaustão que representam recuperação de investimento já feito, mas pela empresa.⁹

O EBITDA também pode ser indicado percentualmente, como demonstrado no exemplo em que a Empresa Coelho obteve uma margem EBITDA de 25,77 %, ou seja, a cada real de receita gerou-se praticamente 26 centavos em caixa operacional. Com esta informação, há a possibilidade do gestor estabelecer as metas de desempenho para o ano e estimar cenários futuros.

3.2 – Miopia informativa do EBITDA

Buscando evitar o uso de informações que podem induzir a decisões errôneas, é necessário um aprofundamento das falhas na utilização deste índice.

Quando adquiriu notoriedade na década de 70, o EBITDA era usado como uma medida temporária, para analisar somente o período que uma companhia, investindo em infra-estrutura, iria levar 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 da performance futura a partir de uma “demonstração modificada de fluxo de caixa”.

Entretanto, o investidor não pode confundir EBITDA com Geração de Caixa, pois “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”.¹⁰ Ou seja, mesmo que muitas variáveis da Geração Operacional de Caixa sejam comuns ao do 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 índice em questão. Neste

⁸ <http://www.csn.com.br>

⁹ Boletim IOB 10/98. Temática Contábil e de Balanços: Avaliando a Empresa (I). Pág 04.



sentido, há uma problemática quanto à avaliação de uma empresa visto que o valor da mesma está correlacionado a um conceito de capital, e este valor vem do fluxo de caixa livre no futuro.

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, o EBITDA normalmente é superior ao Lucro Líquido podendo, inclusive, apresentar EBITDA positivo e prejuízo líquido. Por isso, o investidor precisa tomar cuidado quando o desempenho da empresa é informado apenas através deste índice, tendo em vista que o mesmo pode estar escondendo realidades como da Charter Communications, “uma companhia com valor de mercado de US\$ 4,1 bilhões que alcançou US\$ 1,8 bilhão em EBITDA no ano de 2001”.¹¹ Simultaneamente, apresentou um prejuízo de US\$ 1,2 bilhão. Da mesma forma, a Cablevision Systems Corp. obteve mais de US\$ 6 bilhões de EBITDA nos últimos três anos. “Neste mesmo período (2000 a 2002), a empresa reportou geração líquida de caixa negativa e o valor de suas ações despencou 75%”¹².

Estes fatos têm transformado companhias sobrecarregadas em endividamento em “máquinas de fazer dinheiro” para alguns leigos. De qualquer forma, é preciso estar atento que Lucro Líquido ou EBITDA não são condicionantes básicos para a perpetuidade de uma empresa, mesmo que esta seja líder mundial de mercado, como segue o exemplo da Parmalat¹³. Apesar dos números demonstrarem aparentemente uma boa saúde, inclusive evidenciando um aumento da margem EBITDA, percebeu-se no noticiário do início do ano um escândalo sem precedentes na Europa.

¹⁰ MARTINS, Eliseu. EBITDA, o que é isso? Informações Objetivas, Caderno temática contábil e balanços, São Paulo. Informações Objetivas IOB, n. 19, 1997. Pág 01.

¹¹ BYRNES, Nanette e LOWRY, Tom. A different yardstick for cable. BusinessWeek, New York, set. 2002. Pág 38.

¹² FAVARO, Paul. The Evils Of EBITDA. <http://www.fleetcapital.com/resources/capeyes/a03-04-211.html>

¹³ http://www.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/Contribuzioni/SchedeAnalisti2/Studi/prev_166.pdf



(^000 euro)	30/09/03	30/09/02	var. (%)
Fatturato	5.263.477	5.663.454	-7,1
Ebitda	650.504	689.684	-5,7
Ebitda margin	12,4%	12,1%	
Ammortamenti	224.821	249.548	-9,9
Ebit	425.683	440.316	-3,3
Ebit margin	8,1%	7,8%	
Oneri fin. netti	-121.733	-103.882	17,2
Utile pre tax. e comp. stra.	303.950	336.434	-9,7

No Brasil pode-se utilizar o exemplo da VARIG¹⁴: “Apesar da série de medidas tomadas no ano passado (2002) para redução de custos e do fechamento de parcerias para amortização de dívidas e injeção de recursos, a VARIG fechou o primeiro trimestre de 2002 com um prejuízo de R\$ 135 milhões”. Entretanto, “a geração de caixa das operações resultado da atividade antes da depreciação e amortização do EBITDA totalizou R\$ 95 milhões”.

