

R

RELACIONES COM
INVESTIDORES

Nº 96 • FEVEREIRO 2006 • R\$ 12,00

Associada ao IBRI
Instituto Brasileiro de
Relações com Investidores

TARGETING

Quem é o seu
ACIONISTA?



por
Eduardo Werneck

Pag. 20

SUSTENTABILIDADE

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

por Roberto Gonzalez

Pag. 16



EM PAUTA

CELEUMA CONTÁBIL EBITDA



Qual o real valor
dessa métrica?

por
Ana Borges • Fernando Carneiro
Oscar Malvessi • Rubens Marçal

Pag. 5



ENFOQUE

Influenciando os Analistas

por William F. Mahoney

Pag. 28

CELEUMA CONTÁBIL EBITDA



Qual o real valor dessa métrica?

ARTIGOS

Ebitda: Qual o real valor dessa métrica? • por Rubens Marçal	pág. 6
Será o EBITDA um bom indicador para a gestão financeira nas empresas? • por Oscar Malvessi	pág. 11
Cálculo do EBITDA gera polêmica no mercado • por Ana Borges	pág. 13
Celeumas Contábeis • por Fernando G. Carneiro	pág. 14



EBITDA

QUAL O REAL VALOR DESSA MÉTRICA?

Indicador em moda desde meados da última década, embora muito mais antigo do que alguns imaginam, o EBITDA transformou-se na principal métrica usada por empresas, analistas e investidores para relatar ou avaliar a performance de qualquer negócio.

por Rubens Marçal *

Transformou-se também no principal múltiplo utilizado na seleção de portfólio, relacionando-se ao “Enterprise Value” ou “Firm Value”. E assim empresas e mercado têm-se guiado para tomar decisões relevantes sobre seus investimentos e, pensando igual, acabam - até certo ponto - condicionando o valor de mercado ao desempenho do negócio em termos de EBITDA.

Diante desse quadro, parece perigoso ou, no mínimo insensato, pensar diferente. Mas o que vamos fazer a seguir é exatamente isso: ousar um pouco, para trazer a questão para um plano pretensamente mais técnico.

Conceito e Perspectiva Histórica

EBITDA é sigla de “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” que, traduzida para o português, transforma-se em LAJIDA ou “Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização”. Seu nome já enuncia sua forma de cálculo:

LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL
(+) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS
(+) DEPRECIAÇÕES
(+) AMORTIZAÇÕES
(=) EBITDA (LAJIDA)

Sua aplicação deve ser feita em conjunto com outros indicadores. É um indicador útil em casos específicos, quando se não dispõe do fluxo de caixa ou quando utilizado como acessório na análise ampla dos componentes do fluxo de caixa.

O uso do EBITDA aplica-se à análise de empresas em situação de insolvência e/ou de empresas formadas por ativos de longa vida útil (como algumas indústrias de capital intensivo), sendo inadequado na análise de empresas em situação normal ou formadas por ativos de curta vida útil, como as indústrias “HI-TEC” cujos ativos se tornam obsoletos em poucos anos.

Numa perspectiva histórica, o EBITDA derivou do EBIT, que foi útil décadas atrás quando se estudava operações de *underwriting* para substituição de passivo oneroso por capital próprio. Como tais operações envolviam empresas deficitárias, supostamente em razão do alto custo financeiro provocado pelo excesso de endividamento, a primeira averiguação que se fazia era se tal suposição estava correta, isto é, se a única causa do prejuízo era o elevado endividamento. E o EBIT (“Earnings Before Interest and Taxes”), pela sua

simplicidade e facilidade de cálculo, por utilizar apenas informações disponíveis nos Demonstrativos de Resultados, permitia deduzir de imediato se a empresa, uma vez capitalizada, seria rentável. Se o EBIT fosse negativo ou insuficiente para cobrir o custo de capital próprio, a operação era descartada.

Durante a onda de fusões, aquisições e *takeovers* dos anos ’80, adaptou-se o EBIT para se justificar certas operações de *leverage-buyout*, transformando-o no EBITDA, o qual ganhou inadequadamente *status* de indicador de geração de caixa. Seu uso, porém, ficou restrito a uma métrica exclusiva desse tipo de operação, tendo sido ignorado pelo mercado de ações e por companhias abertas em seus relatórios. Passada a referida onda, o indicador caiu temporariamente em desuso. A esta altura, empresas abertas americanas e europeias já publicavam demonstrativos de fluxo de caixa, municiando o investidor com informações suficientes para o cálculo e o uso de métricas muito mais importantes, como o *Free Cash Flow* (Fluxo de Caixa Livre) ou a Geração Operacional de Caixa do próprio fluxo de caixa.

Deve-se destacar que a introdução do EBITDA durante a *leverage-buyout* mania dos anos ’80 - quando muitas empresas pagavam mais do que o valor de mercado justo pelos ativos que adquiriam - foi feita pelos patrocinadores das operações de *leverage-buyout* e seus financiadores. Analistas experientes viam o EBITDA, nessas circunstâncias, como uma farsa para enganar desavisados ou inocentes, não como ferramenta de análise capaz de expressar o poder de geração de caixa dos ativos de uma empresa.

Com o passar do tempo, o EBITDA voltou a ser usado como ferramenta de medida de geração de caixa, aplicada de início somente a empresas em situação pré-falimentar e mais tarde a empresas com ativos de longa vida útil, tais como fornos siderúrgicos, torres de rádio-transmissão, etc..

A evolução do EBITDA dessa posição de ferramenta válida para negócios no “fundo do poço”, com uso restrito à avaliação de créditos de baixa classificação, para uma nova posição como ferramenta analítica para empresas ainda em seus dias de glória, como ocorre na atualidade, é algo de difícil aceitação por um analista experiente que, sobretudo hoje, dispõe de métricas muito superiores e de comprovada eficiência. Por isso, é normal que este analista experiente se pergunte “como” e “por qual razão” o mercado de ações e as grandes empresas aceitaram tão facilmente o EBITDA como um dos indicadores mais importantes, passando a mostrá-lo em suas análises e seus relatórios e a utilizá-lo na construção de índices como o “moderno” Firm Value/EBITDA.

