

Razões para uso do Ebitda por profissionais de mercado: uma contribuição prática

128

VINÍCIUS JOSÉ RIBEIRO DE CARVALHO *Mestre em Ciências Contábeis (Controladoria Empresarial) pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM). E-mail: vinicius.carvalho@gmail.com*

RESUMO

O presente estudo busca entender a utilização do *earnings before interest taxes, depreciation and amortization* (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização – Ebitda) por profissionais atuantes no mercado profissional brasileiro. Ao longo dos anos, a comunidade acadêmica e profissional, assim como diversos órgãos reguladores e normatizadores, levantaram uma série de críticas e ponderações significativas quanto ao seu uso. Os resultados apontam que os profissionais da amostra continuam utilizando o Ebitda em seu dia a dia, principalmente pela facilidade de uso e de cálculo, além de entenderem que esta ferramenta é uma boa medida de desempenho operacional. Aponta também que o utilizam por causa da falta de um bom *proxy* para fluxo de caixa que tenha custo-benefício de utilização semelhante. Por fim, identificamos que uma das prováveis razões para sua utilização de forma tão disseminada reside no Isomorfismo Mimético, conforme analisado pela Nova Sociologia Institucional, ou Neoinstitucionalismo.

PALAVRAS-CHAVE

Ebitda. *Valuation*. Finanças. BR GAAP. Teoria institucional.

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Nos últimos anos, com a sofisticação dos mercados de capitais e a difusão de práticas contábeis mais uniformes ao redor do mundo, muito tem se

falado a respeito do Ebitda e do seu uso como ferramenta de avaliação da *performance* operacional e/ou da sua proximidade à geração de caixa operacional de uma empresa.

O Ebitda não possui definição conceitual aceita na teoria contábil. No entanto, tornou-se conhecido e ganhou notoriedade no mercado norte-americano na década de 1970, e vem tendo seu uso cada vez mais difundido desde então. No início, era utilizado por analistas como uma medida temporária para avaliar o tempo que seria necessário para que uma empresa, com grande volume de investimento em infraestrutura e ativos imobilizados, viesse a prosperar sob uma perspectiva de longo prazo. Ao excluir os juros dos recursos financiados e somando-se a depreciação dos ativos, os investidores conseguiam projetar uma medida de *performance* futura da empresa, considerando apenas a atividade operacional (ZAFFANI, 2012).

Uma das razões pelas quais talvez tenha se popularizado no mundo financeiro em larga escala seja em virtude da facilidade de seu cálculo e de sua operacionalização em modelos de avaliação. Este uso extensivo e amplamente disseminado, em contrapartida, chega a ser criticado por alguns profissionais, que elegem até mesmo razões para sua não utilização, conforme estudo de Gavin (2011).

Em um artigo para a revista *Computer World*, McDonnell (2001), cita Fred Hickley, editor do periódico *The High Tech Strategist*, no qual ele comenta que o Ebitda “é uma fraude perpetrada em nós por Wall Street, é uma piada”.

Na mesma direção, o trabalho de Francis, Schipper e Vincent (2003, p. 159), conclui que o “[...] lucro líquido supera o fluxo de caixa operacional e o EBITDA para explicar retornos em segmentos onde o lucro líquido é a métrica preferida de análise de retornos. Entretanto, nem o fluxo de caixa operacional nem o EBITDA superam o lucro líquido em segmentos onde os mesmos são as métricas preferidas”.

Sendo assim, apesar de polêmico, por que é tão popular e tão utilizado pela comunidade financeira ao redor do mundo? É o que este trabalho tenta ajudar a entender.

No Brasil, a diversidade e as diferenças de critérios percebidos na sua utilização chegou a tal ponto que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em uma tentativa clara de normatizar o tema, editou a Instrução CVM n. 527, de 4 de outubro de 2012, que define como as companhias abertas brasileiras devem apresentar o mesmo em suas divulgações de resultado.

A iniciativa não foi continuada pelos órgãos da profissão contábil no Brasil (Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, Conselho Federal de Contabilidade – CFC, Instituto dos Auditores Independentes – Ibracon), no sentido de avançar na discussão teórica acerca da natureza do Ebitda.

Em razão da popularidade do Ebitda como ferramenta de análise, e da tentativa de vincular o mesmo à geração de caixa das empresas, torna-se fundamental uma análise ampla, carente na literatura contábil brasileira, sobre como e por que os praticantes de mercado vêm utilizando esta importante *proxy*. Apesar de muito utilizado, muito pouco vem sendo produzido de forma científica sobre o tema.

Dessa forma, este trabalho busca entender como o Ebitda vem sendo empregado por profissionais atuantes no mercado brasileiro e as razões práticas de sua utilização, tendo como objetivo secundário colher percepções gerais acerca do uso do Ebitda, e se existem profissionais que utilizam outras métricas como equivalente à geração de caixa, além de contribuir com futuras oportunidades de pesquisa.