Isso faz com que a credibilidade do índice fique abalada. Jordan Rohan¹⁵, por exemplo, após recalculas as projeções de ganhos não utilizando como norte o EBITDA, reduziu seu alvo de preço em quatro ações da mídia: Clear Channel Communications; AOL Time Warner, Inc.; Walt Disney Co. e Viacom, Inc.

Outra censura está associada ao alto volume de aquisições alavancadas nos anos 80. Tal cenário propiciou uma maior atratividade ao EBITDA, pois havia o consenso que o mesmo fosse um bom indicador da capacidade de uma empresa cumprir com o pagamento de suas obrigações. Isto era possível a partir de uma projeção de crescimento do EBITDA somado a possibilidade de que a empresa poderia administrar muito mais dívidas, o que não é verdade se não ocorrer simultaneamente uma boa administração do Capital de Giro e controle dos Ciclos Operacional e Financeiro.

Além disso, a estrutura dessas aquisições era contabilizada nos Estados Unidos a partir do método da integração global (em contraposição ao método da equivalência patrimonial, que foi definitivamente eliminado pelo FASB mais tarde). De acordo com este método, os ativos adquiridos em uma combinação de negócios geralmente são registrados pelo comprador em seu justo valor de mercado (*Fair value*), o qual pode ser significativamente mais alto que o valor contábil.

¹⁴ www.qualidadeaeronautica.com.br/Fiquepordentro.maio.htm

¹⁵ Já é hora de se livrar do EBITDA? <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=503>



"Como a contabilidade de integração global resultou em aumento do valor dos ativos, também desencadeou despesas maiores com depreciação", explica Neuhausen¹⁶. "O EBITDA foi visto como uma maneira de comparar o desempenho da empresa antes e depois de uma aquisição alavancada; foi também considerado um modo de comparar empresas que realizavam essas aquisições com empresas que não o faziam. Mas as despesas associadas ao serviço da dívida são custos reais, e custos reais não podem ser ignorados".

4 – A Contabilidade

O uso correto da contabilidade torna-se indispensável ao sucesso organizacional, afinal "o sistema contábil é o principal – e o mais confiável – sistema de informação quantitativo em (...) todas as organizações",¹⁷ pois é, basicamente, o único "meio de coletar, resumir, analisar e relatar informação acerca dos negócios"¹⁸ de uma empresa, sendo, assim, a linguagem empreendedora aos usuários, ou seja, à "toda pessoa física ou jurídica que tenha interesse na avaliação da situação e do progresso de determinada entidade, seja tal entidade empresa, ente de finalidades não lucrativas, ou mesmo patrimônio familiar".¹⁹

Independente dos mais variados usuários contábeis, o objetivo da contabilidade é fornecer a eles, "um conjunto básico de informações que, presumivelmente, deveria atender igualmente bem a todos".²⁰ Ao proprietário da empresa importa, fundamentalmente, detectar problemas e pontos fortes existentes para, a partir daí, traçar estratégia no sentido de corrigir as falhas ou aproveitar as oportunidades. Já ao analista externo interessa saber da viabilidade ou não da aplicação de recursos na empresa. A ótica do analista, pois, é que determinará os caminhos a serem trilhados pelo investidor. Deste modo, os investidores compram ações esperando receber dividendos e um aumento no valor da ação. Os credores emprestam dinheiro com a expectativa de receber de volta juros e o principal. Ambos os grupos assumem o risco de não receber os retornos esperados. Utilizam a contabilidade e empregam a análise de balanço para (1), prever o lucro esperado e

¹⁶ Já é hora de se livrar do EBITDA? Op cit.

¹⁷ HORNGREN, Charles T., et al. Contabilidade de custos. 9 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000. Pág 02.

¹⁸ ANTHONY, Robert N. Contabilidade gerencial. Tradução de Management accounting principles, por Luiz Aparecido Caruso. São Paulo: Atlas, 1975. Pág 17.

¹⁹ FIPECAFI. Manual de contabilidade das sociedades por ações. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 1994. Pág 59.