Não há uma explicação convincente para o uso generalizado do EBITDA, salvo talvez o desconhecimento ou o interesse em maquiar a empresa para que se mostre mais atraente do que na realidade é. Por trás de tal atitude, fica a dúvida sobre se há algum interesse dirigido por parte de quem o usa ou se apenas se encontra na onda por inexperiência técnica.

O forte ressurgimento do EBITDA nos tempos atuais coincidiu com o *boom* das empresas “PONTO COM” na Nasdaq, o qual foi alimentado, não pelo maior valor intrínseco dessas empresas ou pelo valor agregado dos serviços por elas prestados, mas pela teia construída por “investidores” de ganho fácil, interessados no *IPO* (venda, no mercado de ações, da posição detida nessas empresas). Como a farsa não poderia durar para sempre, um dia esta “corrente da felicidade” se rompeu, a bolha de prosperidade estourou e a Nasdaq desabou. Note-se que, neste caso, havia um interesse dirigido por trás da adoção do EBITDA como métrica para qualquer fim.

Um argumento levantado a favor do uso do EBITDA, também dessa época, é o de ser ele um bom indicador para administradores de portfólios globais que investem recursos em ações de empresas de diferentes países emergentes. Como cada um desses países vive sua própria conjuntura econômica, há entre eles diferenças marcantes em suas políticas monetárias e fiscais, vale dizer, em suas taxas de juros e suas alíquotas de impostos. Assim, nada mais lógico do que adotar um indicador como o EBITDA, que, desconsiderando os juros e os impostos locais, pudesse colocar empresas de diferentes países em um mesmo padrão comparativo. E por que desconsiderar a realidade monetária e fiscal de cada país? Porque, com a globalização, haveria uma tendência à unificação de políticas econômicas no longo prazo (uma falácia que vingou temporariamente como “verdade”, graças à união de interesses dirigidos de alguns com a “inocência” ou inexperiência de outros).

Como se vê, o EBITDA nasceu sob a égide de interesses não muito corretos e sua consagração, modernamente, é uma idéia que corre o risco de, a qualquer momento, ficar também refém destes mesmos interesses.

Restrições Técnicas ao uso Generalizado do EBITDA

O *Moody's Investors Services* foi uma das muitas instituições que pesquisaram a validade do EBITDA como métrica. Suas conclusões estão reunidas no estudo “Putting EBITDA in Perspective - Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow”, publicado em 2000. A pesquisa é rica em estudos de casos que mostram



claramente a falácia do EBITDA quando usado fora das condições limitadas a que se aplica. Dentre as dez principais restrições mencionadas no título, o *Moody's* destaca:

1º. O EBITDA é tão manipulável quanto o Lucro Econômico.

A exemplo do Lucro Econômico, o EBITDA é um item manipulável, mesmo sem se desobedecer qualquer regra legal ou contábil. Mudanças de critérios de depreciação e amortização, de avaliação de estoques, de remuneração da Administração, de apropriação de variações patrimoniais de investimentos em controladas, entre outras, são exemplos de como se pode melhorar ou piorar o Lucro e o EBITDA da companhia, sem se quebrar qualquer regra ou lei estabelecida.

Investidores mais sofisticados utilizam o *Free Cash Flow* (FCF) em substituição ao lucro tradicional, atribuindo àquele maior confiabilidade, porque representa o quanto efetivamente sobra de dinheiro no “caixa” da empresa, depois de se deduzir os investimentos em capital fixo e de giro necessários para manter o crescimento das vendas, mas antes de pagar seus financiadores: acionistas (dividendos) e bancos (juros). O FCF representa mais fielmente o quanto um determinado “negócio” é capaz de gerar em termos de caixa, antes de distribuir a remuneração a seus financiadores.

2º. O EBITDA ignora as necessidades adicionais de capital de giro indicando um fluxo de caixa superior em períodos de crescimento destas.

Vendas crescentes, na maioria dos casos, implicam maiores necessidades de recursos de giro para financiar estoques e clientes. Por não considerar tais necessidades, o EBITDA superestima o fluxo de caixa que a empresa é capaz de gerar, comprometendo uma visão realista da situação de liquidez, da capacidade de pagamento e do retorno.

3º. O EBITDA não considera o montante de reinvestimento requerido, o que é especialmente grave no caso das empresas com ativos de vida útil curta.

Para manter suas vendas e seu retorno, atuando em um mercado competitivo, a empresa precisa reinvestir constantemente recursos na atualização de seus ativos fixos. Quanto mais curta for a vida útil destes, maior a freqüência com que tais reinvestimentos devem ser feitos. Empresas de alta tecnologia, empresas de transportes e várias outras cujos ativos tornam-se obsoletos em curto espaço de tempo correm o risco de perder espaço de mercado ou até desaparecer se não se atualizarem na mesma velocidade dos concorrentes. Empresas de capital intenso formadas por ativos de longa vida útil, embora se modernizem em espaço de tempo muito maior, quando o fazem, investem somas vultosas, cuja disponibilidade não será problema se recursos equivalentes à depreciação tiverem sido provisionados ao longo dos anos anteriores, formando um fundo de reserva para investimento. O EBITDA, ao desconsiderar a depreciação como uma despesa, sem considerar também as saídas efetivas de caixa para aquisição de capital fixo (como é feito no caso do *Free Cash Flow*), cria a ilusão de um fluxo de caixa melhor do que na realidade é, algumas vezes transformando a visão de uma realidade crítica de falta de caixa num cenário róseo de excesso de liquidez.

4º. O EBITDA pode ser uma enganosa medida de liquidez.

A Geração Operacional de Caixa e o *Free Cash Flow* são medidas importantes para avaliar a capacidade dos ativos da empresa de gerar recursos financeiros para pagar bancos (juros + pagamento do principal) e acionistas (dividendos) e ainda garantir recursos remanescentes que possam ser acessados a qualquer momento, servindo também como medida de liquidez. Ao confundir-se o EBITDA com a Geração de Caixa e atribuir-se a ele o poder de medir liquidez comete-se um engano que pode distorcer gravemente a visão da realidade financeira da empresa.

5º. O EBITDA não diz nada sobre a qualidade do lucro.