REFERENCIAL TEÓRICO

ESTUDOS ANTECEDENTES

Este trabalho possui arcabouço teórico por essência baseado nas Práticas Contábeis Geralmente Aceitas no Brasil (BR GAAP), atualmente, sem grandes diferenças para as Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS). Apesar de o Ebitda não ser normatizado ou definido na teoria contábil contemporânea, possui todos os itens de seu cálculo baseados em itens claramente definidos na mesma.

Como é muito usado por profissionais ligados a investimentos e mercado de capitais, é relevante também utilizar como referencial teórico toda a

teoria financeira por trás das técnicas de avaliação de empresas (*valuation*) que, em última instância, remonta à construção da teoria moderna de finanças e da hipótese de mercado eficiente (MODIGLIANI; MILLER, 1958) e ao modelo de Ohlson (2001).

Entretanto, o Ebitda não é destacado nos clássicos de finanças e contabilidade que, quando muito, se limitam a mencionar e explicar seu cálculo. Ainda, além de definir, pouco se fala sobre o indicador e muitos autores nem mesmo o citam (FREZATTI; AGUIAR, 2007, p. 13).

Na Instrução de Comissão de Valores Mobiliários n. 527 (2012), o órgão regulador reitera que, caso as empresas listadas queiram realizar a apresentação voluntária do Ebitda, o mesmo “deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis”. Ou seja, já determinando que a demonstração do fluxo de caixa (direto ou indireto) é a métrica aceita pela norma contábil, destacando mais uma vez o caráter contraditório entre o que é aceito pela prática contábil e a prática diária dos profissionais que lidam com o tema.

O CPC 03 (2014) define fluxos de caixa de forma simplória, mas que escondem certa complexidade, como as “entradas e saídas de caixa e equivalentes de caixa”, e que a demonstração dos fluxos de caixa “deve apresentar os fluxos de caixa do período classificados por atividades operacionais, de investimento e de financiamento”.

Segundo a Instrução de Comissão de Valores Mobiliários n. 527 (2012), é possível divulgar o Ebitda levando em conta o impacto da exclusão de resultados líquidos de operações descontinuadas, considerando a definição de operações descontinuadas do CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada, assim como outros itens “que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa”. Caso os itens acima sejam ajustados ao Ebitda, o mesmo deverá passar a se chamar Ebitda “ajustado”.

Apesar de menos recente e, provavelmente, fonte conceitual da Instrução CVM n. 527, o órgão regulador do mercado de capitais norte-americano

foi além em 2003 quando emitiu a *Final Rule – Conditions for Use of Non – GAAP Financial Measures* (“Condições para o uso de métricas financeiras não contábeis”), ou *Regulation G* e adendos ao item 10(e) da *Regulation S-K*. Muito mais abrangente, extenso e detalhado que o equivalente brasileiro, com algumas diferenças conceituais.

Em se tratando de modelos de avaliação de empresas, existem diversas técnicas para se chegar ao valor do ativo, que vão desde modelos de dividendos descontados, fluxos de caixa descontados, avaliação pelo custo de capital e avaliação pelos retornos em excesso, para citar algumas. Com relação aos fluxos de caixa descontados, apesar de possuírem alguns componentes em comum no cálculo, diferem conceitualmente do Ebitda.

Em se tratando da avaliação relativa, Damodaran (2007, p. 210) sugere três medidas objetivas para comparações com variáveis de lucros operacionais: Ebitda, *Earnings Before Interest and Taxes* (Ebit) e *Net Operating After Taxes* (Nopat). As técnicas de avaliação relativa são bastante diferentes dos modelos de avaliação por fluxos de caixa descontados. Existem também comparações com múltiplos de *earned value* (EV) e múltiplos de patrimônio líquido como o *price to earnings* (P/E) e o *price to book value* (P/BV).

Na avaliação relativa, existe uma dose considerável de subjetividade nas principais escolhas a serem feitas pelo analista, e é importante que se sigam alguns princípios de avaliação, como o da consistência e o da uniformidade.

A popularidade do Ebitda ajudou também a popularização de modelos de avaliação relativa utilizando o mesmo como base de comparação. Damodaran (2007, p. 164) cita com propriedade alguns motivos para esta popularização, que podem também ser armadilhas em potencial especialmente em avaliações relativas, tais como:

- o uso de múltiplos e comparáveis demanda menos tempo e recursos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado;
- é mais fácil de vender. Em razão da popularização de seus componentes e facilidade de uso, é mais fácil vender uma avaliação relativa do que

uma de fluxo de caixa descontado, especialmente quando se trabalha com escassez de tempo;

- é mais fácil de defender. As avaliações de fluxo de caixa descontado possuem premissas muitas vezes complexas e de difícil entendimento, ao contrário da avaliação relativa que, muitas vezes, possui cálculo simples e objetivo, e anda junto com o mercado;
- imperativos de mercado. Uma vez que avaliações relativas tentam medir o valor relativo e não o valor intrínseco, é mais provável que a avaliação relativa irá produzir indicadores mais próximos aos de mercado, independentemente de este ser ou não apropriado, o que se traduz em uma série de consequências.

