

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Centro de Ciências Sociais e Aplicadas – CCSA

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

GERSON COHEN

**O USO DO EBITDA COMO INDICADOR DE DESEMPENHO
NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO**

**São Paulo
2010**

GERSON COHEN

**O USO DO EBITDA COMO INDICADOR DE DESEMPENHO
NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana
Mackenzie para a obtenção do título de Mestre em
Controladoria Empresarial.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Lopes Cardoso

**São Paulo
2010**

C678u Cohen, Gerson.

O uso do EBITDA como indicador de desempenho no setor de
imobiliário brasileiro/ Gerson Cohen – 2010.

82 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2010.

Orientação: Prof. Dr. Ricardo Lopes Cardoso

Bibliografia: f. 70-71.

1. Setor imobiliário. 2. Teoria institucional. 3. EBITDA. I. Título.

CDD 333.3320981

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Professor Dr. Manassés Claudino Fonteles

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação
Professora Dra. Sandra Maria Dotto Stump

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Professor Dr. Moisés Ari Zilber

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Professora Dra. Maria Thereza Pompa Antunes

Agradecimentos

Agradeço a DEUS por iluminar meus caminhos.

À CRISTIANE, minha amada esposa, companheira, amiga, incentivadora em todos os momentos, pela paciência e tolerância inesgotável e por compartilhar os mesmos valores e compreender a realização deste projeto como parte do nosso projeto maior.

À BEATRIZ, minha filha querida, pela compreensão nos momentos de ausência.

A todos os professores do programa de pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie, em especial ao Prof. DR. RICARDO LOPES CARDOSO, que dedicou horas preciosas para me orientar, pela sua confiança e apoio.

Aos Professores DR. JOSÉ CARLOS TIOMATSU OYADOMARI e Dr. RICARDO LOPES CARDOSO (FGV-RJ), membros da banca de qualificação, por suas valiosas contribuições.

Ao meu amigo ROGÉRIO GONÇALVES, que tanto me incentivou, e a todos profissionais que participaram desta pesquisa.

Muito obrigado!

Temos o destino que merecemos.

O nosso destino está de acordo

com os nossos méritos.

ALBERT EINSTEIN

RESUMO

O setor imobiliário brasileiro tem apresentado forte crescimento nos últimos anos em decorrência da melhoria das condições macroeconômicas, notadamente pelo controle da inflação, redução das taxas de juros e da crescente oferta de crédito. Esse setor tem se destacado também no mercado de capitais, onde as empresas realizaram 32 ofertas de ações, no período de setembro de 2005 a dezembro de 2009, resultando em mais de 20 empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Com tantas opções de investimentos, é natural que os investidores utilizem indicadores de desempenho para decidir a melhor alocação de recursos, e o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) tem sido amplamente utilizado para analisar e comparar desempenho financeiro e operacional de empresas em diversos setores, inclusive o imobiliário, por supostamente representar a geração de caixa operacional da empresa, bem como pela sua facilidade de cálculo por meio das demonstrações contábeis. O presente estudo teve como objetivo identificar o grau de importância atribuído ao EBITDA para análise das empresas do setor, do ponto de vista de precificação de empresas, mensuração de desempenho operacional e de caixa e, de forma subjacente, identificar algumas possíveis razões que explicam seu uso. Para tanto, foi realizada uma pesquisa de campo, complementada com um experimento cujo objetivo foi identificar se a forma como as informações são apresentadas afeta o grau de importância atribuído ao indicador. Apesar de ser amplamente divulgado pelas empresas e analistas de mercado, o exame dos dados indica que o EBITDA possui baixo grau de importância para análise de desempenho do setor e, ainda, que a divulgação de informações adicionais afeta o grau de importância atribuído a ele. Um dos fatores que podem explicar essa contradição é o isomorfismo mimético, conceituado na Teoria Institucional.

Palavras-chave: incorporação imobiliária, EBITDA, teoria institucional

ABSTRACT

The Brazilian real estate sector has seen strong growth in recent years due to improved macroeconomic conditions, notably by controlling inflation, reducing interest rates and increasing credit supply. This sector has also been highlighted in the capital market, where companies made 32 offers of shares in the period September 2005 to December 2009, resulting in more than 20 companies traded on the Bolsa de Valores de São Paulo. With so many investment options, it is natural that investors use performance indicators to determine the best allocation of resources, and EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) has been widely used to analyze and compare financial and operational performance of companies in various industries including real estate, for allegedly represent operating cash flow of the company, as well as its ease of calculation by the financial statements. This study aimed to identify the degree of importance attributed to EBITDA for the analysis of companies in the industry, from the standpoint of pricing firms, measurement of operating performance and cash, and the underlying form, identify some possible reasons why your use. To this end, we performed a field survey, supplemented by an experiment whose objective was to identify whether the way information is presented affects the degree of importance attributed to the indicator. Despite of being widely reported by companies and industry analysts, data analysis indicates that EBITDA has low degree of importance for analyzing sector performance and, furthermore, that the disclosure of information affects the degree of importance attributed to it. One factor that may explain this contradiction is the mimetic isomorphism, conceptualized in Institutional Theory.

Keywords: real estate, EBITDA, institutional theory

SUMÁRIO

LISTA DE QUADROS E TABELAS.....	11
LISTA DE FIGURAS	12
1. INTRODUÇÃO.....	13
1.1 Contextualização do tema	13
1.2 Objetivo.....	15
1.3 Questão de pesquisa.....	16
1.4 Justificativa	16
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1 Histórico do setor imobiliário brasileiro	18
2.2 Normatização contábil do setor de incorporação imobiliária	21
2.3 EBITDA (<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)	29
2.4 Exemplo do EBITDA como indicador de geração de caixa	37
2.5 Teoria institucional	41
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	45
3.1 Objetivo geral e objetivos específicos	45
3.2 Tipo e método de pesquisa.....	46
3.3 População e amostra	47
3.4 Procedimentos de coleta de dados	49
3.5 Procedimentos de tratamento de dados.....	51
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	52
4.1 Análise descritiva da qualificação dos respondentes	53
4.2 Análise descritiva dos dados sobre EBITDA.....	54
4.2.1 Análise descritiva dos dados sobre EBITDA de forma geral.....	54

4.2.2	Análise descritiva dos dados sobre EBITDA no setor de incorporação imobiliária.....	56
4.3	Descrição das entrevistas	60
4.4	Experimento	61
5.	CONCLUSÕES	66
5.1	Contribuições da pesquisa.....	67
5.2	Limitações e sugestões para futuras pesquisas	68
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	70
	ANEXO I – RELAÇÃO DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO DE CAPITAL ABERTO.....	72
	APÊNDICE 1 – QUESTIONÁRIO.....	73

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Estimativa de EBITDA.....	14
Quadro 2 – Estimativa de EBITDA da Rossi Residencial S.A.	14
Quadro 3 – EBITDA divulgado pelas empresas integrantes do Ibovespa	15
Quadro 4 – Ofertas de ações realizadas entre 2005 e 2009.....	20
Quadro 5 – Comparativo entre EBITDA e DFCs	28
Quadro 6 – Reconciliação do lucro operacional ao EBITDA	37
Quadro 7 – Tabela de vendas	38
Quadro 8 – Fluxo de caixa do exemplo.....	39
Quadro 9 – Fluxo de apropriação do resultado imobiliário.....	40
Quadro 10 – Comparativo do fluxo do resultado versus fluxo de caixa	41
Quadro 11 – Empresas com ações negociadas na Bovespa – Novo Mercado	48
Tabela 1 – Distribuição da amostra por sexo	53
Tabela 2 – Distribuição da amostra por idade	53
Tabela 3 – Distribuição da amostra por grau de instrução	53
Tabela 4 – Distribuição da amostra por atividade profissional	54
Tabela 6 – Conhecimento do significado do EBITDA	54
Tabela 7 – Questões relativas ao uso do EBITDA em geral	55
Tabela 8 – Frequência de conhecimento das práticas contábeis	56
Tabela 9 – Questões relativas ao uso do EBITDA exclusivamente no setor de incorporação imobiliária	56
Tabela 10 – <i>Ranking</i> de indicadores para precificação	57
Tabela 11 – <i>Ranking</i> de indicadores para mensuração de desempenho operacional	58
Tabela 12 – <i>Ranking</i> de indicadores para mensuração de desempenho de caixa.....	58
Tabela 13 – Justificativas para o uso do EBITDA no setor	59