O EBITDA, isoladamente, nada revela sobre a qualidade do lucro da companhia. Ao somar-se a depreciação e a amortização, um EBIT negativo pode transformar-se num EBITDA positivo se aqueles valores forem suficientemente grandes para cobrir o prejuízo e deixar um saldo. Em geral, quanto maior a proporção do EBIT no EBITDA, maior é o fluxo de caixa. E, ainda, quanto

“O EBITDA é um indicador exclusivo para empresas de capital intensivo com ativos de longa vida útil. Sua generalização é algo não apropriado. O fato de em seu cálculo não se considerar os atributos específicos de cada atividade, avaliando-se todas elas da mesma forma, traz profundas distorções à análise, sendo exemplos críticos dessas distorções aquelas que se encontram em atividades que estão no extremo oposto da que o indicador melhor se aplica.”

maior a proporção da depreciação no EBITDA, maior a importância de a empresa gastar um montante igual ao valor da depreciação para manter seus equipamentos atuais. Por outro lado, ainda que em geral a amortização possa ser trazida de volta no cálculo do fluxo de caixa, há casos em que há limites para isso. Amortização de despesas diferidas que são recorrentes, de custos capitalizados que seriam mais apropriadamente considerados como despesas ou de valores futuros incertos não deveria ser trazida de volta e, no entanto, é computada indiscriminadamente no EBITDA.

6º. O EBITDA é uma medida inadequada para ser usada isoladamente no cálculo de múltiplos na aquisição de uma empresa.

O EBITDA é comumente usado como medida para comparar preços pagos por companhias, sendo utilizado como um múltiplo do fluxo de caixa corrente ou esperado da empresa adquirida. Ainda que isso possa servir como uma “conta de padeiro” (sem qualquer crítica à categoria), é bom lembrar que o EBITDA não corresponde ao fluxo de caixa. Usuários dessa “aproximação” deveriam saber que os múltiplos calculados com o EBITDA criam a ilusão de um preço de aquisição baixo e menor do que o real. Por exemplo, um múltiplo utilizando o EBITDA de 5 vezes, para uma companhia cujo EBITDA seja composto por 50% de *EBITA* e 50% de *Depreciação*, equivale a um múltiplo substancialmente maior, de 10 vezes, utilizando o lucro operacional mais amortização.

7º. O EBITDA ignora distinções na qualidade do fluxo de caixa resultantes de diferentes critérios contábeis – nem todas as receitas são caixa.

Diferentes critérios contábeis podem ter profundo efeito no EBITDA tornando-o uma ferramenta pobre na comparação de resultados financeiros entre diferentes empresas. Políticas de reconhecimento de receitas que têm pouca correlação com entradas de caixa, como as adotadas por vários tipos de empresas que fazem apropriações pelo critério de porcentagem concluída da obra ou do serviço (empresas de Internet, construtoras, indústrias de equipamentos sob encomenda de longo prazo etc.), podem levar a um distanciamento significativo entre EBITDA e fluxo de caixa.

8º. O EBITDA não é um denominador comum para critérios contábeis de diferentes países.

O EBITDA de uma mesma companhia pode variar dependendo de onde ele é calculado. Cada país, independentemente das diferenças conjunturais, tem seus próprios padrões de contabilidade e as práticas diferem em termos de reconhecimento de receitas,

metodologias para capitalizar custos e despesas, reconhecimento de *goodwill* e depreciação de ativos fixos. Mesmo diferenças modestas podem tornar-se significativas quando a despesa financeira líquida é pequena (com pouco peso na formação do EBITDA).

9º. O EBITDA oferece proteção limitada quando usado em contratos de associações, cartas de intenções e outros acordos que envolvam limites financeiros de ação.

O EBITDA tem sido usado em vários tipos de contratos que restringem o nível permitido de endividamento da empresa envolvida, normalmente compondo índices de cobertura ou de alavancagem (exemplo: “Dívida/EBITDA” não superior a 6,0 vezes). Tais cláusulas de garantia à outra parte baseiam-se na idéia errônea de que o EBITDA está integralmente disponível para cobrir o custo financeiro, o que, pelo exposto nos itens 2º. e 3º., não é verdadeiro. A experiência tem demonstrado que o cumprimento das cláusulas de teste-EBITDA não evitam necessariamente os problemas que se queria evitar.

10º. O EBITDA não é apropriado para a análise de muitas indústrias porque ignora seus atributos únicos.

O EBITDA é um indicador exclusivo para empresas de capital intensivo com ativos de longa vida útil. Sua generalização é algo não apropriado. O fato de em seu cálculo não se considerar os atributos específicos de cada atividade, avaliando-se todas elas da mesma forma, traz profundas distorções à análise, sendo exemplos críticos dessas distorções aquelas que se encontram em atividades que estão no extremo oposto da que o indicador melhor se aplica. Dentre esses setores, para os quais o uso do EBITDA é inadequado por não considerar suas particularidades, destacam-se TV a Cabo, Serviços de *Paging*, Construção Civil, Gás e Petróleo, Transportes, Restaurantes, Serviços de Locação, Internet, Construção de Redes de Fibras, Serviços Funerários e Cemitérios, Exibições Teatrais, Turismo *Timeshare* etc., apenas para ficar nos mais críticos.

Mas não é só o Moody's que faz críticas ao EBITDA. A *Stock Diagnostics*, empresa de pesquisa que desenvolveu um software proprietário, desenhado para estudar as relações lógicas entre as informações econômico-financeiras e a performance do preço da ação no mercado, considera o uso do EBITDA pelos analistas de *Wall Street* como um expediente para promover ações para um público desavisado. Em sua opinião, quando um analista ou CFO usa o EBITDA, o que ele está realmente dizendo é: “*Isto é o que os lucros poderiam ter sido se não tivéssemos que tomar empréstimos, se não tivéssemos que pagar impostos, se não ti-*

véssemos que investir em nada e se não tivéssemos que amortizar recursos ativados". E ainda mais: "Por ser um indicador baseado no lucro, o EBITDA nada tem a ver com o fluxo de caixa", acrescenta.