Ainda, se tomarmos como base múltiplos de Ebitda e Ebit, poderemos criar uma distorção no caso de empresas que tenham alíquotas de impostos sobre a renda muito elevadas (um dos problemas em se fazer análise relativa de empresas na Europa, cujos países possuem alíquotas bastante distintas).

Damodaran (2007, p. 212) faz uma reflexão crítica acerca do uso de múltiplos do Ebitda, considerando tanto o aspecto positivo quanto o negativo:

[...] Uma regra prática usada em aquisições e administração de carteiras de investimentos é que empresas negociadas a menos que sete vezes o EBITDA são baratas. O fato de que há quase 1.500 empresas nos Estados Unidos negociadas a menos que sete vezes o EBITDA deveria lançar dúvida sobre essa regra prática.

[...] Poucas empresas apresentam EBITDA negativo em comparação com a apresentação de lucros por ações negativos ou lucro líquido negativo. Considerando-se que não podem ser calculados múltiplos de lucros para essas empresas, há menos potencial para distorções com múltiplos de EBITDA do que com razões de P/L. Isso se aplica especialmente a empresas em setores de infra-estrutura (telecomunicações, transmissão a cabo e celulares), em que a depreciação é um item pesado de despesa [...].

Seguindo o exemplo de Ebitda em empresas de infraestrutura comentado por Damodaran, acima, o que seria uma das vocações do Ebitda por causa da alta carga de investimentos em ativos fixos e, conseqüentemente, a depreciação elevada que estas empresas apresentam, Frezatti e Aguiar (2007, p. 7), em sua análise do uso interno do Ebitda (controle gerencial) em empresas de telefonia celular no Brasil, concluem que o indicador que “[...] além de não atender as finalidades a que se destina, em termos de refletir a geração de caixa operacional, não proporciona indicações adequadas para que os gestores possam se posicionar no gerenciamento das empresas [...]”, e sugerem a utilização de outros indicadores, como o *Economic Value Added* (EVA), o *Return on Equity* (ROE) e o próprio fluxo de caixa da empresa.

À conclusão semelhante chegou Maeda, Maciel e Gervasoni (2010, p. 1), ao analisarem o Ebitda da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras): “[...] os resultados obtidos sugerem que o Ebitda na Petrobras não é um indicador calculado de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, ou seja, não é utilizado para avaliar a efetividade do negócio e o desempenho operacional da entidade e, possivelmente, pode não servir como base de comparação com o mesmo nome, apresentado por outras empresas”.

Cohen (2010, p. 66), em sua pesquisa relacionada à utilidade do Ebitda como indicador de desempenho no setor imobiliário brasileiro, conclui que o mesmo tem baixa utilidade para precificação de empresa, mensuração de desempenho operacional e de caixa. Adicionalmente, conclui também que o Ebitda não é indicador de fluxo de caixa para empresas inseridas neste setor, mas continua recomendando sua divulgação em virtude da utilização por participantes do mercado.

No mesmo estudo de Cohen (2010, p. 67), no que tange às razões que justificam o uso do Ebitda por parte dos profissionais no setor de incorporação imobiliária brasileiro, “considerando que: 1. 50% concordam que é pelo fato de o Ebitda ser uma prática reconhecida; 2. 56% concordam que é por ser um indicador reconhecido mundialmente; e 3. 53% concordam que é pelo fato de outros profissionais adotarem [...]”, a conclusão foi a de que é o isomorfismo mimético, definido pela teoria institucional, o agente difusor do uso do

Ebitda por profissionais do setor imobiliário brasileiro, admitindo que aspectos comportamentais e sociológicos podem influenciar decisões dos agentes de mercado. Chegamos a uma conclusão similar em nosso trabalho.

Stumpp et at. (2000, p. 1) admitem que o Ebitda seria melhor utilizado quando se tratasse de empresas com ativos de ciclos longos, como as empresas de infraestrutura, contrariando o resultado de alguns trabalhos conforme exposto anteriormente. Apesar disso, alertam que além de poder ser facilmente manipulado mediante políticas contábeis agressivas ou ajustes “pró-forma”, em sua visão possui dez falhas críticas:

- ignora alterações no capital de giro e superestima o fluxo de caixa em períodos de crescimento do capital de giro;
- o Ebitda pode ser um enganoso indicador de liquidez;
- não considera reinvestimento necessário na operação;
- não diz nada sobre a qualidade do resultado;
- é uma medida inadequada para comparar múltiplos de aquisições;
- ignora as diferenças na qualidade do fluxo de caixa resultante de diferentes políticas contábeis: nem todas as receitas possuem efeito caixa;
- não é um denominador comum para convenções contábeis internacionais;
- oferece proteção limitada quando se trata de *covenants*;
- pode se descolar da realidade;
- não é recomendado para análise de muitos segmentos econômicos, pois ignora suas características específicas.