Tabela 14 – Distribuição da amostra do experimento por sexo	62
Tabela 15 – Distribuição da amostra do experimento por grau de instrução	62
Tabela 16 – Distribuição da amostra do experimento por atividade profissional	62
Tabela 17 – Distribuição da amostra do experimento por experiência	63
Tabela 18 – <i>Ranking</i> de indicadores para precificação – Grupo de Controle	63
Tabela 19 – <i>Ranking</i> de indicadores para desempenho operacional – Grupo de Controle	64
Tabela 20 – <i>Ranking</i> de indicadores para desempenho de caixa – Grupo de Controle A.....	64
Tabela 21 – <i>Ranking</i> de indicadores para precificação – Grupo de Manipulação	64
Tabela 22 – <i>Ranking</i> de indicadores para desempenho operacional – Grupo de Manipulação.....	65
Tabela 23 – <i>Ranking</i> de indicadores para desempenho de caixa – Grupo de Manipulação...	65

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Representação do ciclo operacional	22
---	----

1

INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do tema

Os recursos financeiros mundiais não têm fronteiras numa economia globalizada e o Brasil, em decorrência da melhoria das condições macroeconômicas e também da estabilidade política, tem sido o destino desses recursos internacionais por meio da Bolsa de Valores.

Em relação aos investidores internos, em virtude da gradual redução da taxa de juro básico (Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia), também houve uma migração de recursos de renda fixa para a Bolsa de Valores.

Um dos setores que mais se beneficiaram desses recursos foi o de incorporação imobiliária, responsável pela captação de mais de R\$ 20 bilhões, no período entre setembro de 2005 e dezembro de 2009, conforme apresentado adiante no Quadro 4. Ocorreram mais de 30 ofertas de ações, resultando em mais de 20 empresas do setor com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, das quais, atualmente, cinco integram o Ibovespa.

Com tantas opções de investimentos no setor, é natural que os investidores utilizem indicadores de desempenho para decidir a melhor alocação de recursos, e o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), em português LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), tem sido amplamente utilizado por profissionais do mercado financeiro e mercado de capitais para analisar e comparar desempenho financeiro e operacional de empresas em diversos setores, por supostamente representar a geração de caixa operacional da empresa, bem como pela sua facilidade de cálculo por meio das demonstrações contábeis.

No setor de incorporação imobiliária não é diferente, numa análise preliminar dos relatórios de bancos de investimentos e corretoras de valores, tais como: Credit Suisse, UBS, Barclays, Itaú, Santander, entre outros, verifica-se o destaque dado a esse indicador financeiro, ressaltando, como aspecto positivo, quando as empresas apresentam um crescimento do indicador, quer seja em valor absoluto, ou relativo, como percentual da receita líquida.

Esses relatórios dos analistas de mercado, contendo suas estimativas de desempenho das empresas do setor, inclusive em relação ao EBITDA, estão disponíveis na Bloomberg, conforme exemplificado a seguir, com a estimativa de EBITDA para o ano de 2010.

Quadro 1 – Estimativa de EBITDA

Corretora	Analista	em milhares de R\$				
		Cyrela	Gafisa	MRV	PDG	Rossi
Banco Brascan	HEES	1.002,0	809,0	731,0	828,0	470,0
Bradesco Corr...	ROCHA	1.066,0	833,0	704,0	ni	623,0
Fator SA Corre...	SILVEIRA	1.087,0	650,0	749,0	627,0	485,0
Itau Securities	LAWANT	940,0	ni	734,0	822,0	516,0

Fonte: Bloomberg

Também é possível encontrar um resumo das estimativas de EBITDA consultando as informações disponíveis no sítio de algumas empresas, na página de relações com investidores, conforme apresentado a seguir:

Quadro 2 – Estimativa de EBITDA da Rossi Residencial S.A.

EBITDA detalhado por Instituição (R\$ MM)				
Instituição	Última Revisão	2010	2011	2012
Itaú	26/1/2010	516	658	841
Brookfield	22/1/2010	470	797	N/D
JP Morgan	15/1/2010	544	699	N/D
UBS	13/1/2010	500	623	N/D
Bradesco	8/1/2010	623	1.023	1.049
Safra	8/1/2010	413	698	N/D
Santander	1/12/2009	485	628	N/D
Credit Suisse	20/4/2010	482	666	798
Merrill Lynch	13/11/2009	387	407	N/D
Barclays	15/4/2010	439	637	N/D
Goldman Sachs	27/4/2010	541	796	945
Votorantim	20/4/2010	295	525	N/D
Banco Fator	1/6/2009	485	686	N/D
BB Investimentos	5/3/2010	453	606	N/D
Citi	19/4/2010	448	536	617
BTG Pactual	19/4/2010	349	597	599

Fonte: Rossi Residencial S.A., página de Relações com Investidores

As empresas do setor de incorporação imobiliária, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, por sua vez, também divulgam o EBITDA em destaque em seus relatórios de desempenho, publicados trimestralmente, assim como nas demonstrações contábeis anuais. Em uma pesquisa inicial, com base nas demonstrações contábeis relativas aos exercícios de 2008 e 2009, das empresas do setor que integram o Ibovespa, observam-se a divulgação de EBITDA, conforme quadro abaixo:

Quadro 3 – EBITDA divulgado pelas empresas integrantes do Ibovespa

Empresa	EBITDA 2008	EBITDA 2009
Cyrela	R\$ 470 milhões	R\$ 911 milhões
Gafisa	R\$ 300 milhões	R\$ 604 milhões
MRV	R\$ 273 milhões	R\$ 441 milhões
PDG	R\$ 277 milhões	R\$ 449 milhões
Rossi	R\$ 181 milhões	R\$ 345 milhões

Fonte: Demonstrações Contábeis – CVM/Bovespa

Não se restringindo a essas cinco empresas, numa análise superficial, não catalogada, nota-se que as demais empresas do setor de incorporação imobiliária, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, mencionadas no Quadro 11, a exemplo das empresas mencionadas no quadro acima, também dão destaque ao indicador financeiro EBITDA em seus relatórios de desempenho.

1.2 Objetivo

Alguns estudos já foram realizados, apresentando aspectos positivos e negativos, sobre a utilização do EBITDA, quer seja como indicador de desempenho operacional, quer seja como base de múltiplo para precificação de empresas ou em substituição da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

Este estudo não tem a pretensão de aprofundar, muito menos de esgotar esse debate sobre os aspectos positivos e negativos da utilização do EBITDA, mas, considerando a posição de destaque que o setor de incorporação imobiliária vem conquistando no mercado de capitais brasileiro, este trabalho tem como objetivo geral identificar a utilidade do EBITDA

para análise de empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil, do ponto de vista de precificação de empresas e mensuração de desempenho operacional e de caixa.

Em decorrência do objetivo geral, alguns objetivos específicos são propostos:

- Identificar o grau de importância atribuído ao EBITDA em relação a outros indicadores de desempenho operacional, de caixa e de precificação de empresas;
- Identificar se as limitações de informação afetam o grau de importância do EBITDA;
- Caso seu grau de importância não seja relevante, identificar algumas possíveis razões que explicam a divulgação do EBITDA por parte das empresas e dos analistas de mercado.