Casos Ilustrativos

Um episódio abalou a credibilidade do EBITDA: o escândalo da gigante americana *WorldCom*, que, no ano de 2001 e no primeiro trimestre de 2002, ostentava EBITDAs capazes de convencer qualquer analista desavisado de estar navegando de "vento em popa" e, no entanto, a empresa estava literalmente insolvente e amargando prejuízos monumentais. É verdade que houve uma gigantesca fraude, caracterizada pela transformação de US\$ 3,8 bilhões de despesas operacionais acumuladas nesses cinco trimestres em despesas de capital que foram ativadas (superestimando o EBITDA, o lucro, o valor dos ativos e o valor do patrimônio). No entanto, mesmo nessa situação de fraude, o usuário do *Free Cash Flow* enxergava outra coisa muito diferente, pois no cálculo deste os US\$ 3,8 bilhões de falso "incremento de capital fixo" são excluídos. Descoberta a fraude, o lucro líquido de US\$ 1,4 bilhão de 2001 transformou-se num prejuízo de US\$ 1,7 bilhão e o lucro de US\$ 130 milhões do primeiro trimestre de 2002 virou um prejuízo de US\$ 667 milhões. O *Free Cash Flow* de 2001, reportado pela empresa antes da fraude ser descoberta, foi de míseros US\$ 108 milhões, o que já levaria qualquer analista experiente à desconfiança de que algo deveria estar errado, valendo uma pesquisa mais profunda. Para os investidores usuários do EBITDA, acreditar no indicador de forma isolada resultou num prejuízo praticamente total de seus investimentos na empresa, conforme mostra o gráfico abaixo. Enquanto isso, alguns mais "espertos" que advogam o uso desse indicador encheram seus bolsos. Não é à toa que os *Corporate Filings* da SEC (*Security and Exchange Commission*) freqüentemente incluem uma clara advertência de que EBITDA não significa Lucro, não mede a liquidez e não é parte dos Princípios de Contabilidade Normalmente Aceitos.



O que aconteceu com a *WorldCom* aconteceu também com várias outras grandes corporações americanas que entraram em moda na virada do século (*Enron* etc.) e, em todos os casos, usuários do EBITDA que não tiveram a preocupação de olhar outros indicadores melhores transformaram-se em perdedores ludibriados.

Nem sempre a questão é de fraude e nem sempre é preciso ir longe para encontrar exemplos de mal uso do EBITDA. Podemos olhar o caso da nossa VARIG, ilustrado a seguir.

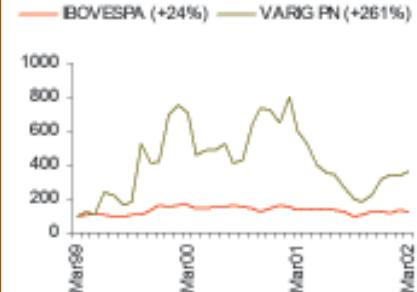
Os gráficos ao lado mostram que, de março/1999 a março/2002, as ações PN da VARIG tiveram uma valorização de 261% na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) contra apenas 24% do índice de mercado (Ibovespa). Observando o gráfico da ação em conjunto com os gráficos de EBITDA, Lucro e Patrimônio Líquido da empresa, somos forçados a deduzir que a lógica do EBITDA prevaleceu sobre a dos demais indicadores, favorecendo um ganho injustificado com as ações da empresa. Qualquer um que olhasse a sucessão de prejuízos exponenciais e as perdas patrimoniais que vinham ocorrendo desde 1998, culminando com um passivo a descoberto superior a meio bilhão de reais ao final de 2001, não teria acreditado na alta da ação nesse primeiro período. E, com a realidade vindo à baila através de conflitos entre a principal instituição credora, a Fundação Ruben Berta, o Sindicato dos Aeroviários e o BNDES, chegando-se até a debates no Congresso, a situação mudou de figura: de março/2002 a maio/2003, as ações tiveram uma queda de 44% no mercado, contra uma pequena alta de 1% do Ibovespa. Certamente os muitos defensores inocentes do EBITDA perderam e os poucos defensores intencionais do EBITDA ganharam.

No caso de VARIG, o erro foi não considerar o acúmulo de dívidas, o serviço da dívida, o lado negativo do impacto do câmbio sobre essa dívida e a enorme crise de liquidez que tudo isso gerou. Neste caso, nem mesmo o *Free Cash Flow* pode ser olhado isoladamente, mas sim a relação deste com os ativos operacionais da empresa (*Free Cash Flow / Ativo Operacional Médio*) a fim de se compará-la com o custo de capital (total, próprio e de terceiros). Se aquela for menor que este, haverá problemas.

Valorização da Ação em comparação com o IBOVESPA

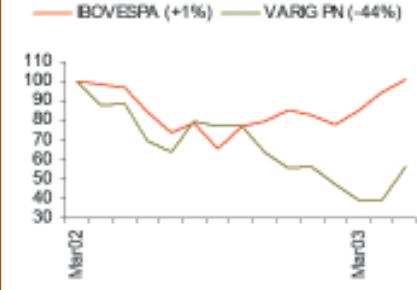
VARIG PN x IBOVESPA

(31/03/99=100) • Fech. mensal (Mar/99 a Mar/02)

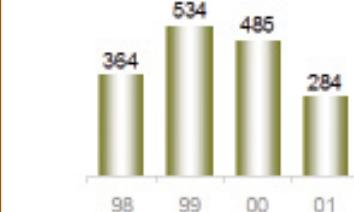


VARIG PN x IBOVESPA

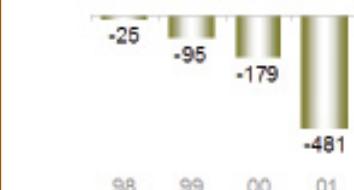
(31/03/02=100) • Fech. mensal (Mar/02 a Mar/03)



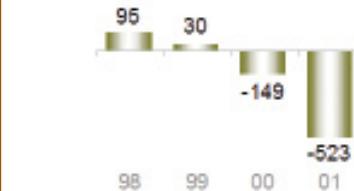
EBITDA (R\$ milhões)



Lucro Líquido (R\$ milhões)



Patrimônio Líquido (R\$ milhões)



Mas, além da Varig, há muitas outras empresas que registraram prejuízos e apresentaram *Free Cash Flow* negativos, mas mostraram EBITDAs positivos. Algumas delas tiveram prejuízos elevadíssimos, gerações próprias de caixa-livre negativas, mas ostentam EBITDAs elevados, sugerindo um negócio em franca prosperidade. Entretanto, a realidade não é bem assim. Os EBITDAs dessas empresas mascaram a realidade de insuficiência de geração de caixa, por não estarem levando em conta que:

(1º) a depreciação não é suficiente para cobrir os investimentos em capital fixo necessários para atingir as receitas esperadas (que muitas vezes não vêm);

(2º) o serviço da dívida é, em geral, maior do que o EBITDA.