TEORIA

Um outro aspecto importante que deve ser mencionado em virtude da conclusão de nosso trabalho é o cunho institucional da utilização do Ebitda. Em ambientes organizacionais estruturados, que é o caso das áreas de atuação dos profissionais entrevistados, onde esforços são feitos para lidar racionalmente com a incerteza e assimetria, muitas vezes, levam, no agregado, à homogeneidade de estrutura, cultura e produção (DIMAGGIO; POWELL, 1983, p. 147).

Isso vai de encontro à Nova Sociologia Institucional, ou Neoinstitucionalismo, que “estuda como o ambiente institucional, composto de crenças, tradições e necessidade de legitimidade afeta o comportamento das organizações” (FREZATTI et al., 2009, p. 233), ou seja, os profissionais da amostra estariam diretamente enquadrados no conceito, “adotando determinadas práticas como formas de legitimação, e não prioritariamente por razões econômicas” (OYADOMARI et al., 2008, p. 56).

Esta tendência de as organizações se assemelharem em virtude das pressões relacionadas ao ambiente externo é denominada isomorfismo (FREZATTI et al., 2009, p. 233), que pode ser de três tipos, segundo Dimaggio e Powell (1983, p. 150):

- coercitivo, em que o isomorfismo é derivado de influências políticas e problemas de legitimidade;
- mimético, que geralmente resulta de respostas padrão às incertezas, com cópia de padrões e processos;
- normativo, associado à profissionalização e expectativas de organizações profissionais e outros.

Entendemos que, considerando o objeto de estudo deste trabalho, a utilização do Ebitda pelos profissionais da amostra teria forte cunho mimético, por causa da característica deste tipo de isomorfismo de copiar padrões e processos que não necessariamente possuam vantagem econômica em sua utilização, que é o caso de seu uso, pois se trata de uma métrica de trabalho ou técnica para auxílio à tomada de decisão. O trabalho de Cohen (2010, p. 67) conclui nesta direção quanto à utilização do Ebitda no setor de incorporação imobiliária.

MÉTODO DE PESQUISA

Este trabalho possui natureza qualitativa e exploratória, pois se trata de um tema pouco explorado no Brasil, além de nos permitir contribuir para o

mesmo de forma mais relevante e objetiva, também lançando bases para pesquisas futuras com enfoque explicativo e quantitativo.

Adotar um enfoque qualitativo, aliado à análise de conteúdo, nos permite ainda poder destacar ou detectar características eventualmente não observadas por meio de um estudo quantitativo em razão das características do mesmo.

Para coleta dos dados, utilizamos o recurso de entrevistas individuais semiestruturadas, gravadas com gravador digital e com amostra de cinco executivos de destaque que atuam no mercado de capitais brasileiro e/ou que possuam funções em finanças onde tenham que deparar em seu cotidiano com tomada de decisões e com a utilização ou análise do Ebitda de forma relevante, seja como forma de medir a *performance* empresarial ou operacional de uma empresa, ou como meio de estimar o valor de uma empresa para fins relacionados a investimentos.

QUADRO 1 – BACKGROUND DOS PROFISSIONAIS DA AMOSTRA

Executivo	Posição atual	Experiência (anos)
P1	Senior Vice-Presidente de um <i>private equity</i> americano global com atuação no Brasil	18
P2	Head de Novos Negócios e Desenvolvimento Corporativo em uma multinacional brasileira	14
P3	Sócio M & A e Advisory de uma consultoria com atuação em transações	22
P4	Senior Associate de um banco de investimentos americano com atuação global e no Brasil	7
P5	Sócio da área de M & A Transaction Services de uma Big4	23

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esta amostra foi selecionada por conveniência, considerando que o *networking* dos autores possui aderência aos objetivos da mesma. De acordo com Beuren et al. (2006, p. 126), este tipo de amostragem tem a vantagem de permitir ao pesquisador acesso a elementos com mais facilidade.

Além disso, foi utilizado o recurso de entrevistas semiestruturadas para realização da pesquisa. Para Beuren et al. (2006, p. 133), “a entrevista semiestruturada, ao mesmo tempo em que valoriza a presença do entrevistador, possibilita que o informante use toda sua criatividade e espontaneidade, valorizando mais a investigação”. A entrevista semiestruturada nos dá a possibilidade de enriquecer os dados coletados com informações obtidas conforme o núcleo primário de questionamentos da entrevista vai se desenvolvendo, ou não.

As entrevistas foram aplicadas considerando um *script* de cinco perguntas principais, já estruturadas de forma a otimizar a análise de conteúdo, e foram conduzidas individualmente e em local apropriado. A duração média das entrevistas foi de cerca de 17 minutos, sendo gasto também tempo adicional com a preparação das mesmas.

O método de análise dos dados coletados durante as entrevistas foi o de análise de conteúdo. Para nos auxiliar a organizar e analisar o conteúdo das entrevistas, utilizamos o *software* ATLAS.ti, recomendado para trabalhos desta natureza.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos dados foi organizada em torno de cinco categorias, ou temas, conforme descrevemos a seguir, com algumas referências às entrevistas realizadas. Para aproveitar ao máximo as entrevistas e o tempo dos entrevistados, assim como otimizar a pesquisa, as perguntas foram naturalmente organizadas como se fossem os próprios temas ou categorias discutidos.