1.3 Questão de pesquisa

Qual é o grau de importância do EBITDA como indicador para mensuração de desempenho operacional, de caixa e precificação de empresas do setor de incorporação imobiliária brasileiro?

1.4 Justificativa

O setor de incorporação imobiliária brasileiro cresceu muito nos últimos anos em função, principalmente, das melhorias na conjuntura macroeconômica mediante o controle da inflação, da redução das taxas de juros e da crescente oferta de crédito. Esse cenário, aliado ao fortalecimento do mercado de capitais, propiciou um movimento crescente de oferta de ações das empresas do setor imobiliário, tendo sido realizadas 32 ofertas de ações entre setembro de 2005 e dezembro de 2009, conforme Quadro 4, apresentado adiante.

Considerando que para acompanhar o ritmo de crescimento do mercado imobiliário essas empresas necessitam cada vez mais de capital para financiamento das suas atividades, atualmente elas concorrem também pela preferência dos investidores, tornando-se de fundamental importância a apresentação de desempenho.

Entretanto, o setor de incorporação imobiliária se caracteriza pelo ciclo operacional longo, em alguns casos, superior a 30 meses, dificultando a mensuração de desempenho no curto prazo e, também, pelas práticas contábeis específicas, decorrentes tanto da legislação societária quanto da fiscal.

O lucro decorrente da venda de unidade imobiliária concluída é reconhecido integralmente no momento da venda, tendo em vista que o estoque (imóvel) já existe e está registrado pelo seu custo de formação. Entretanto, no mercado imobiliário brasileiro, essa situação pode ser considerada uma exceção, uma vez que é característica do setor a venda de unidades imobiliárias na fase pré-construção ou em fase de construção.

Quanto à unidade imobiliária em construção, de acordo com a legislação societária, o lucro obtido na venda deve ser apropriado ao resultado segundo o critério de conclusão da respectiva unidade imobiliária afetando o resultado em dois ou mais exercícios.

Aliada a isso, a normatização contábil está sujeita a interpretação, podendo resultar, muitas vezes, em diferenças de práticas contábeis entre as empresas do setor, dificultando a comparabilidade do desempenho financeiro e operacional entre elas, seja por parte dos potenciais investidores e analistas de mercado, seja por parte dos próprios gestores das empresas do setor.

O presente estudo justifica-se, pois, uma vez confirmado o grau de importância atribuído ao EBITDA, espera-se identificar se essas análises e comparações podem tomar como base o EBITDA, uma vez que a combinação do ciclo operacional com as práticas contábeis específicas do setor pode resultar numa distorção do EBITDA, potencializada por diferentes interpretações das normas contábeis existentes.

Por outro lado, caso seu grau de importância não se mostre relevante, espera-se entender as razões que justificam seu uso por parte dos analistas de mercado e se, de algum modo, geram influência nos gestores das empresas ou em outros agentes de mercado.

2

REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Histórico do setor imobiliário brasileiro

A partir da década de 1930 o Brasil iniciou um período de crescimento da população urbana, passando de 11,3% em 1920 para 31,2% em 1940, e saltou para 74,8% em 1991, conforme dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Os problemas advindos da urbanização afetaram principalmente as classes populares que, para aquisição da casa própria, precisavam se submeter à aprovação de crédito imobiliário pelas Caixas Econômicas e pelos Institutos de Aposentadorias e Pensões (IAPS) ou por bancos incorporadores imobiliários.

Em 1946, sob o governo do General Eurico Gaspar Dutra, um órgão passou a centralizar a política habitacional brasileira, com o Decreto-lei n.º 9.777, de setembro de 1946, que estabeleceu bases financeiras para a Fundação da Casa Popular, órgão federal destinado especificamente à produção habitacional no Brasil.

Mas o verdadeiro marco na história do setor imobiliário se deu em 1964, com a criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH) que, conforme o artigo 1.º da Lei n.º 4.380, de agosto de 1964, tinha como meta “estimular a construção de habitações de interesse social e o financiamento da casa própria, especialmente pelas classes da população de baixa renda”.

Em 1967, o Banco passou a gerir os recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e, com a implantação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), se tornou uma das principais instituições financeiras do Brasil e a maior do mundo voltado especificamente para o problema da habitação.

Era um sistema baseado no financiamento de longo prazo e por tal motivo não resistiu a flutuações econômicas do início dos anos 80, assim o BNH foi extinto no final do ano de 1986 pela Lei n.º 2.291.

O histórico de instabilidade econômica e a falta de políticas incentivadoras à atividade imobiliária fizeram com que o setor ficasse durante anos sem apresentar crescimento significativo. Este fato demonstrava que o assunto não era tratado com a atenção necessária, dada a grande necessidade de investimentos.

As ações relacionadas à habitação, antes concentrada no SFH/BNH, a partir de sua extinção foram distribuídas para vários órgãos federais, o que causou um período de confusão no setor imobiliário.

Em 1986, o SFH passou por uma profunda reestruturação com a edição do Decreto-lei n.º 2.291/1986, que extinguiu o BNH e distribuiu suas atribuições entre o então Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU), o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (Bacen) e a Caixa Econômica Federal (CEF). Ao MDU coube a competência para a formulação de propostas de política habitacional e de desenvolvimento urbano; ao CMN, exercer as funções de órgão central do Sistema, orientando, disciplinando e controlando o SFH; ao Bacen foram transferidas as atividades de fiscalização das instituições financeiras que integravam o SFH e a elaboração de normas pertinentes aos depósitos de poupança, e à CEF a administração do passivo, ativo, do pessoal e dos bens móveis e imóveis do BNH, bem como a gestão do FGTS (HISTÓRICO, 2009).

Após um período conturbado de redemocratização política brasileira, com o fim do regime militar e a eleição do Presidente Fernando Collor de Melo, a situação não melhorou, empresas do setor de incorporação imobiliária viveram um dos piores períodos de sua história, cenário econômico desfavorável, índices de inflação altos e não havia crédito imobiliário disponível para produzir e comercializar imóveis.

O nível de financiamento para a construção de moradias por meio SBPE caiu do patamar de 250 mil unidades no início dos anos 1980 para cerca de 30 mil unidades em 2002.

A recuperação do setor imobiliário se deu a partir de 2003. Com a melhoria do desempenho da economia, o setor passou a demonstrar melhorias significativas em consequência de criação de leis de incentivo ao crédito, definição de políticas públicas que ampararam o setor e outras medidas legais.

O crescente desenvolvimento do setor imobiliário brasileiro se deve a melhorias na conjuntura macroeconômica refletida por meio do controle da inflação, da redução nas taxas de juros e do crescente aumento da oferta de crédito, bem como da expansão do mercado de

capitais brasileiro, em que várias empresas do setor abriram capital ou fizeram nova oferta de ações para captação de recursos.

No período entre setembro de 2005 a dezembro de 2009, foram realizadas 32 ofertas públicas de ações (OPA), que resultaram numa captação bruta superior a R\$ 20 bilhões.

Quadro 4 – Ofertas de ações realizadas entre 2005 e 2009

Empresa	Data da Oferta	Valor R\$ milhões
Cyrela	set./05	902
Rossi	fev./06	1.013
Gafisa	fev./06	927
Company	mar./06	282
Cyrela	jul./06	729
Abyara	jul./06	164
Klabin	out./06	485
Brookfield	out./06	1.188
PDG	jan./07	725
CCDI	jan./07	522
Rodobens	jan./07	449
Tecnisa	jan./07	791
Gafisa	mar./07	1.088
Even	abr./07	460
JHSF	abr./07	432
CR2	abr./07	308
Agra	abr./07	786
Inpar	jun./07	767
Eztec	jun./07	542
MRV	jul./07	1.061
Tenda	out./07	603
PDG	out./07	575
Helbor	out./07	252
Trisul	out./07	330
Rossi	out./08	150
Brookfield	jan./09	200
MRV	jun./09	722
PDG	out./09	1.058
Rossi	out./09	928
Brookfield	out./09	578
Cyrela	out./09	1.166
Direcional	nov./09	241

Fonte: J.P.Morgan

Como toda companhia de capital aberto, essas empresas passaram a divulgar informações contábeis periodicamente, as chamadas Informações Trimestrais (ITRs), demonstrando seu desempenho financeiro e operacional.