O EBITDA na Construção de Indicadores de Seleção de Ações

Quando se trata de selecionar ações em bloco, isto é, quando se precisa selecionar as melhores alternativas de um universo de trabalho que inclua todas as ações possíveis, os múltiplos são sem dúvida os indicadores mais poderosos e práticos de que se dispõe.

Poderosos porque produzem um resultado seletivo, concreto e superior à maioria dos outros indicadores de igual custo de construção. Práticos porque apresentam grande facilidade de se relacioná-los com outras variáveis fora do mercado de ações e, sobretudo, porque exigem um “custo” de trabalho muito menor do que o de outros métodos que, ainda que superiores quanto ao poder de seleção, são extremamente mais trabalhosos, praticamente inviabilizando o seu uso extensivo para todas as ações do universo de trabalho.

É claro que, num processo de seleção, outros índices são também necessários. Assim como os múltiplos estarão avaliando o retorno relativo, esses outros índices estarão avaliando o risco relativo.

Mas, ainda assim, há vários múltiplos que se pode utilizar no processo de seleção, desde o tradicional P/L até o moderno e inadequado FV/EBITDA. O objetivo aqui é explicar este novo múltiplo e avaliar o seu poder de seleção.

Fórmula de cálculo:

FV/EBITDA

FV = Firm Value (Valor da Empresa) =
Market Capitalization + Net Debt
(Valor de Mercado + Dívida Líquida)

Conceituação:

O FV/EBITDA foi concebido como ferramenta de uso para analistas e administradores de portfólios globais, que necessitavam comparar múltiplos entre vários mercados emergentes, sujeitos a diferentes conjunturas de taxas de juros das respectivas economias, diferentes alíquotas de impostos sobre o lucro e com diferentes critérios de depreciação e amortização.

A maneira de resolver tais diferenças foi substituir o Lucro (utilizado no múltiplo P/L) pelo EBITDA (utilizado no múltiplo FV/EBITDA), uma vez que este não leva em conta aquelas variáveis acima mencionadas.

“O valor que pode ser atribuído ao EBITDA é como ferramenta acessória para ser utilizada em conjunto com outros indicadores e restrita a determinados tipos de empresas ou a empresas em determinadas situações.”

Mas, para poder utilizar o EBITDA no lugar do Lucro, era preciso acrescentar algo ao valor da empresa (preço da ação multiplicado pelo número de ações emitidas) a fim de que a lógica do múltiplo não se perdesse. E, assim, como o EBITDA desconsidera os juros dos empréstimos fornecidos por bancos, somou-se ao valor de mercado (capital próprio) o valor líquido da dívida com bancos (capital de terceiros). Deve-se notar que a palavra bancos, aqui, tem um significado mais amplo, envolvendo também aplicadores em títulos de dívida emitidos pela companhia, órgãos de fomento fornecedores de recursos e outros financiadores.

O indicador (FV/EBITDA) opera com valores projetados, a exemplo do P/L e de todos os indicadores de seleção. Se quero comprar uma ação hoje, só me interessa o passado como base para projetar o futuro (período em que realmente estarei sendo sócio da empresa, recebendo seus

dividendos e aferindo os ganhos de capital). O que passou, na realidade, não interessa mais.

Poder de seleção:

É inegável que o indicador FV/EBITDA pode produzir bons resultados no processo de seleção de ações e que passou a ser superior ao P/L a partir de 2000, ano em que o uso do indicador se consagrou no mercado. Mas isso pode ser sinal de “profecia auto-realizável”, ou seja, se todos no mercado pensam da mesma forma, ainda que pensem errado, as ações vistas como melhores subirão mais do que as demais, mesmo que não sejam melhores. Não é por coincidência que esse período tenha se caracterizado por uma perda de “tecnismo” pelo mercado, pelo aumento da volatilidade e prevalência da especulação, até que a bolha da Nasdaq estourasse e isso deixe em dúvida a qualidade do EBITDA como indicador na construção de múltiplos.

Conclusões

O valor que pode ser atribuído ao EBITDA é como ferramenta acessória para ser utilizada em conjunto com outros indicadores e restrita a determinados tipos de empresas ou a empresas em determinadas situações.

É preciso ter-se muito claramente que EBITDA não é Geração Operacional de Caixa e não a substitui no fluxo de caixa. Sua aplicação a empresas pré-falimentares faz sentido, porque nessa situação a empresa se vê forçada a suspender investimentos, podendo considerar a depreciação como um recurso disponível; caso contrário, a depreciação é um valor necessário para cobrir investimentos na renovação necessária dos ativos da empresa. Para companhias formadas por ativos de longa vida útil, é possível lançar mão da depreciação, momentaneamente, num curto período de tempo, como se fosse recurso de caixa disponível para outra finalidade qualquer; mesmo assim, tal atitude não pode perdurar e haverá necessidade de se repor no futuro os recursos assim utilizados.

Há certo abuso no uso do EBITDA como indicador isolado, tanto por analistas quanto por companhias. Para se ter uma melhor avaliação da companhia, o *Free Cash Flow* é uma métrica superior ao EBITDA e deve ser preferido a este, embora também em conjunto com outros indicadores complementares.