²⁰ IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da contabilidade. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1997. Pág 19.



(2), acessar os riscos associados a este lucro. Desta forma, segundo Sardinha,²¹ permite-se:

- ✓ Projetar os Demonstrativos Econômico Financeiro, baseado em informações passadas;
- ✓ Fazer comparações com outras empresas do ramo, permitindo inferir quem está melhor, pior ou na média;
- ✓ Em resumo: gerar percepções aos interessados na entidade econômica, de forma a inferirem quanto à performance, investimento ou risco e deles extrair os diversos indicadores que lhe forneçam as informações desejadas.

Neste contexto, visando evidenciar determinado aspecto da conjuntura de uma organização, é fundamental o cálculo dos índices, ou seja, o resultado da comparação entre grandezas, estabelecido a partir da relação entre contas ou grupo de contas dos Demonstrativos Financeiros. Sua posterior análise serve como termômetro na avaliação da saúde financeira de uma entidade, afinal, na busca em obter uma maior sensibilidade de desempenho, os indicadores ajudam “no processo de clarificação do entendimento da situação da empresa e objetiva detectar situações, verificar tendência dos acontecimentos e dar subsídios para que a administração da companhia enfatize os esforços nas direções necessárias”.²²

4.1 – Essência Informativa

A dinâmica dos negócios tem motivado a agilização dos gestores na tomada de decisão, o que passou a exigir medidas modernas da contabilidade a fim de melhor “fornecer informações sobre o desempenho da administração e da companhia aos usuários”.²³ Na busca por tais medidas, que ajudariam na identificação de pontos fracos e prejudiciais à eficiência e eficácia empresarial, um conjunto de indicadores financeiros não-tradicionais foi desenvolvido, merecendo destaque o EVA (*Economic Value Added*), o MVA (*Market Value Added*) e o EBITDA.

Ou seja, “o objetivo da Contabilidade praticamente permaneceu inalterado ao longo dos anos; as mudanças substanciais verificaram-se nos tipos de usuário e nas

²¹ O Doutor José Carlos Sardinha é professor do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade do Estado do Rio de Janeiro e Coordenador da Fundação Getúlio Vargas.

²² PADOVEZE, Clóvis Luís. Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil. São Paulo: Atlas, 1996. Pág 76.

²³ MAHER, Michael. Contabilidade de custos: criando valor para a administração. São Paulo: Atlas, 2001. Pág 44.



formas de informação que têm sido demandadas”,²⁴ exigindo-se uma flexibilidade da informação contábil e conseqüente adequação desta ciência aos anseios dos usuários, por meio da criação de índices personalizados. Neste sentido, cada expressão contábil será aproveitada, desprezada ou adaptada para tornar-se mais útil a complexidade informativa dos mais diferentes grupos de “clientes”. Por exemplo, ao mesmo tempo em que, para uns, “a última linha da DRE não diz nada sobre a saúde da empresa”, para outros o Lucro Líquido é um número universal (sem contar naqueles que, a partir deste resultado contábil, calculam o resultado econômico).

Quais destes três personagens fictícios estão certos? Pode-se dizer que todos estão, pois primordialmente, a relevância dos dados está profundamente relacionada aos objetivos pretendidos da análise, por isso a obrigatoriedade de defini-los detalhadamente. Para o indivíduo que deseja estudar apenas a gestão de capital de giro de curto prazo da empresa, o Lucro Líquido pode não ser importante. O investidor que deseja saber quanto irá receber de dividendos, vigiará o mesmo lucro com muita atenção. Já do ponto de vista do profissional que vislumbra que uma atividade torna-se lucrativa quando a receita total cobrir todos os custos de oportunidade, explícitos e implícitos²⁵, o mesmo deve calcular o lucro econômico.

Resumidamente, dependendo do grau de complexidade do estudo, diversas compilações podem ser formuladas a partir dos demonstrativos contábeis. Entretanto, para evitar qualquer deslize na análise da nova formatação, a essência informacional do índice utilizado também tem que estar convenientemente dimensionada. Pode-se definir que a essência do EBITDA não está correlacionada com a precisão numérica, mas sim em consonância com a tempestividade e comparabilidade da informação.