- utilização do Ebitda;
- *proxy* para fluxo de caixa;
- uso de substitutos;
- críticas ao Ebitda; e
- motivação real do uso.

Em suma, na análise dos dados, concluímos que todos os entrevistados continuam utilizando o Ebitda em seu dia a dia de trabalho, assim como continuam a tomar decisões com base nele, apesar das contradições técnicas que a métrica possui e das diversas críticas que todos teceram ao mesmo. Pudemos observar que a continuidade do uso se deve principalmente à:

- facilidade de uso, cálculo e disponibilidade;
- possibilidade de aferição de *performance* operacional;
- falta de uma alternativa eficiente para *proxy* de geração de caixa;
- “institucionalização” do Ebitda.

Sem dúvida, a facilidade de uso e cálculo foi uma das características mais exaltadas do Ebitda, comentada com bastante entusiasmo pelos entrevistados da amostra:

Você, com o *income statement*, consegue calcular o Ebitda, você não precisa de balanço, não precisa de nada, então é muito simples. E como é simples de ser calculado e é amplamente disponível, você consegue compará-lo, você consegue comparar uma determinada empresa com outras empresas de uma indústria ou de outras indústrias, então essa facilidade de comparação é muito atraente. (P2)

[...] e eu também gosto da, vamos dizer, da facilidade ou familiaridade como é calculado, sem muita complexidade de métricas de cálculo, é baseado em dados efetivos, reais, das empresas. (P3)

Com relação a ser ou não um bom *proxy* para fluxo de caixa, embora nenhum entrevistado tenha afirmado categoricamente que o Ebitda não o é, o entendimento geral foi o de que o mesmo pode vir a ser um *proxy* e que sua análise é importante, mas que deve ser utilizado com restrição e, principalmente, fazendo-se uso de:

- adaptações setoriais;
- ajustes, sobretudo de recorrência (ou não recorrência), e de exclusão de itens “não caixa” do Ebitda.

Além disso, foi citado como qualidade também o aspecto de o Ebitda permitir, na visão de um dos entrevistados, comparação da *performance* operacional das empresas.

Assim, o entrevistado P4 resume de forma bastante sucinta:

[...] eu acho, o Ebitda é uma métrica extremamente importante, mas deve ser analisado sempre com determinadas restrições. É um *proxy* muito importante de *cash flow* [...] que te permite comparar empresas que têm estruturas de capital distintas, que têm estruturas de investimento distintas, umas são mais intensivas de capital, outras são menos intensivas, ou seja, permite colocar tudo isso de lado e comparar realmente a *performance* operacional dessas empresas.

Sendo que o entrevistado P3 pondera:

Agora, existe, abaixo disso, itens não recorrentes, itens de normalização, itens considerados discutíveis, que aí pode se tornar complexo esse cálculo, acho que um dos motivos até, por não ter uma literatura que fale sobre isso, porque cada setor você tem um método, ou componentes de Ebitda diferentes, então [...]

Vale comentar que dois dos entrevistados da amostra citaram que já analisam a possibilidade de utilizar outros indicadores que, em suas palavras, possam ter mais qualidade e já demonstrando que talvez o Ebitda não seria a melhor alternativa para medir fluxos de caixa, como o *free cash flows* e o *P/E ratio*, mas ainda não o fazem de forma oficiosa ou estruturada em claro detrimento ao mesmo.

[...] é, a gente tem discutido se usar *price to earnings* (P/E) já não seria um, se o P/E não seria um indicador melhor de *valuation* da empresa, ou *free cash flows*

versus Ebitda, mas de novo o Ebitda é um ótimo começo. [...] Se você quiser olhar caixa, a melhor métrica é fluxo de caixa, é *free cash flows*. É... não se olha, costumeiramente, ou não se valorizam ativos com base em *free cash flows*, se valorizam ou se comparam na verdade P/E ou Ebitda, mas não necessariamente são as melhores métricas de fluxo de caixa. (P1)

[...] as três métricas tradicionais, é o fluxo de caixa descontado, análise de comparáveis e análise de transações precedentes. Você tem prós e contras de cada uma das análises, né. Se você tem muita certeza das suas premissas de projeção, uma análise de fluxo de caixa descontado seria a melhor análise, porque você realmente está vendo o caixa, o que entra no bolso do acionista. O problema é que uma projeção tem tantas premissas e [...] uma subjetividade tão grande, que você acaba se ancorando em métricas mais *straight forward*. O múltiplo de Ebitda é uma métrica bastante *straight forward*, principalmente para empresas de capital fechado; empresas de capital aberto você pode usar o P/E (*price to earnings*) que, para o investidor de bolsa, é uma métrica muito interessante [...]. (P2)

Percebemos que a amostra teceu críticas severas ao Ebitda como métrica, descrevendo várias de suas vicissitudes e problemas óbvios. Por outro lado, também confirmaram as qualidades discutidas como sendo o maior motivo do uso, mas não foi citado de forma explícita que essas qualidades anulam as falhas conceituais do Ebitda.