(*) RUBENS MARÇAL é consultor da FIRB – Financial Investor Relations Brasil. (E-mail: rubens.marcal@firb.com)

INOVAÇÃO EM CONSULTORIA E INTELIGÊNCIA DE MERCADO

A FIRB - Financial Investor Relations Brasil, líder de mercado na área de consultoria de Relações com Investidores, desenvolve e implementa estratégias de comunicação, que visam obter valorização justa das ações, aumentar a liquidez e reduzir o custo de capital das companhias. A FIRB está associada à FRB-Financial Relations Board, unidade da Interpublic, uma das maiores organizações de comunicação do mundo, com ações negociadas na NYSE. E também utiliza o banco de dados da Thomson Financial.



EBITDA

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

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

por Oscar Malvessi*

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

Do lado do investidor, as empresas de investimento de capital de risco, como as de *venture capital* e *equity funds* usam o EBITDA como base de múltiplos para comparação entre empresas e nas que investem podem exigir metas de EBITDA a ser alcançado. Corretoras calculam o múltiplo FV/EBITDA (valor de mercado acrescido do endividamento líquido dividido pelo EBITDA), como um importante indicador financeiro em decisões de compra e/ou aplicações em ações.

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



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

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

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

realidade subjacente aos indicadores que cercam o EBITDA.

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

Estratificamos essa amostra e consideramos somente as 22 empresas privadas de capital aberto que obtiveram EBITDA médio, no período, superior a R\$ 300 milhões. É importante salientar que utilizamos em nossas análises somente valores em moeda de poder aquisitivo constante, porque, ao contrário, se utilizássemos os valores nominais como foram publicados, seria impossível comparar e avaliar tecnicamente valores de períodos diferentes, mas tratados como se iguais fossem.

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

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

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

1. Variação da relação média entre

Investimentos em Imobilizados e a Depreciação: encontramos uma variação em torno de 120% nos dois períodos analisados. Essa relação demonstra a representatividade dos reinvestimentos feitos, ou seja, não dá para desprezar o montante dos investimentos quando comparados com o valor da depreciação, uma vez que é muito relevante e expressivo o valor de investido em imobilizado. Da amostra, são poucas as empresas que desinvestiram e/ou investiram índices inferiores a 50%;

2. A relação entre a Depreciação e o EBITDA: observamos que o índice

médio foi de 41% no período 95/00 e de 28% no período 2000/2003, ou seja, como ficou demonstrado na relação anterior, na realidade as empresas investem em imobilizados proporcionalmente mais do que consomem ou registram, portanto, novamente a evidência encontrada demonstra a fragilidade do uso do EBITDA como fluxo de caixa bruto do negócio ou como indicador de melhoria de resultados;

3. A relação média dos Investimentos em Imobilizados comparados com o EBITDA: o comportamento do índice

foi de 90% no período 95/00 e de 60% no período 2000/2003, ou seja, o saldo da geração bruta de caixa na realidade foi de somente 10% no primeiro período e de 40% no segundo. E se considerássemos nesse cálculo o impacto do Imposto de Renda Operacional desembolsado e a necessidade de capital de giro, será que a geração seria positiva?.

Portanto, embora a empresa possa apresentar crescimento do EBITDA em termos absolutos ou comparativamente à receita, as relações ficam alteradas devido a necessidades de capital (fixo e de giro), sugerindo reflexão e muita cautela com o uso do indicador EBITDA. Dessa amostra somente 5 empresas investiram até a metade destas relações;

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

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

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

Além dessa variável importante não se concretizar, é importante mencionar que a remuneração variável dos gestores vinculada ao EBITDA não contempla fatores fundamentais do desempenho econômico-financeiro do negócio, fatores abordados de maneira integrada na metodologia de Criação de Valor ou **VEC²**. Servem de exemplo, a vinculação do uso do capital empregado na atividade, o custo de oportunidade do acionista, o impacto do custo do capital no resultado obtido e a integração dos dirigentes e gestores aos princípios da meritocracia. Como resultado do uso generalizado do EBITDA na prática temos: levar as empresas que o adotam a distribuir resultados que não representam geração de valor mas lucro e que pode estar destruindo a riqueza dos acionistas. Outros fatores importantes são que o EBITDA ignora o capital empregado na atividade, o seu custo, assim como despreza os gastos do imposto de renda.

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

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

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

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

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



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

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



CÁLCULO DO EBITDA GERA POLÊMICA NO MERCADO

Um dos mais importantes indicadores de geração de caixa usado pelos analistas para medir o desempenho das companhias abertas, o EBITDA está sendo questionado no mercado financeiro.

Por Ana Borges

O EBITDA (*ou LAJIDA*) divulgado pelas empresas não é calculado apenas de uma forma, o que dificulta a comparação dos resultados entre os balanços. Ao mesmo tempo, não é visto como medida suficiente para dar a indicação de compra ou venda do papel.

Preocupada com a forma que a medida vem sendo utilizada, a APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais enviou uma carta aos associados. O objetivo da pesquisa é levantar quais seriam os itens a serem considerados no cálculo do EBITDA e de que forma as companhias deveriam apresentar o indicador. A idéia é que as opiniões possam contribuir para a construção de padrões a serem seguidos pelas companhias abertas na elaboração e divulgação do indicador, de forma a tornar a informação comparável e mais facilmente identificável e comprehensível pelo leitor das demonstrações financeiras.

“Em recente discussão na Comissão Consultiva de Normas Contábeis da CVM sobre a divulgação de medições não contábeis, apurou-se que a informação 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 os outros números da Demonstração de Resultado, além de não ser comparável”, alerta a carta da APIMEC, que está representada, por dois membros, na Comissão.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as empresas podem divulgar informações extras, que não estão previstas nas normas contábeis. “O investidor não pode ser confundido, pois cada um acaba divulgando o EBITDA de forma a ser favo-



rcido e a informação acaba sendo enviesada”, diz o inspetor da Superintendência de Normas Contábeis da CVM, Wagner de Aquino. O mais indicado nesse caso é explicar a maneira como o indicador foi obtido. “O ofício circular da CVM deste ano deve sair com a revisão deste assunto que ainda é difícil para as companhias brasileiras”, avisa.

O diretor técnico da APIMEC, Reginaldo Alexandre, explica que a forma de calcular o EBITDA não deve ser engessada, mas tornar a fórmula como foi buscada mais clara. “A idéia é estabelecer parâmetros mínimos de cálculo”, afirma. Segundo Alexandre o EBITDA é uma informação essencial para os analistas, mas não deve ser considerado sozinho na análise. “É a primeira medida de geração de caixa bruta”, define.