Quanto à tempestividade, é perceptível que torna-se inútil para o gestor usar a ferramenta mais precisa, se a mesma não tenha sido utilizada no momento correto. Observa-se que as companhias raramente divulgam sua demonstração de fluxo de caixa completa no momento em que anunciam os seus ganhos, então os investidores teriam que esperar semanas até que os resultados trimestrais sejam divulgados de forma a conseguir os detalhes que eles precisam para calcular os números reveladores. Deste modo, os gestores acabam buscando ferramentas que

²⁴ COLARES, Marcelle e PONTE, Vera Maria Rodrigues. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. XXVII ENAMPAD. São Paulo. Setembro 2003. Pág. 02.

²⁵ MANKIW, Gregory. Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999. Pág 269.



possam consubstanciar a decisão e “ficaram confortáveis com o EBITDA, que era tido como algo parecido com o Fluxo de Caixa, mesmo que ele excluía expressamente alguns custos de caixa”,²⁶ em que, segundo Martins²⁷, realmente não é seu objetivo demonstrar fielmente a geração de caixa, mas busca representar “o potencial de geração genuinamente operacional de caixa”.

Quanto à comparabilidade, o decisor deseja confrontar empresas do mesmo ramo independente de sua estrutura de ativos e passivos. Pondera-se, portanto, que o EBITDA funciona como um minimizador das limitações da análise financeira que, dentro de algumas, destaca-se:

“Ao comparar os índices de determinada empresa com índices de outras empresas, é necessário que se levem em consideração diferenças entre elas – utilização de diferentes métodos contábeis, diferentes métodos operacionais, diferentes tipos de financiamento”.²⁸

Além disso, cabe ao analista se preocupar também com o ambiente do negócio vinculado à empresa, afinal antes de iniciar uma análise “fria”, deve-se saber pesquisar e compreender o próprio empreendimento a ser examinado.

O segmento de aluguel de carros pode ser utilizado como exemplo. Se o EBITDA for utilizado sem entendimento do contexto operacional como um todo, o gestor fará o cálculo simples descrito acima. O que passará despercebido é que ele não considerará, por exemplo, o resultado com a venda dos carros, contabilizada como Resultado Não Operacional. Este fato, na verdade, faz parte da “cultura operacional normal” do segmento, pois a entidade, após dois ou três anos deve vender seu imobilizado para financiar novas aquisições e, assim, ter um diferencial mercadológico de ter uma frota recente.

Neste sentido, o próprio EBITDA pode produzir “versões” para torná-lo mais completo e adequado. Alguns deles podem ser descritos:

- EBITDAL - Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Leasing – Além das variáveis contempladas no indicador tradicional, este índice também elimina as despesas de *leasing*, visando maior comparabilidade de fatores resultantes apenas de decisões operacionais. Diferencia-se, por exemplo, aquela que

²⁶ BYRNES, Nanette e LOWRY, Tom. Op cit. Pág 38.

²⁷ MARTINS, Eliseu. Op cit. Pág 01.

²⁸ ATICKNEY, Clyde P. Contabilidade financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos. São Paulo: Atlas, 2001. Pág 254.



adquiriu imóveis daquela que comprou os mesmos através de operações financeiras. O *leasing* aqui é visto como uma decisão de financiamento da empresa. Exemplo²⁹:

ShopSite, Inc. reports that it had a net profit for the recently completed 2001 fiscal year based upon EBITDAL.

- EBITDAR - Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Restructuring Costs – Com o mesmo preceito estabelecido no indicador anterior, este elimina os custos de reestruturação, ou seja, tenta expurgar itens que são próprios da decisão de investimento, como se duas empresas, apesar de serem do mesmo ramo, diferem uma da outra porque a primeira comprou o imóvel onde hoje é a fábrica, mas a segunda preferiu alugar uma fábrica de terceiros. Para comparação, retiram-se do cálculo a depreciação da fábrica (que incorre na primeira) e as despesas de aluguel (que ocorre na segunda). Exemplo³⁰:

A Iberia anunciou em Madrid que registou um lucro de 135 milhões de euros nos nove primeiros meses do ano. Neste período o EBITDAR atingiu 533 milhões de euros, o que representa uma margem sobre as receitas de 15,5 por cento.