Fica claro que a percepção dos entrevistados está em linha ao que foi comentado acerca das vulnerabilidades do Ebitda ao longo deste trabalho.

O que seria negativo, no meu ponto de vista, é que o Ebitda é quase como uma opinião, cada um tem o seu, então você, por falta dessa normatização [...] faz com que em cada situação você tenha um critério de montagem desse Ebitda [...] então isso faz com que você gaste um tempo até precioso tentando eliminar ou tentando refinar esse Ebitda. [...] como não existe uma normatização, dá margem a diversas interpretações, o que não é uniforme, então acho que esse é

o grande desafio, a grande dificuldade que eu tenho no meu dia a dia, e que, por muitas vezes eu vi várias transações caírem por água abaixo [...]. (P5)

[...] o que eu não gosto na utilização dele é a má utilização, é por isso que muitas vezes ele pode ter [...] sido discriminado, possivelmente (devido) a manipulação de itens no Ebitda [...]. Então, o que eu não gosto é a manipulação que se faz com o Ebitda, pois aí o culpado vai ser o Ebitda, e não as pessoas. (P3)

Eu acho que o Ebitda pode levar ou induzir ao erro com uma análise superficial. É uma pergunta a se fazer até que ponto analistas, *research* de bancos, eles têm a capilaridade contábil para ir na ponta e fazer algum ajuste, necessário ou não, ao Ebitda, nos modelos e nas opiniões deles. (P1)

[...] você tem várias empresas no mercado que ao longo de vários anos, desde a sua criação até o momento em que estão, não foram geradoras de caixa e que ainda assim estão cotadas em bolsa e têm variações altíssimas. Essas empresas optam, realmente, por utilizar a métrica Ebitda porque mostra um resultado muito mais alto do que aquele que está sendo gerado... (P4)

Entendemos que o custo-benefício de se implantar uma nova alternativa que seja viável talvez ainda seja considerado baixo pelos profissionais de mercado, em virtude, principalmente, da rapidez e da facilidade de cálculo do Ebitda, muito citadas ao longo das entrevistas. Essa simplicidade, apesar de em nossa visão não contrapor suas fragilidades, talvez seja o maior fator de estímulo à continuidade do uso do Ebitda considerando a ótica do profissional de mercado, que deve levar em conta a eficiência de seu trabalho, poder de comparabilidade de suas ferramentas para tomada de decisão e custo-benefício para implantação de métricas que seriam potencialmente mais precisas.

No entanto, do nosso ponto de vista, o que realmente explicaria tanto a disseminação massiva do Ebitda desde a época dos *leveraged buyouts* da

década de 1970 até hoje, acima até mesmo da extrema simplicidade da métrica ou, talvez exatamente por isso, seria o processo de institucionalização do mesmo. O comentário de um dos entrevistados da amostra com relação a isso é notório:

[...] Por que se usa? A resposta que eu te dei: é extremamente institucionalizado. É uma resposta estranha, mas é verdade. Agora, da mesma forma como é institucionalizado, existem indústrias, como a aviação civil, em que você tem um Ebitda ajustado já no mercado. O próprio mercado institucionalizou uma métrica, se não me engano o Ebitda. (P1)

Talvez o Ebitda tenha sido vítima de seu próprio sucesso. Em razão de seu grande êxito à época, quando tinha um propósito claro (como já citado, empresas em dificuldades operacionais com carga elevada de despesas financeiras, empresas com utilização de capital intensivo etc.), e era utilizado pelas elites profissionais financeiras de então, a sua institucionalização se deu quase que de forma automática, da mesma maneira que hoje empresas adotam ensinamentos de “gurus”, metodologias de gestão e sistemas praticamente de modo mimético visando obter o mesmo grau de sucesso e “não ficar de fora”, sendo assim utilizado de forma indiscriminada e no “piloto automático”.

Não podemos desconsiderar ainda uma linha tênue com o isomorfismo normativo, uma vez que muito vem sendo discutido em órgãos profissionais e regulatórios mundiais sobre sua utilização e impacto na sociedade. Conforme discutimos, temos presenciado até mesmo tentativas de sua normatização, ou o que seria o início de sua normatização e, quem sabe, aceitação pelos órgãos expressivos da profissão contábil.

É justamente esta linha tênue que a nosso ver torna o momento de nosso trabalho extremamente oportuno, pois este talvez seja justamente o instante da migração da utilização do Ebitda para um tipo mais claro de isomorfismo normativo. Hoje, enquanto mimetizado por diversas indústrias (financeira, consultorias, fundos, *private equities* etc.), os órgãos

mundiais da profissão contábil ainda não “acolheram” o Ebitda, o que teria um efeito ainda mais massivo e sacramentaria de vez a sua utilização, mesmo que, fosse o caso, irracional.