Dada a quantidade de empresas do setor imobiliário com ações negociadas na Bolsa de Valores, e que, portanto, se utilizam dos recursos do mercado de capitais para financiamento de suas atividades, as comparações de desempenho financeiro e operacional entre elas são inevitáveis, seja por parte dos potenciais investidores e analistas de mercado, seja por parte dos gestores das empresas do setor imobiliário.

A justificativa deste estudo reside justamente em identificar se essas análises e comparações podem tomar como base esse indicador de desempenho chamado EBITDA.

2.2 Normatização contábil do setor de incorporação imobiliária

Considera-se incorporação imobiliária a atividade de adquirir um ou mais terrenos, com o intuito de promover e realizar a construção para alienação, total ou parcial, de edificações compostas de unidades autônomas.

A construção do imóvel pode acontecer por meio de contratos de empreitada, sob fiscalização do empreendedor imobiliário, por administração da obra, em que os custos de construção ficam a cargo do empreendedor ou, então, com toda a obra sendo executada pelo próprio empreendedor, no caso de a empresa ter por objetivo também a construção.

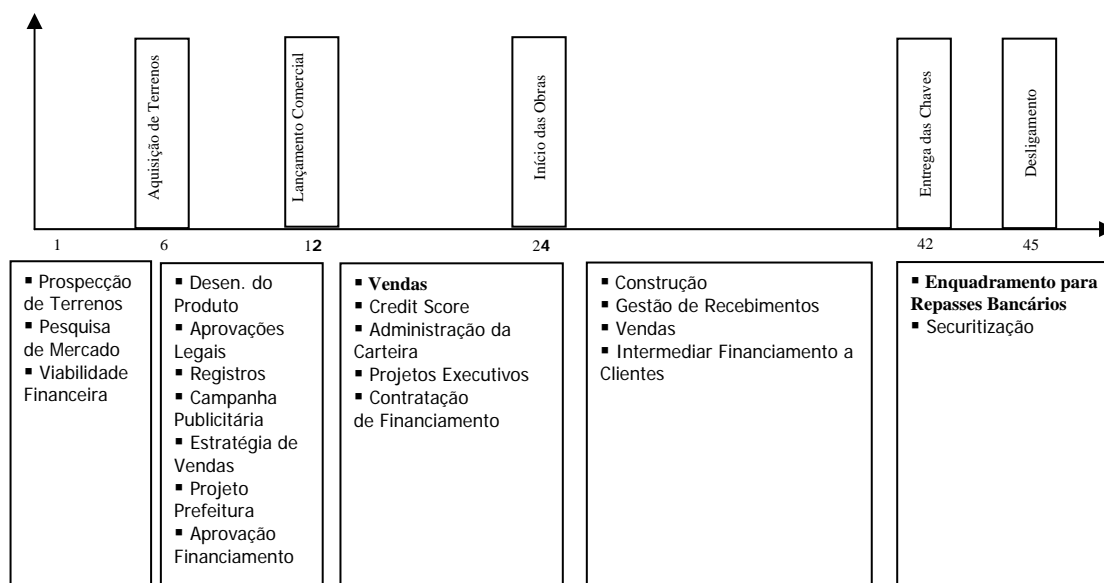
Ainda em relação à construção, esta pode ser realizada com recursos próprios ou de terceiros, mediante a obtenção de financiamentos na rede bancária ou, ainda, com recursos dos próprios compradores, no caso de construção em condomínio a preço de custo.

Por seu turno, as vendas podem ocorrer quando as unidades estiverem em construção ou concluídas, à vista ou financiada (pelo incorporador ou por agente financeiro), contratadas por valores fixos ou reajustadas por índices que reflitam a inflação e/ou com a imputação de juros, normalmente Tabela Price.

O ciclo operacional da atividade ocorre conforme demonstrado a seguir:

Figura 1 – Representação do ciclo operacional

Empreendimento Imobiliário – ciclo padrão



Fonte: Rossi Residencial S.A.

Os ciclos de incorporação variam em função do mercado consumidor ao qual o empreendimento se destina. Isso porque o prazo de construção é alterado de acordo com a capacidade financeira do público-alvo para amortizar entre 10% e 30% do preço do imóvel, visando que, na data de entrega das chaves, o saldo devedor do contrato não ultrapasse o valor máximo do financiamento que o banco oferece ao cliente, estimado entre 70% e 90% do valor de avaliação do imóvel. De forma geral, a incorporação dos empreendimentos voltados para a classe média demanda tempo superior (de 18 a 36 meses) se comparada aos empreendimentos para classe baixa (de 12 a 24 meses).

Em virtude dessa característica do ciclo operacional, as práticas contábeis adotadas na atividade de incorporação imobiliária brasileira são específicas e as determinações da legislação fiscal contrapõem os preceitos da Lei das Sociedades Anônimas e os princípios contábeis no que diz respeito ao regime de competência na apuração dos resultados.

A Legislação do Imposto de Renda, por meio da Instrução Normativa n.º 84/1979, da Secretaria da Receita Federal, e alterações realizadas pela Instrução Normativa n.º 23/1983, que estabelece as normas para apuração e tributação do lucro nas atividades imobiliárias, determinam que na venda a prazo ou a prestações, com o recebimento do preço após o período-base da venda, o lucro poderá ser apurado proporcionalmente à parcela da venda recebida, desde que seja controlado no grupo de resultado de exercícios futuros.

Com base na legislação fiscal, aproveitou-se para dar um uso errado ao resultado de exercícios futuros, convertendo-se em balanços e resultados de empresas do setor de incorporação imobiliária que não são compatíveis com sua situação efetiva e não são comparáveis com as demonstrações contábeis de empresas de outros setores, mesmo assemelhados (serviços por empreitadas, construções de longo prazo, produção de grandes equipamentos, etc.).

As normas fiscais permitem a apuração do resultado num regime próximo ao de caixa, uma vez que as despesas e os custos não obedecem a essa metodologia, mas as receitas, sim. Ressalte-se que a apropriação do resultado das vendas pelo recebimento das prestações não é princípio contábil aceito.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio do Ofício Circular CVM/SEP/SNC n.º 05/1995 estabeleceu os critérios para registro contábil do lucro na atividade imobiliária.

Nesses casos, o conceito aceito pelos princípios contábeis é o de que, quando se tem um contrato de longo prazo, este se trata de mera intenção. Economicamente, o resultado (ganho ou perda) somente se efetiva pela execução do contrato (pela construção). Portanto, as receitas de vendas devem ser apropriadas ao resultado na medida em que o produto da venda, o imóvel, for sendo construído, ou seja, a receita é apropriada de acordo com o percentual de conclusão do empreendimento, sendo esse percentual medido pela razão dos custos incorridos em relação aos custos orçados. Esse método é denominado *Percentage of Completion Method* (POC). Por sua vez, os custos e despesas são apropriados ao resultado à medida que ocorrem, portanto a velocidade de conversão da receita em caixa é completamente diferente dos desembolsos de caixa decorrentes dos custos e despesas.

Por conseguinte, quando uma unidade imobiliária é vendida, registra-se o valor da receita de venda a ser apropriada ao resultado de exercício futuro, conforme a evolução das obras, como um passivo no balanço patrimonial (resultado de vendas de imóveis a apropriar), em contrapartida do reconhecimento do direito a receber pela venda no ativo (contas a receber de clientes).

Da mesma forma, registra-se a obrigação para com terceiros no passivo (custos orçados a incorrer) pelo valor estimado de custos e despesas dessa unidade imobiliária vendida, em contrapartida, também no passivo, do resultado de vendas de imóveis a apropriar.