- EBITDAX - Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Exploration Expenses – Este índice, muito utilizado pelas empresas de energia, tem objetivo de expurgar do cálculo as despesas de exploração. Neste segmento, o montante destas despesas é consideravelmente relevante, assim, busca-se uma maior informação a respeito do operacional de uma empresa, pois, geralmente, as companhias capitalizam as despesas de exploração bem sucedidas e contabilizam direto no resultado as más sucedidas³¹, além das distintas regras de contabilização existente. Como exemplo:³²

Equity Oil Company today Reported full-year 2002 was \$12.2 million, an 18% increase over 2001 EBITDAX of \$10.3 million.

²⁹ http://www.shopsite.com/news_2001_profit.html

³⁰ <http://www.addsolutions.pt/aeropress/ap2003/noticiasdia.asp?noticia=3446>

³¹ NIARDONE, Anthony. Stock exchange release. Woodside Australian Energy. <http://www.investor.woodside.com.au/>. Pág 04.

³² <http://www.equity-oil.com/pressrel/press030603.pdf>



- EBTDA - Earnings before Taxes, Depreciation and Amortization – Usado por empresas, sempre em confrontação com o EBITDA, de forma a evidenciar o peso dos juros frente à geração de caixa. Exemplo³³:

EBTDA (R\$ milhões)	2º Trim. 2003	1º Trim. 2003
Lucro bruto	784,3	831,6
Despesas com vendas	(115,6)	(92,0)
Despesas gerais e administrativas	(160,4)	(188,4)
Depreciação e amortizações	137,6	154,5
EBITDA	645,8	705,7
Despesas financeiras líquidas	(134,7)	(118,1)
Variações cambial e monetária	(6,0)	8,6
EBTDA	505,1	596,2

4.2 – Considerações Finais

Muitas vezes há estudos sobre as diversas críticas dos indicadores existentes sem a devida avaliação dos personagens envolvidos. Muito do que se fala sobre o EBITDA não é inerente a sua composição, cujo conceito está claro, mas sim na maneira como este é aplicado e interpretado.

É perceptível o benefício informacional do EBITDA, entretanto apenas argumenta-se como indicador "definitivo" 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".³⁴ É inegável a necessidade das diversas compilações de índices, pois servem para que o gestor adapte seu desejo a uma tentativa de diminuir as incertezas acerca de um fato. Entretanto, há alguns questionamentos que devem ser feitos: O índice formatado está suportado pelo arcabouço teórico? As informações obtidas com tal índice transmitem realmente o que o gestor interpreta? Os índices devem ser utilizados como resposta aos problemas ou como ferramentas auxiliaadoras?

Como naturalmente estas respostas não são formuladas, malefícios são atribuídos ao indicador. O importante não é só a qualidade do modelo, pois o sucesso de um sistema de informações depende de como este índice é forjado e como o mesmo é analisado.

Por um lado existem as empresas que muitas vezes manipulam os resultados do EBITDA (seja ética ou antieticamente), pois sabem da relevância do mesmo para com os usuários, em que "ocultar informações ou fornecê-las de forma

³³ <http://www.gerdau.com.br>

³⁴ GRADILONE, Cláudio. Op cit. Pág 09.



demasiadamente resumida é tão prejudicial quanto fornecer informação em excesso”.³⁵

Isso ficou transparente também no caso da WorldCom, que viu suas ações caírem drasticamente após a empresa divulgar que havia inflado seu EBITDA em US\$3,8 bilhões durante um período de cinco trimestres através da simples e indevida classificação de custos operacionais de rotina como custos de capital de longo prazo.

É crescente a apreensão de alguns grupos de estudiosos, visto que além das companhias da nova economia, por exemplo, estarem tentado convencer os investidores de que devem ser avaliadas somente pelo EBITDA, há um acentuado aumento das adaptações ocorridas no cálculo dele. Se uma das essências do EBITDA está apoiada na possibilidade de confrontação, então o comentário abaixo, cada vez mais comum nos relatórios, é contraditório³⁶:

“NOTE: (...) Management adjusts EBITDA to eliminate other non-cash expenses, specifically stock option compensation expense. The use of EBITDA may be different from the presentation used by other companies and, therefore, comparability may be limited.”