Em uma outra visão, o que poderia quebrar a hegemonia do Ebitda ou, talvez, até o seu padrão de uso (como já vem acontecendo com certa representatividade, como o uso do “Ebitda ajustado” e outras métricas que discutimos), é o desenvolvimento de um substituto à altura, algo que realmente seja um *major break-through*, uma inovação tecnológica ou técnica tão relevante, como foi o Ebitda no início de seu uso, que rapidamente se permearia por toda a cadeia de profissionais do mercado e, por consequência, da sociedade. Segundo Dimaggio e Powell (1983, p. 148, tradução nossa):

As organizações podem mudar seus objetivos ou desenvolver novas práticas, e novas organizações nascem. Mas, a longo prazo, agentes organizacionais tomam decisões racionais e constroem ao redor de si um ambiente que constrange sua habilidade de mudança nos anos que seguem. Aqueles que mais cedo adotam mudanças organizacionais (‘early adopters’), comumente são guiados por um desejo de aumentar sua *performance*. Segundo Selznick (1957, p. 17), novas práticas podem se tornar “dotadas com valor além de requisitos técnicos de um trabalho à mão”. À medida que a inovação se espalha, um limite é alcançado além do qual a adoção provê legitimidade em vez de melhorar a *performance* (MEYER; ROWAN, 1977).

Ainda segundo os autores, o maior fator que uma organização deve levar em conta é justamente outra organização. “Organizações competem não apenas por recursos e clientes, mas por poder político e legitimação institucional” (DIMAGGIO; POWELL, 1983, p. 151), ou seja, em conexão com o discutido acima, se meus pares, equivalentes ou concorrentes utilizam, por que eu não deveria utilizar também?

Além disso, à medida que as organizações aumentam em tamanho e escopo, critérios padrão de medição da *performance* são aplicados. Muitas vezes, subsidiárias têm que adotar padrões de *performance* e reporte que são compatíveis com o que os acionistas ou matrizes esperam obter (em

nosso caso, o Ebitda), sem necessariamente fazer sentido ou ser aplicável à realidade do ente em questão.

Identificamos um elo muito forte entre a massiva utilização do Ebitda e a Nova Sociologia Institucional, pelo Isomorfismo Mimético, que seria um dos motivos pelos quais (se não o principal motivo) os agentes de mercado adotaram o uso praticamente irrestrito do Ebitda depois de seu sucesso e proliferação na década de 1970 nos Estados Unidos, quando do início das compras alavancadas de ativos (*leveraged buyouts*), além da vasta intensificação de transações de fusões e aquisições (M&A).

Assim, se estende uma boa gama de oportunidades para futuras pesquisas, quais sejam:

1. o aprofundamento da abordagem pela Teoria Institucional quanto à utilização do Ebitda;
2. seu elo com a Contabilidade Gerencial e mecanismos de controle;
3. o uso de variáveis “ajustadas” do Ebitda, quais dessas variáveis estão presentes no mercado e seu uso em gerenciamento de resultados (*earnings management*) por causa das pesadas críticas recebidas dos participantes a esta peculiaridade do Ebitda;
4. a identificação de agentes de mercado que somente adotam substitutos para o Ebitda, ou não trabalham com o mesmo, caso existam, e que substitutos seriam esses;
5. a transformação desta pesquisa em formulário detalhado para que possa ter sua amostra expandida exponencialmente para realizar a análise sob um enfoque quantitativo, agregando valor à pesquisa inicial;
6. a extensão desta pesquisa a profissionais do meio acadêmico e a corporações tradicionais ou subsidiárias de multinacionais na tentativa de aumentar seu escopo e verificar a equivalência com a conclusão deste trabalho.

Reasons for the utilization of Ebitda by market professionals: a practical contribution

ABSTRACT

This study seeks to understand the utilization of Ebitda by Brazilian market professionals. Over the years, the academic and professional community, as well as many regulators and standard-setting bodies, raised a number of critical and significant warnings on its use. The results indicates that the professionals in the sample continue using Ebitda mainly for its ease of use and calculation, and deem it a good measure of operating performance. Also, showed us that they continue to utilize Ebitda due to the lack of a good proxy for cash flow that has a similar cost-benefit relation. Finally, we identified that one of the probable reasons for its mass utilization lies in Mimetic Isomorphism, as analyzed by the New Institutional Sociology, or Neo-institutionalism.

KEYWORDS

Ebitda. Valuation. Finance. BR GAAP. Institutional theory.

REFERÊNCIAS

- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BEUREN, I. M.; LONGARAY, A. A.; RAUPP, F. M.; SOUZA, M. A. B. de; COLAUTO, R. D.; PORTON, R. A. de B. *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