O imposto devido deve ser calculado nos moldes da legislação fiscal mediante a utilização do livro de apuração do lucro real, a exemplo do que ocorre com os contratos de longo prazo e vendas do ativo permanente.

Em junho de 2003, o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) editou a Resolução n.º 963, a qual entrou em vigor a partir de 1.º de janeiro de 2004, porém foi encorajada sua aplicação antecipada já para o ano-base de 2003.

Esta norma estabeleceu critérios e procedimentos específicos de avaliação, de registro das variações patrimoniais e de estruturação das demonstrações contábeis, e as informações mínimas a serem divulgadas em notas explicativas para as entidades imobiliárias, considerando entidades imobiliárias aquelas que têm como objeto uma ou mais das seguintes atividades exercidas em parceria ou não:

- compra e venda de direitos reais sobre imóveis;
- incorporação em terreno próprio ou em terreno de terceiros;
- loteamento de terrenos em áreas próprias ou em áreas de terceiros;
- intermediação na compra ou venda de direitos reais sobre imóveis;
- administração de imóveis; e
- locação de imóveis.

Essa resolução alterou a forma de apresentação do balanço patrimonial das empresas do setor de incorporação imobiliária, limitando o reconhecimento do direito a receber de

clientes até o montante da receita reconhecida e eliminando, portanto, a necessidade de registrar, no passivo, o custo orçado a incorrer das unidades vendidas.

Apesar das normas mencionadas acima, existiam algumas diferenças de práticas contábeis entre as empresas do setor, o que dificultava a análise comparativa. Assim, certos indicadores operacionais e financeiros, geralmente utilizados para avaliação de empresas, distorcem a análise contábil do setor.

Além disso, as empresas possuem diferentes modelos de negócios, mercados de atuação, estruturas societárias, posicionamentos estratégicos e vantagens competitivas que devem ser considerados.

Mediante a análise das notas explicativas divulgadas como parte integrante das demonstrações contábeis publicadas pelas principais empresas constantes do Quadro 11, apresentado adiante, pode-se verificar que os principais itens que estão sujeitos a diferenças de práticas contábeis adotadas pelas empresas do setor de incorporação imobiliária são:

- **Critério de consolidação do balanço** – Grande parte das empresas opera por intermédio de Sociedade de Propósito Específico (SPE) constituídas especificamente para cada empreendimento. Existem dois critérios de consolidação de balanço e resultados: consolidação proporcional – quando se consolidam os ativos, passivos, receitas, custos e despesas na proporção da participação da empresa em cada SPE e, consolidação integral ou total – em que se consolidam 100% dos ativos, passivos, receitas, custos e despesas, destacando tanto no balanço patrimonial quanto na demonstração do resultado a participação dos acionistas minoritários. O que determina a utilização de um critério ou outro não é o percentual de participação na sociedade, mas sim o conceito de controle, que está sujeito a interpretações.
- **Comissão de vendas** – Algumas empresas utilizam somente corretores terceirizados na comercialização de seus imóveis, ao passo que outras fazem uso também de força própria de vendas. A comissão devida aos corretores terceirizados já é descontada do preço de venda das unidades e não transita pela demonstração de resultado da empresa, pois o

pagamento ao corretor é feito diretamente pelo comprador do imóvel (cliente final). Em geral, as empresas costumam divulgar o valor das vendas contratadas deduzido da comissão de vendas pagas a terceiros. A comissão de vendas que resulta da força de vendas própria é contabilizada como despesa de vendas.

- **Custo de aquisição de terrenos** – O reconhecimento do custo de aquisição do terreno dependia da forma como o terreno foi adquirido. Caso o terreno tenha sido comprado em dinheiro ou permuta financeira, o valor pago ou estimado da permuta corresponde ao valor do terreno registrado inicialmente ao estoque e é considerado como custo incorrido no momento da venda das unidades imobiliárias. Se o terreno fosse adquirido em permuta física, não havia valor atribuído ao estoque de terreno, uma vez que já está considerado no custo de construção (orçado) das unidades permutadas.
- **Atualização monetária das contas a receber de clientes** – As contas a receber de clientes podem ser referentes ao período de construção – pré-chaves, ou de imóveis já entregues – pós-chaves. O saldo de contas a receber pré-chaves é atualizado monetariamente pela variação do Índice Nacional de Custo de Construção (INCC), enquanto a atualização monetária das parcelas pós-chaves se dá pela variação do Índice Geral de Preços ao Mercado (IGP-M). Algumas empresas entendem que a atualização monetária refere-se ao preço do imóvel e, portanto, contabilizavam como receita operacional bruta. Entretanto, outras empresas tinham o entendimento de que a atualização monetária era decorrente de uma decisão financeira, de financiar os compradores. Portanto, tratavam com receita financeira.
- **Despesas com vendas** – Existiam duas formas de registrar essas despesas: as despesas com vendas podiam ser diferidas e apropriadas ao resultado pelo mesmo critério de apropriação da receita imobiliária, ou seja, durante o período de construção ou reconhecidas como resultado no momento em que ocorrem, por competência.

- **Juros dos empréstimos e financiamentos** – Da mesma forma que a atualização monetária das contas a receber, os encargos dos financiamentos podem ser referentes ao período de construção pré-chaves ou pós-chaves. Os juros podem ser apropriados como custo do produto vendido, sendo diferidos e apropriados proporcionalmente às unidades vendidas ou, como despesa financeira, na medida em que ocorrem. Os encargos decorrentes de financiamento para construção estão diretamente associados ao custo dos imóveis vendidos. Entretanto, os encargos decorrentes de empréstimos corporativos (debêntures) ou de capital de giro estão sujeitos a interpretações quanto a sua classificação contábil.
- **Securitização de recebíveis** – Algumas empresas adotam a política de não financiar os clientes após o término da construção, repassando a carteira de recebíveis para as instituições financeiras. Outras empresas adotam como estratégia financiar os clientes após a entrega dos imóveis, mantendo em carteira os seus recebíveis, gerando receitas financeiras de 1% ao mês mais atualização monetária.

Com o intuito de eliminar essas diferenças de práticas contábeis, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), órgão criado pela Resolução CFC n.º 1.055/2005, cujo objetivo é o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais, emitiu o Parecer de Orientação CPC O-01, que trata especificamente de procedimentos a serem observados pelas empresas do setor de incorporação imobiliária.

A CVM, por sua vez, aprovou e tornou obrigatório, para as companhias abertas, o Parecer de Orientação CPC O-01, que trata exclusivamente das Entidades de Incorporação Imobiliária, por meio da Deliberação n.º 561, de 18 de dezembro de 2008.

Na prática, nota-se que essa norma ainda não atingiu plenamente seu objetivo, restando diferenças decorrentes de interpretação ou do modelo de negócio de cada empresa.

Mais recentemente (2009), em virtude da convergência das práticas contábeis brasileiras para o padrão contábil internacional (IFRS – *International Financial Report Standard*), o Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu a Interpretação Técnica ICPC-02, que trata do Contrato de Construção do Setor Imobiliário, especificamente da determinação do momento em que um contrato se caracteriza no alcance do Pronunciamento Técnico CPC 17 – Contratos de Construção ou do Pronunciamento Técnico CPC 30 – Receitas.

Embora a CVM tenha aprovado e tornado obrigatória sua adoção, mediante a Deliberação n.º 612, de 22 de dezembro de 2009, sua aplicação está sendo debatida pelos agentes de mercado (Abrasca,¹ Apimec,² CPC, CVM, Ibracon³), tendo em vista o efeito relevante sobre as demonstrações contábeis das empresas. Portanto, na prática, essa norma ainda não produziu efeitos.