Ou seja, o EBITDA passou a ser ajustado, normalmente com a remoção de despesas “não-recorrentes” de forma indiscriminada, fazendo com que houvesse um distanciamento do seu objetivo original. Assim, o EBITDA passou a ser relacionado como um dos “Non-GAAP³⁷ *financial measures*” existentes, ou seja, medidas financeiras calculadas em desacordo com os princípios contábeis geralmente aceitos. Para disciplinar a liberdade “criativa” existente nos Non-GAAP, bem como sua forma de disponibilização, no começo de 2003, a SEC – *Securities and Exchange Commission* - a Comissão de Valores Mobiliários americana, instituiu a regulação G e posteriormente a Regulação S-K. Estas foram criadas para que houvesse, entre outros fatos:

- 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 àquelas contábeis conhecidas, evitando, assim, que o investidor se confunda com as nomenclaturas; e

³⁵ IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da contabilidade. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1997 in COLARES, Marcelle e PONTE, Vera Maria Rodrigues. Op cit. Pág. 02.

³⁶ http://www.southwestwater.com/investor/EBITDA_by_Qtr3.pdf



-
- Contabilização – As despesas não poderão ser classificadas como “não-recorrentes”, caso despesas da mesma natureza tenham ocorrido em um dos dois anos anteriores ou tenham uma probabilidade razoável de ocorrer nos dois anos seguintes.

Portanto, a empresa deve saber de sua influência acerca das informações disponibilizadas, tornando mais uma questão de ética e responsabilidade corporativa na divulgação das informações contábeis consideradas de natureza avançada.³⁸

Por outro lado, têm os usuários contábeis que se iludem com certas utopias. De certa forma, os gestores começaram a usar o EBITDA como se fosse uma medida exata de valor de empresa, um “número mágico”. Perderam o referencial básico de uma análise: o conservadorismo. Deixaram de lado a análise de índices complementares que serviam como um suporte decisório. Por exemplo, o EBITDA não considera o endividamento. Então, partindo desta premissa, como seguir adiante numa negociação de compra ou em uma análise de investimento sem olhar outros fatores como o endividamento e a estrutura de capital da companhia? Para Ram Charani³⁹ “as empresas têm de voltar a indicadores mais básicos, como entrada e saída de dinheiro do caixa”.

O Chefe financeiro da Viacom Inc, dona da CBS, MTV, Paramount Pictures, entre outras, que freqüentemente coloca ênfase no EBITDA em seus *press releases*, deve focar suas próximas divulgações no lucro por ação. Um exemplo como este pode forçar mais empresas a retirar o EBITDA do pedestal e dar mais atenção a outros indicadores.

Muitas vezes, o gestor abandona inclusive uma tradicional e bastante rica forma de estudo que é a análise horizontal para prever tendências e evolução dos demonstrativos e indicadores diversos de uma empresa, a fim de detectar o movimento de longo prazo, projetando o futuro.

Por isso, o EBITDA sem dúvida é um indicador muito útil, mas sua eficácia está intimamente dependente da confiabilidade dos dados processados e na capacidade do gestor ter bom senso na confecção da análise, inclusive considerando outros itens, que além de serem relevantes, são complementares. Quando podera-se

³⁷ GAAP -Generally Accepted Accounting Principles - Princípios Contábeis Geralmente Aceitos

³⁸ COLARES, Marcelle e PONTE, Vera Maria Rodrigues. Op cit. Pág. 02.

³⁹ GRADILONE, Cláudio. Op cit. Pág 09.



sobre o sucesso empresarial, muitos gestores buscam ferramentas para analisar a eficiência individual e isolada das decisões operacionais, de investimento e de financiamento, mas “os executivos mais experientes sabem que essas iniciativas devem ser administradas com uma abordagem holística. São as três variáveis combinadas que determinam o retorno sobre o capital e o impacto sobre o valor para o acionista”.⁴⁰

5 – Conclusão

Uma análise econômica-financeira envolve a utilização de coeficientes extraídos das variáveis-chave e uma gama de ferramentas analíticas objetivando determinar a performance operacional, sua lucratividade e saúde financeira de alguma entidade. É o estudo da situação de um todo patrimonial ou de uma parte deste, através da decomposição dos elementos que o integra, para que se conheça uma realidade, um estado de equilíbrio e se faça um julgamento da ação administrativa, objetivando um fim pré-determinado.