- COHEN, G. *O uso do Ebitda como indicador de desempenho no setor imobiliário brasileiro*. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)–Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2010.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Instrução n. 527 de 4 de outubro de 2012*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst527.doc>>. Acesso em: 13 out. 2013.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento técnico CPC 03 (R2) – Demonstração dos fluxos de caixa*. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=17>>. Acesso em: 19 mar. 2014.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das demonstrações contábeis*. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=44>>. Acesso em: 19 mar. 2014.
- DAMODARAN, A. *Avaliação de empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, v. 48, n. 2, p. 147-160, abr. 1983.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, v. 20, n. 1, p. 121-164, 2003.
- FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. de. Ebitda: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, v. 3, n. 3, p. 7-24, set./dez. 2007.
- FREZATTI, F.; ROCHA, W.; NASCIMENTO, A. R. do; JUNQUEIRA, E. *Controle gerencial: uma abordagem da contabilidade gerencial no contexto econômico, comportamental e sociológico*. São Paulo: Atlas, 2009.
- GAVIN, T. Top five reasons why Ebitda is a great big lie. *Forbes*, dez. 2011. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/tedgavin/2011/12/28/top-five-reasons-why-ebitda-is-a-great-big-lie/>>. Acesso em: 14 out. 2013.
- GONÇALVES, R. *Avaliação do desempenho de empresas do setor de incorporação imobiliária*. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)–Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2010.
- GOUVEIA, L. O. de. *Fusões e aquisições: desenvolvimento de um modelo de prospecção para bancos comerciais*. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)–Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2013.

- GRANATA, D.; CHIRICO, F. Measuring value in acquisitions: family versus nonfamily firms. *Family Business Review*, v. 23, n. 4, p. 341-354, 2010.
- GREENBERG, H. Never trust anything that you can't pronounce. *CNN Money*, junho 1998. Disponível em: <http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/06/22/244160/index.htm>. Acesso em: 1º maio 2014.
- LATHAM, D.; WATKINS, P. Adjusted Ebitda is out of the shadows as staff updates non-gaap interpretations. *Client Alert*, n. 988. February 2010. Disponível em: <www.lw.com/thoughtLeadership/non-gaap-financial-measures>. Acesso em: 7 set. 2014.
- MAEDA, V. C.; MACIEL, R. B.; GERVASONI, V. C. A importância do indicador econômico-financeiro Ebitda na Petrobras. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 13., 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), set. 2010.
- MCDONNELL, S. Ebitda. *Computerworld*, janeiro 2001. Disponível em: <<http://www.computerworld.com/s/article/55895/EBITDA>>. Acesso em: 14 mar. 2014.
- MENDEZ, C. A. B. Ebitda, ¿es un indicador financiero contable de agregación de valor? *Capiv Review*, v. 5, p. 41-54, 2007.
- MENDONÇA NETO, O. R. de; ANTUNES, M. T. P.; OYADOMARI, J. C. T.; RICCIO, E. L. Ninguém aprende samba no colégio – A contribuição da prática para a formação do conhecimento contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 4, n. 2, p. 184-200, 2011.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. XLVIII, n. 3, p. 261-297, 1958.
- OHLSON, J. A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, v. 18, n. 1, p. 107-120, out. 2001.
- OYADOMARI, J. C.; CARDOSO, R. L.; MENDONÇA NETO, O. R.; LIMA, M. P. Fatores que influenciam a adoção de artefatos de controle gerencial nas empresas brasileiras. Um estudo exploratório sob a ótica da Teoria Institucional. *Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP*, v. 2, n. 2, p. 55-70, jan./abr. 2008.

- PEREZ, G. *Adoção de inovações tecnológicas: Um estudo sobre o uso de sistemas de informação na área de saúde*. 227p. Tese (Doutorado em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE JEFFREY, F. *Administração financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- SAMSON, W. D.; FLESCHER, D. L.; PREVITS, G. J. The Case of the mobile and Ohio railroad in the 19th Century. *Issues in Accounting Education*, v. 18, n. 4, p. 335-357, 2003.
- SEC – Securities and Exchange Commission. *Final rule: condition for use of non-GAAP financial measures*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>>. Acesso em: 2 jun. 2013.
- SEC – Compliance & Disclosure Interpretations. *Non-GAAP Financial Measures*. Resposta de janeiro 2010. Disponível em: <<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>>. Acesso em: 7 out. 2014.
- SEC – Securities and Exchange Commission. *Regulation S-X*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/forms/forms-x.pdf>>. Acesso em: 7 out. 2014.
- SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP. *The use of non-GAAP financial measures – a disclosure guide*. Corporate Finance Alert. May 2013. Disponível em: <http://www.skadden.com/newsletters/Corporate_Finance_Alert_The_Use_of_Non-GAAP_Financial_Measures_A_Disclosure_Guide.pdf>. Acesso em: 20 set. 2014.
- STUMPP, P. M.; MARSELLA, T.; ROWAN, M.; McCREARY, R.; COPPOLA, M. Putting Ebitda in perspective – ten critical failings of Ebitda as the principal determinant of cash flow. *Moody's Investors Service – Global Credit Research*, 2000. Disponível em: <<https://community.bus.emory.edu/club/GIM/Shared%20Documents/Putting%20EBITDA%20Into%20Perspective.pdf>>. Acesso em: jun. 2016.
- ZAFFANI, C. A. Ebitda – Virtudes e defeitos. *Blog do Gestor de Empresa*, março 2012. Disponível em: <<http://gestordeempresa.blogspot.com.ar/2012/03/ebitda-virtudes-e-defeitos.html>>. Acesso em: 30 set. 2013.