Mesmo sem considerar eventuais diferenças de práticas contábeis, por meio das demonstrações contábeis relativas ao exercício de 2008 e 2009, disponibilizadas pelas cinco empresas do setor integrantes do Ibovespa, nota-se como é contraditória a comparação do EBITDA e da Geração de Caixa Operacional extraída da Demonstração do Fluxo de Caixa, que se tornou obrigatória pela Lei 11.638, aprovada em 28 de dezembro de 2007.

Quadro 5 – Comparativo entre EBITDA e DFCs

Empresa	EBITDA (R\$ MM)		GERAÇÃO DE CAIXA OPERACIONAL (R\$ MM)	
	Ano 2008	Ano 2009	Ano 2008	Ano 2009
Cyrela	470	911	(987)	(1.532)
Gafisa	300	604	(812)	(677)
MRV	273	441	(790)	(211)
PDG	277	449	(634)	(841)
Rossi	181	345	(337)	(378)

Fonte: Demonstrações contábeis – CVM/Bovespa

¹ Abrasca – Associação Brasileira das Companhias Abertas.

² Apimec – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.

³ Ibracon – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil.

Nota-se que as empresas divulgaram um EBITDA positivo e em crescimento, ao mesmo tempo em que na demonstração de fluxo de caixa (DFC) apresentam uma geração de caixa operacional negativa, nos respectivos exercícios 2008 e 2009. Esse efeito ocorre principalmente em função do ciclo operacional da atividade e em decorrência das práticas contábeis específicas do setor, uma vez que o EBITDA é calculado por meio das demonstrações contábeis apresentadas pela legislação societária e o prazo em que as receitas se convertem em caixa é mais longo, conforme demonstrado na seção 2.4 adiante.

Já a comparabilidade entre as empresas, tanto do EBITDA quanto da demonstração dos fluxos de caixa (DFC), também está comprometida em virtude dos efeitos decorrentes das estratégias de cada empresa, assim como de suas políticas de critérios contábeis, razão pela qual se entende que a demonstração de fluxo de caixa, por si só, não resolve a questão da mensuração de caixa das empresas.

2.3 EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

Condições macroeconômicas favoráveis, combinadas com a disponibilidade de recursos por intermédio do mercado de capitais, provocaram forte expansão do mercado imobiliário brasileiro, acirrando a competição entre as empresas, não só em relação aos potenciais compradores de imóveis, mas também no tocante aos investidores. Essa competição faz com que as empresas busquem o melhor desempenho, na expectativa de se manterem ou conquistarem um lugar de destaque.

Para atingir esse objetivo é indispensável a análise financeira e econômica das empresas, estabelecendo base comparativa com as demais. Daí a extrema importância do cálculo de indicadores de desempenho: demonstrar a situação da empresa e estabelecer estratégias.

A apreciação desses indicadores serve de termômetro para ponderar sobre a situação financeira da organização, além de promover o entendimento da situação da companhia, verificar a tendência dos acontecimentos e gerar dados para que os executivos direcionem esforços onde for necessário.

Na intenção de encontrar conceitos que auxiliem na identificação de pontos fracos e nocivos à ação e vigor empresarial, um conjunto de indicadores financeiros não tradicionais

foi desenvolvido. Dentre eles se destacam: o EVA (*Economic Value Added*), o MVA (*Market Value Added*) e o EBITDA.

Como neste trabalho interessa analisar o uso do EBITDA como indicador de desempenho no setor de incorporação imobiliária, procura-se entender como esse indicador financeiro vem sendo empregado por empresas de capital aberto e analistas de mercado.

De maneira genérica, a investigação das demonstrações financeiras é feita mediante a tradução dos dados ou valores de uma empresa transformados em índices ou indicadores numéricos que permitam sua análise.

O profissional que os avalia tem conhecimento sobre os conceitos e fundamentos da administração financeira para compreender o comportamento da empresa. Ele desempenha suas funções de acordo com as características estruturais da organização e a quantidade de informações que tem à disposição.

A eficácia da análise contábil é proporcional à confiabilidade dos dados com os quais o profissional trabalha. O objetivo é um diagnóstico que verifique a situação em que a empresa se encontra.

É ainda imprescindível que os fatos contábeis estejam claramente identificados e calculados antes de serem adequadamente classificados e registrados para a formação de um banco de dados informativo que atenda tanto a interesses internos quanto externos.

De acordo com Silva (2008, p. 128), “os índices financeiros são relações entre contas ou grupos de contas, que têm por objetivo fornecer-nos informações que não são fáceis de serem visualizadas de forma direta nas demonstrações contábeis”.

Cada vez mais existe a necessidade de buscar informações contábeis para analisar o desempenho de empresas de diversos setores. Gestores e investidores querem entender o desempenho da empresa; uns porque precisam diagnosticar os problemas e solucioná-los, outros porque necessitam saber se a empresa é segura para investimentos.

O setor de incorporação imobiliária se diferencia de outros tipos de indústrias em razão do processo de produção dos bens produzidos por ele. A quantidade e complexidade dos

bens e serviços empregados que geram valor agregado ao produto final resultam no longo ciclo de produção, aumentando ainda mais o ciclo operacional da atividade.

Sendo assim, a avaliação de indicadores de desempenho que medem a situação econômico-financeira dessas empresas precisa ser meticulosa e diferenciada, porque a continuidade da empresa está subordinada a essa relação.

Os indicadores econômicos analisam a empresa sob o ponto de vista da rentabilidade, oferecendo importantes subsídios sobre o desempenho em relação a, por exemplo, patrimônio líquido, ou a margem de lucro bruta e líquida.

Por seu turno, os indicadores financeiros têm como foco a situação de caixa e liquidez, a capacidade de geração e manutenção de caixa da empresa, assim como o equilíbrio financeiro. Considera liquidez corrente, seca, imediata e geral, EBITDA, capital circulante líquido e cobertura de juros.

Para Frezatti (2007), embora as empresas possam dispor de numerosos indicadores, quando se trata de empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores, é preciso escolher um que seja satisfatório e representativo para o mercado, empresa e gestores. O que poderia ser um objetivo simples se revela complexo, pois os agentes mencionados têm objetivos, graus de assimetria, absorção de informação e graus de tolerância, em termos de sofisticação, distintos e, caso certo nível de reflexão seja possível, será percebido que se trata de uma negociação o estabelecimento de tal indicador ou, em alguns casos, de alguma concessão.

A prioridade por um indicador sempre estará sujeita a múltiplos fatores e interesses diversos. Dessa forma, dispor de vários indicadores de longo prazo pode ser uma maneira conveniente de não perder a referência e o progresso histórico da corporação, ainda mais no setor de incorporação imobiliária.

Do ponto de vista do controle gerencial, o indicador financeiro de longo prazo é necessário porque a empresa tem necessidade de avaliar o planejamento e o controle do retorno financeiro das estratégias, dimensionando sua condição de riqueza.

O fato é que as empresas de incorporação imobiliária precisam de indicadores de mensuração em longo prazo, pois, conforme já referido, apresentam o ciclo operacional que

geralmente ultrapassa um ano, desde a compra da matéria-prima até o recebimento das vendas.

Esse tempo refere-se, em média, ao período em que o capital está aplicado nas operações sem que tenham sucedido as correspondentes entradas em caixa. Desse modo, o capital de giro ou parte dele é financiado por fornecedores que concedem prazo para o pagamento.

Já o ciclo financeiro representa o tempo decorrido entre o pagamento dos fornecedores pela matéria-prima ou produtos adquiridos e o recebimento das vendas efetuadas; o tempo em que a empresa carece ou não de financiamento complementar do seu ciclo operacional.

A apuração do ciclo financeiro evidencia o prazo usado pela corporação para financiar sua clientela com recursos próprios ou de terceiros. Entende-se que, quanto maior for o ciclo financeiro, mais a empresa precisa obter financiamento complementar para o giro de seus negócios.

O EBITDA é um indicador financeiro que tem sua origem pela necessidade de credores entenderem se determinada empresa consegue gerar caixa nas suas operações, independentemente da sua estrutura de capital, ou seja, da forma de financiamento do seu negócio.