Com 20 anos trabalhando no mercado financeiro, o superintendente de Renda Variável do Banif Primus, Nami Neneas, defende o uso do EBITDA. “Fui um dos primeiros a usar no Brasil. É um bom indicador, mas não é possível analisar a empresa olhando só para isso, mas para a conjuntura toda”, pondera. Os analistas do Banif costumam olhar o EBITDA para estabelecer o preço alvo das ações das companhias negociadas na Bolsa.

Do lado negativo, o professor do departamento de contabilidade finanças e controle da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e consultor da GV Consulte, Ricardo Dellape, lembra que o EBITDA é considerado um indicador de geração de caixa de curto prazo e não considera os impostos (IR), a necessidade de investimento em capital de giro e nem a estrutura financeira. “Isoladamente o EBITDA não significa muito em termos de rentabilidade. O que importa é a geração de valor para acionista”, ressalta. Um dos dados relevantes na análise é o que foi investido para que a companhia conseguisse gerar o EBITDA.

Dellape complementa que a análise deve abranger se a empresa está realmente dando retorno ou não. Isso só é possível se for comparado o fluxo de caixa com a quantidade de investimentos. “As empresas mais capital intensivas precisam investir mais para gerar caixa”, lembra. Assim, apesar de duas empresas terem o mesmo EBITDA, uma pode ser mais interessante ao investidor que a outra. Isso porque o investimento da primeira foi maior do que a segunda para obter a mesma geração de caixa.

“As companhias bem sucedidas são aquelas que conseguem obter retorno sobre o capital investido. O EBITDA é uma parte e não

vai dizer que a empresa está gerando valor, pois a companhia pode estar ganhando menos do que investe. Esse conceito está sendo aplicado em várias empresas”, observa Dellape. Nos exemplos de empresas que estão adotando este conceito encontram-se o grupo Votorantim, a CPFL e a Companhia Vale do Rio Doce. Dentre os setores vistos como positivos na geração está o de minério e o financeiro. Este último é conhecido pela eficiência na aplicação do capital.

Apesar das críticas, o EBITDA ainda deverá continuar sendo utilizado como importante referência no mercado. A padronização da forma de cálculo, entretanto, também é motivo de polêmica. Na avaliação do presidente do IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores e superintendente de RI do Itaú, Geraldo Soares, a padronização é sempre positiva para o mercado financeiro. “Isso contribui para a transparência, o que é bom. As empresas podem até divulgar junto outra forma, mas é preciso que haja comparabilidade”, destaca.

O gerente de RI da ALL, Rodrigo Campos, acredita que, com a padronização, perde-se a especificidade do balanço da companhia. “O EBITDA é um importante indicador, mas deve ficar claro o cálculo utilizado para dar transparência. Não é necessária a uniformização, pois assim as particularidades do negócio serão perdidas”, explica.

No mercado existem os mais variados índices para avaliação das companhias. José Marcos Treiger, da área de RI da Braskem, lembra que não são as empresas que devem escolher os indicadores e sim os analistas. “O EBITDA é interessante porque consiste em uma leitura rápida das linhas de demonstração de resultado. Mesmo que a empresa não tenha fluxo de caixa aberto, esta é uma forma de obter a geração de caixa aproximada”, ressalta. Treiger é contra o engessamento do cálculo e também defende a transparência da forma como o EBITDA é obtido. “Pode haver um consenso, uma recomendação e, se a empresa se desviar, explique as razões”, defende.

Na definição do vice-presidente de finanças da Energias do Brasil - EDP, Antonio José Sellare, o EBITDA é uma referência imediata da situação da empresa. “Dá uma idéia imediata do valor da empresa, mas de forma simplificada. Não é definitivo”, ressalta. O ideal, entretanto, é a partir do EBITDA buscar uma análise mais detalhada. Na Cemig, o cálculo do indicador é feito de forma imediata. “Não fazemos ajustes para não ingressarmos na polêmica”, destaca o superintendente de Relações com Investidores da estatal, Luiz Fernando Rolla. ■

CELEUMA CONTÁBIL



CELEUMAS CONTÁBEIS

Na última sondagem realizada numa parceria entre a FGV e a prestigiada revista IR Magazine (*Estudo de Percepção do Investidor, Brasil 2005*), para selecionar as empresas vencedoras da edição 2005 do IR Magazine Brazil Awards, um dado é instigante. Quando perguntadas sobre qual o método mais utilizado para avaliar a atratividade de uma empresa - numa escala de freqüência relativa – 89% das empresas participantes responderam que era o fluxo de caixa descontado. E em segundo lugar veio a razão Valor da Empresa (FV) sobre o EBITDA (que trata-se de um fluxo de caixa descontado *ma non troppo*). O fluxo de caixa livre (variação sobre o tema) chegou em quarto lugar.

por Fernando G. Carneiro*

Nada mais natural. Esse tipo de prática e mensuração é unanimidade mundial, e olhar para a receita líquida só na hora dos famosos *earnings releases* trimestrais para ver quanto sobrou por ação. Mas há pessoas que ainda acreditam que a reunião sem exceção de todos os cordeiros só ocorre na hora do abate ou da raspagem de lá. Há perigos exatamente na ampla margem do que vai ser descontado do fluxo de caixa ou não. A latitude para as empresas ainda é grande, e visando a minimização de riscos, temos que estar atentos a vários itens contábeis. Hoje em dia temos analistas com excepcional capacidade técnica que questionam o que certas empresas varrem para debaixo do tapete.

Primeiro é necessário um pouco de histórico para ver como surgiu tal fenômeno. O porque dessa escolha. Nada mais natural do que ver o quanto a empresa tem em caixa. Realmente é um barômetro que aponta para um forte teor ou plausibilidade de atratividade da empresa. Mas as vezes o fluxo de caixa, por ignorar precisamente despesas com capital (Capex) pode ter o seu equivalente no cotidiano de uma pessoa física. Ou seja, seria o seu fluxo de caixa (saldo bancário) contando com o equivalente aos fundos de um cheque especial.