Objetivando maximizar a utilização dos índices, inúmeras compilações e adaptações foram feitas. Das diversas criações, surgiu o EBITDA, como auxiliador tempestivo do potencial de geração de caixa gerado pela operação da empresa que permite comparar empresas globalmente, independente de sua estrutura de ativos e passivos e regras fiscais existentes.

Entretanto, frases, que definem que “quanto maior o EBITDA de uma empresa, maior tende a ser o seu valor de mercado, já que todos querem uma empresa que produza dinheiro”,⁴¹ podem ser perigosas, pois não consideram detalhes importantes no que tange o contexto geral de uma avaliação, bem como as particularidades envolvidas no cálculo do mesmo.

Conseqüentemente, o que deve ser aprendido, de maneira redundante, é que um índice indica um acontecimento, uma grandeza. Deve ser entendido como uma foto sobre uma circunstância. É de extrema relevância saber que as medidas atualmente empregadas podem ser de grande valia, desde que suas deficiências e, também, suas formulações arbitrárias sejam conhecidas. Neste sentido, não deve ser utilizado como panacéia, isto é, como o único índice, pois pode ser arriscado confiar demais em qualquer ferramenta analítica isolada. Enfim, “o EBITDA é um índice de extrema importância, mas como é um indicador econômico têm suas limitações e por isso, como em toda análise fundamentalista que se preze, não pode

⁴⁰ BOVET, David e JOAS, August. HSM Management. N. 34. Setembro-Outubro, 2002. Pág 72.

⁴¹ Boletim IOB 6/98. Temática Contábil e de Balanços: EBTIDA - O que é isso? p. 4.



ser usado como única opção de avaliação. Compreendê-lo é o primeiro passo para o entendimento da potencialidade de geração de caixa de uma entidade, porém não será o último".⁴²

6 – Referências Bibliográficas

- ANTHONY, Robert N. Contabilidade gerencial. Tradução de Management accounting principles, por Luiz Aparecido Caruso. São Paulo: Atlas, 1975.
- ATICKNEY, Clyde P. Contabilidade financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos. São Paulo: Atlas, 2001.
- BOVET, David e JOAS, August. HSM Management. N. 34. Setembro-Outubro, 2002.
- BRAGA, Roberto e MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da Companhia Paranaense de Energia – COPEL. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 07, n.º 4, outubro/dezembro 2000.
- COLARES, Marcelle e PONTE, Vera Maria Rodrigues. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. XXVII ENAMPAD. São Paulo. Setembro 2003.
- FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo dicionário da língua portuguesa. 2a ed. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 1986.
- GRADILONE, Cláudio. Para que serve o EBITDA. Exame. Ano 36, edição 772, nº 16.
- HANSEN, Don R. e MOWEN, Maryanne M. Gestão de custos. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2001.
- HORNGREN, Charles T., et al. Contabilidade de custos. 9 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da contabilidade. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- IÇO, José Antônio e BRAGA, Rosalva Pinto. EBITDA: Lucro ajustado para fins de avaliação operacional. Revista Pensar Contábil. Rio de Janeiro: CRCRJ, ano III, n. 10, novembro 2000/janeiro 2001.
- KOTLER, Philip, JAIN, Dipak C. e MAESINCEE, Suvit. Marketing em ação. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- MAHER, Michael. Contabilidade de custos: criando valor para a administração. São Paulo: Atlas, 2001.
- MANKIW, Gregory. Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

⁴² RAMALHO, Caio. Analista financeiro em um fundo de Private Equity no Brasil em entrevista realizada em Fevereiro de 2004.



-
- MARTINS, Eliseu. EBITDA, o que é isso? Informações Objetivas, Caderno Temática Contábil e Balanços, São Paulo. Informações Objetivas IOB, n. 19, 1997.
- NIARDONE, Anthony. Stock exchange release. Woodside Australian Energy. <http://www.investor.woodside.com.au/>.
- PADOVEZE, Clóvis Luís. Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil. São Paulo: Atlas, 1996.
- RIBEIRO, Maisa de Souza. Contabilidade e Meio Ambiente. Dissertação de Mestrado, FEA/USP. São Paulo, 1992.
- SCHRAND, Cathy in Já é hora de se livrar do EBITDA? <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=503>