Conforme Martins (1998) o EBITDA corresponde ao potencial de caixa que o ativo operacional de uma empresa é capaz de produzir. É importante ressaltar a palavra **potencial**, pois seu valor não pode ser confundido com o caixa físico da empresa, uma vez que a conversão em caixa das receitas, custos e despesas pode não ocorrer no mesmo momento.

De acordo com Silva (2008), o EBITDA é um conceito de desempenho operacional que considera as receitas líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, com exceção das depreciações e amortizações.

Por outro lado, o EBITDA aprecia o desempenho operacional de uma empresa sem refletir o impacto no resultado dos itens extraordinários, das despesas com investimentos e

das mudanças no capital de giro. É conhecido em português como LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações).

Foi na década de 1970 que o EBITDA ficou conhecido nos Estados Unidos e começou a ser usado por analistas como medida temporária para mensurar o tempo que uma empresa de grande investimento em infraestrutura levaria para prosperar numa perspectiva de longo prazo, como é o caso das empresas de incorporação imobiliária.

Os investidores projetavam uma medida de longo prazo e, para tanto, consideravam apenas a atividade operacional, excluindo juros dos recursos financiados e somando a depreciação dos ativos.

Em outras palavras, o indicador se propõe a demonstrar o volume de recursos gerados pela atividade-fim do negócio, e se este recurso efetivo é suficiente para investir, quitar juros sobre o capital de terceiros e obrigações com o governo, e ainda pagar os acionistas.

São características que tornam o indicador atrativo, e muitos gestores fazem uso dele nas tomadas de decisão; porém, para que essas decisões sejam acertadas, é indispensável que, ao usar os índices contábeis de uma análise econômico-financeira, o gestor tenha conhecimento preciso das características próprias do EBITDA.

É essencial que estejam informados da importância da ferramenta na análise do desempenho operacional, mas também cientes das capacidades informativas que o indicador apresenta, bem como dos equívocos que pode induzir.

Os defensores do uso do EBITDA apresentam vários argumentos favoráveis. Um deles é que a utilização do índice acabou com a disparidade das exigências fiscais e muitas das implicações dos vários princípios contábeis existentes, tornando-o uma ferramenta de grande utilidade quando uma empresa decide comparar seu desempenho com o do concorrente, ou mesmo globalizar suas ações.

Segundo King (2001), o EBITDA possui quatro principais utilidades: o uso nas relações preço/lucro; para análise financeira de empresas em fase pré-operacional; em avaliação de empresas pelo método de múltiplos e como disponível de caixa.

Para Hoji (2004), o EBITDA é um indicador financeiro que mostra se os ativos operacionais estão gerando caixa. É considerado pelos analistas financeiros o melhor indicador de geração de caixa operacional, pois entram em seu cálculo somente os resultados operacionais que afetam o caixa.

A variação percentual de crescimento ou queda do EBITDA, análise horizontal, pode ainda ser comparada, demonstrando aos investidores se a empresa em questão, em determinado período, conseguiu aumentar sua produtividade em relação ao ano anterior. Além de, como percentual de receita, ser usado para identificar as empreendedoras mais competentes dentro de determinado segmento de mercado, como acontece atualmente no setor de incorporação imobiliária.

O EBITDA possibilita que informações de diferentes empresas possam ser confrontadas, até mesmo globalmente, sem que as decisões de investimento e financiamento influenciem o julgamento dos gestores, tornando sensível, desse modo, a produtividade e a eficiência do empreendimento.

Quanto ao uso exclusivo, no artigo *Putting EBITDA In Perspective: Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow*, são apontadas dez deficiências em relação ao uso do indicador (STUMPP et al., 2000).

Em primeiro lugar, ele ignora as alterações no capital circulante e superavalia o fluxo de caixa em momentos de crescimento do capital. E, uma vez que variações de contas do balanço são consideradas na estimativa do indicador, este influencia o cálculo do fluxo operacional de caixa num momento em que o capital circulante está se desenvolvendo. Isso ocorre porque o caixa gerado pelas operações é consumido para suportar esse aumento.

Outro problema é que o EBITDA falha ao avaliar a liquidez da empresa por não considerar informações como estabilidade do fluxo de caixa e as necessidades de recursos para suportar o capital de giro, podendo fornecer, assim, dados enganosos sobre a liquidez.

Em casos de organizações com ativos de vida curta que necessitam de reinvestimento constante, o EBITDA evidencia um montante de caixa que não está disponível. Isso acontece porque ele não considera o reinvestimento necessário.

Ainda em relação à crítica anterior, o EBITDA não fornece informações sobre os lucros porque desconsidera a depreciação e a amortização, e estas podem não estar disponíveis para a cobertura dos débitos se a empresa computar o caixa gerado pelas operações para financiar novas aquisições.

Ainda como crítica negativa, o indicador pode ser uma medida inadequada para comparação de múltiplos de investimento por não informar especificidades, tais como a forma como os ativos da empresa foram adquiridos, sua administração, o mercado ao qual presta serviços, as suas perspectivas ou probabilidades de desenvolvimento.

Autores como Stumpp et al. (2000) afirmam ainda que o EBITDA ignora que nem todas as receitas podem ser computadas como caixa – há uma distinção entre a qualidade do fluxo de caixa resultante de políticas contábeis que podem afetar a qualidade dos lucros acelerando o reconhecimento de receitas que não estão próximas da realização financeira. Nesse caso, a base de cálculo do EBITDA não será confiável para a análise comparativa com o fluxo de caixa de outras empresas.

Como problema, para que haja comparação do EBITDA de empresas de diferentes países é preciso que todas estejam adequadas às mesmas normas contábeis. Caso contrário, a comparação será impossível. No Brasil, o prazo dado pela CVM para que as empresas de capital aberto adotem padrões contábeis alinhados ao padrão contábil internacional (IFRS) é o exercício de 2010, entretanto, conforme mencionado anteriormente, ainda persistem discussões em relação ao setor de incorporação imobiliária.

Há ainda mais reprovações ao uso do EBITDA. Sua utilidade é reduzida quando usada em cláusulas de contrato, uma vez que ignora as necessidades de capital de giro e reinvestimento. Quando as cláusulas contratuais exigem testes de avaliação do nível de endividamento e estes são baseados no EBITDA, consideram que este é sinônimo de fluxo de caixa e que está disponível para o serviço da dívida.

Ainda existe a possibilidade do uso de políticas contábeis agressivas que se relacionam a receitas e despesas – e o EBITDA pode ser manipulado. Por fim, as empresas de diferentes setores não podem ser analisadas pelo EBITDA, visto que cada setor tem ativos que se diferem (diferenças entre níveis de depreciação e das necessidades de reinvestimento, além de tempo desigual de duração dos ativos).

Os impasses são muitos. Por exemplo: algumas vezes as empresas fazem empréstimos ou financiamentos, prática comum para subsidiar operações das empresas do setor imobiliário. Por tal motivo, acabam apresentando despesa financeira superior às receitas financeiras.

Com isso, poderá haver distorção entre o resultado do EBITDA e a real situação da organização: o indicador será superior ao lucro líquido, mas na etapa final da demonstração de resultados apresentará prejuízo líquido, ou seja, poderia apresentar um EBITDA positivo e, ainda assim, não dispor de capital suficiente para bancar seus juros e outros pagamentos.

É importante que o EBITDA não seja confundido com geração de caixa, visto que ele não corresponde ao fluxo de caixa físico efetivo ocorrido numa empresa – um percentual de vendas pode não ter sido recebido ou parte dos dispêndios não ter sido quitada.