Essa escolha pelo EBITDA nos remete aos anos oitenta quando os EUA viveram o advento da instalação da infra-estrutura de cabos para as TVs. Esse setor acreditava que esses novos ativos estariam na realidade mantendo um valor constante, e não deveriam ser contabilizados como todo ativo tangível que deprecia ao longo do tempo. Daí acharem que o EBITDA era uma medida apropriada para tais empresas, exclusive tocando na depreciação, um ponto crítico. O vírus contábil espalhou-se, outros setores abraçaram tal medida, tanto que EBITDA virou sinônimo de fluxo de caixa. Nascia o aleijão.

O resto são favas contadas. A Worldcom por exemplo, categorizou U\$ 7 bilhões de despesas operacionais como Capex. Então a receita líquida da empresa estava superfaturada pois despesas operacionais foram “depreciadas” em escala anual, em vez de serem contabilizadas quando ocorreram. Vale lembrar que o nome já diz tudo, EBITDA é o caixa antes da depreciação.

O fluxo de caixa livre já passa a ser uma fonte mais confiável, mas ainda assim certas empresas excluem depreciação e Capex sub-repticiamente de tal medida. Mas no fim das contas, como bem diz o ex-CEO da Viacom, gigante da mídia americana, o fluxo de caixa livre mostra “quanto dinheiro a empresa possui para amortizar dívidas, iniciar aquisições ou programas de recompra de ações.”

Alguma criatividade foi tentada ainda há pouco. Em 2003, a empresa USA Interactive anunciou planos, de acordo com uma matéria do Wall Street Journal, de calcular uma “receita líquida de caixa” e dar maior importância a tal métrica se comparada a EBITDA. Esse cálculo excluiria a contabilização de planos de opção de compra de ações e amortização de não-tangíveis. Ainda que tal amortização tenha seus méritos, a primeira proposta é o cúmulo da leviandade, um crime perpetrado pelo Vale do Silício. Como é que a outorga de uma opção que é precificada no mercado não é considerada uma despesa? Certamente o diferencial gerado na hora da realização da compra da opção não vai para o caixa da empresa e sim para o bolso do abonado que recebeu tal “stock option”. Em tempo: A USA Interactive falhou.

Assim que o EBITDA tornou-se muito atraente para empresas com altas despesas de capital. E realmente tem uma certa valia e vantagem para analistas de *corporate finance* e de fusões e aquisições. Vale a pena examiná-lo em outra época, os anos noventa. Um exemplo claro é o da gigantesca Nextel na virada do decênio que se foi. Em 1999, a empresa teve um prejuízo total de U\$ 1.5 bilhões e um EBITDA de U\$ 698 milhões. Se olharmos para o mesmo número em 1998, observamos um EBITDA de U\$ 99 milhões. Ou seja, qualquer investidor pode ver, como diz Richard McCaffery do Motley Fool, que a empresa estava aumentando suas vendas de forma agressiva e que estava gerando mais receita. Mas gerar bem não é necessariamente gerir bem.

Sempre há o outro lado da moeda, literalmente. Como podemos ver com o exemplo de outra grande empresa, em outra

época, a então portentosa AT&T. Em 1998, seu EBITDA foi de U\$ 13.5 bilhões, só que o Capex ficou em U\$ 12.5 bilhões. Assim, quem olhou só para o EBITDA foi o equivalente ao voyeur que compra a revista Playboy para ver modelos vestidas de terno e gravata.

O guru Warren Buffet sempre preconizou enfilar Capex no EBITDA – ou qualquer medida de fluxo de caixa – para os que gostam desse tipo de mensuração.



“No fim das contas, literalmente, os americanos sempre usaram a expressão de que querem ver o bottom-line de uma empresa. E a expressão advém precisamente da última linha dos demonstrativos financeiros, ou seja o lucro líquido. O quanto sobrou depois de toda a receita ser esquartejada. Claro que isso é num dado momento da empresa e é imprescindível ficar de olho no fluxo de caixa, ou EBITDA. Mas se guiar só por ele, ou dar esse valor todo, principalmente em empresas de setores maduros, não é recomendável. Melhor se preocupar com o bom e velho bottom-line.”

Que também não inclui necessariamente pagamento de dívidas, capital de giro e variações de métodos contábeis. E aponta para algo mais sério, chamar EBITDA de fluxo de caixa não cola pois certos itens do fluxo de caixa não passam pelo crivo de itens do balancete. O fluxo de caixa livre é mais interessante e ganha mais adeptos, mas não conta com amortizações de dívidas. Melhor ainda a boa e velha receita operacional de onde se tosquiam itens importantes.

E para empresas com risco sistêmico de potenciais encrencas contábeis, o analista deve começar a olhar para outras razões como a dívida sobre patrimônio líquido. Tanto a K-Mart como a Enron estavam com a razão D/PM variando de 0.8 a 1.4 numa escala que vai até 1.0. Um maior escrutínio a priori já daria para soar o alarme. Ainda assim a lupa deve sempre estar próxima, mesmo olhando para razões como dívida sobre receita ou a já mencionada. A Bethlehem Steel antes da concordata tinha em seu balancete U\$ 853 milhões de dívidas de longo-prazo.

Mas lá também tinha U\$ 2.6 bilhões eufemisticamente batizados de “passivos adicionais”. Assim é de doer de rir.

No fim das contas, literalmente, os americanos sempre usaram a expressão de que querem ver o *bottom-line* de uma empresa. E a expressão advém precisamente da última linha dos demonstrativos financeiros, ou seja o lucro líquido. O quanto sobrou depois de toda a receita ser esquartejada. Claro que isso é num dado momento da empresa e é imprescindível ficar de olho no fluxo de caixa, ou EBITDA. Mas se guiar só por ele, ou dar esse valor todo, principalmente em empresas de setores maduros, não é recomendável. Melhor se preocupar com o bom e velho *bottom-line*.



(*) FERNANDO G. CARNEIRO é analista de governança, e ex-diretor de parcerias estratégicas da ISS – Institutional Shareholder Services. (E-mail: fernandocrn@yahoo.com)