Apesar de o cálculo da geração do fluxo de caixa e o EBITDA apresentarem variáveis comuns, gastos com investimento e variação da necessidade de capital de giro não são inclusos no cálculo, mas são indispensáveis para o detalhamento da geração de caixa. Então, novamente, a avaliação da empresa não corresponderá à conjuntura do negócio. Veja na próxima seção (2.4) uma exemplificação dos efeitos para o setor de incorporação imobiliária.

Embora o EBITDA não seja uma medida amparada pelas normas contábeis brasileiras, a CVM, por meio do Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n.º 01/2006, se pronunciou da seguinte forma:

Vem sendo observado pelas entidades representativas do mercado de capitais que a informação do LAJIDA (EBITDA) está sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas. Essa situação torna difícil compreender tanto a formação do número apresentado quanto a sua integração ou conciliação com os outros números da Demonstração do Resultado, além de não ser comparável. Essas medições, portanto, não são diretamente extraídas da mesma estrutura da demonstração do resultado construída segundo os princípios e normas contábeis, mas incluem e excluem montantes não previstos nessas normas.

A CVM recomenda que, além da divulgação do EBITDA, as companhias publiquem uma reconciliação com a medição econômica baseada nas normas contábeis, sugerindo a seguinte estrutura:

Quadro 6 – Reconciliação do lucro operacional ao EBITDA

Lucro operacional
(+) despesas financeiras
(+) depreciação
(+/-) amortização de ágio ou deságio
(+) outras amortizações
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – LAJIDA (EBITDA)

Fonte: Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n.º 01/2006

Finalmente, cabe ressaltar as orientações da CVM no sentido de,

[...] ao buscar apresentar uma nova medição de desempenho econômico, os administradores da companhia devem refletir sobre a relevância da informação para o usuário, além do significado e os conceitos envolvidos. A mera inclusão de uma nova edição, sem esclarecer o que se pretende comunicar, diminui a relevância dessa divulgação e pode surtir efeito contrário ao recomendável, confundindo ao invés de informar.

Essas considerações remetem à origem da necessidade da prestação de informações pelas companhias abertas, a sua forma mais ou menos padronizada dentro de um sistema de distribuição de informações para garantir o acesso igualitário aos usuários da informação divulgada.

Entende-se que, como característica fundamental, as informações apresentadas aos usuários interessados no mercado de capitais devem ter algumas qualidades, entre as quais está a necessidade de elas serem comparáveis no tempo, no ramo de atividades e entre ramos distintos, motivo pelo qual as companhias observam todos os elementos do processo contábil que garantem a qualidade final, ou seja, a aplicação dos mesmos princípios, critérios de avaliação e normas e práticas sobre o conjunto de dados.

2.4 Exemplo do EBITDA como indicador de geração de caixa

Para exemplificar o efeito do ciclo operacional, assim como da forma de apropriação do lucro imobiliário no cálculo do EBITDA, tomamos por base a venda de uma única unidade imobiliária pelo preço de R\$ 1,0 milhão, que o comprador pagará conforme a tabela de vendas abaixo:

Quadro 7 – Tabela de vendas

Tabela de venda	% da venda	Valor	N.º de parcelas
Entrada	5%	50.000,00	3
Mensais Pré-Chaves	10%	100.000,00	29
Mensais Pós-Chaves (saldo devedor)	75%	750.000,00	120
Entrega de Chaves	10%	100.000,00	1
Total	100%	1.000.000,00	

Fonte: elaborado por Gerson Cohen

Nesse exemplo, o saldo devedor de R\$ 750 mil será quitado pelo comprador mediante a obtenção de financiamento imobiliário em instituição financeira um mês após a parcela de chaves.

O custo orçado dessa unidade é composto pela fração de terreno, no valor de R\$ 100 mil, que foram pagos à vista seis meses antes do lançamento, mais o custo de construção estimado em R\$ 500 mil, pagos ao longo da obra prevista para ser concluída em 25 meses.

Foram gastos no momento do lançamento do empreendimento R\$ 50 mil com despesas de comercialização, publicidade e propaganda.

Apenas para efeito de simplificação do exemplo, os efeitos tributários, assim como as despesas administrativas, foram desprezados.

Conclui-se, portanto, que tanto o lucro na venda dessa unidade quanto o caixa ao final de ciclo operacional são de R\$ 350 mil, apresentados a seguir, separadamente:

Quadro 8 – Fluxo de caixa do exemplo

Eventos		Fluxo de Caixa			
		Mês	Recebimentos	Pagamentos	Acumulado
compra do terreno	-6	jan-06		(100.000,00)	(100.000,00)
	-5	fev-06			(100.000,00)
	-4	mar-06			(100.000,00)
	-3	abr-06			(100.000,00)
	-2	mai-06			(100.000,00)
	-1	jun-06			(100.000,00)
lançamento	0	jul-06		(50.000,00)	(150.000,00)
venda da unidade	1	ago-06	16.666,67		(133.333,33)
	2	set-06	16.666,67		(116.666,67)
	3	out-06	16.666,67		(100.000,00)
	4	nov-06	3.448,28		(96.551,72)
	5	dez-06	3.448,28		(93.103,45)
	6	jan-07	3.448,28		(89.655,17)
Início da obra	7	fev-07	3.448,28	(831,79)	(87.038,69)
	8	mar-07	3.448,28	(3.316,54)	(86.906,95)
	9	abr-07	3.448,28	(6.383,67)	(89.842,34)
	10	mai-07	3.448,28	(9.499,15)	(95.893,22)
	11	jun-07	3.448,28	(11.549,29)	(103.994,24)
	12	jul-07	3.448,28	(13.986,59)	(114.532,55)
	13	ago-07	3.448,28	(16.760,95)	(127.845,22)
	14	set-07	3.448,28	(19.031,94)	(143.428,89)
	15	out-07	3.448,28	(22.593,61)	(162.574,23)
	16	nov-07	3.448,28	(25.695,43)	(184.821,38)
	17	dez-07	3.448,28	(27.999,89)	(209.372,99)
	18	jan-08	3.448,28	(30.031,70)	(235.956,41)
	19	fev-08	3.448,28	(34.566,88)	(267.075,02)
	20	mar-08	3.448,28	(37.890,97)	(301.517,71)
	21	abr-08	3.448,28	(35.858,45)	(333.927,89)
	22	mai-08	3.448,28	(33.616,35)	(364.095,96)
	23	jun-08	3.448,28	(32.120,50)	(392.768,19)
	24	jul-08	3.448,28	(28.231,25)	(417.551,16)
	25	ago-08	3.448,28	(25.730,50)	(439.833,39)
	26	set-08	3.448,28	(23.610,17)	(459.995,28)
	27	out-08	3.448,28	(20.694,50)	(477.241,50)
	28	nov-08	3.448,28	(17.532,16)	(491.325,39)
	29	dez-08	3.448,28	(12.157,06)	(500.034,18)
	30	jan-09	3.448,28	(7.526,65)	(504.112,56)
final da obra	31	fev-09	3.448,28	(2.783,99)	(503.448,28)
	32	mar-09	3.448,28		(500.000,00)
entrega da unidade	33	abr-09	100.000,00		(400.000,00)
	34	mai-09	750.000,00		350.000,00
	35	jun-09			350.000,00
	36	jul-09			350.000,00

Fonte: elaborado por Gerson Cohen.

Quadro 9 – Fluxo de apropriação do resultado imobiliário

Mês	Apropriação do Resultado Societário, conforme CPC 001			
	Receita	Custo	Desp. com.	Lucro
jan./06				
fev./06				
mar./06				
abr./06				
mai./06				
jun./06				
jul./06			(50.000,00)	(50.000,00)
ago./06	230.769,23	(138.461,54)		92.307,69
set./06				
out./06				
nov./06				
dez./06				
jan./07				
fev./07	1.279,68	(767,81)		511,87
mar./07	5.102,36	(3.061,42)		2.040,95
abr./07	9.821,03	(5.892,62)		3.928,41
mai./07	14.614,08	(8.768,45)		5.845,63
jun./07	17.768,14	(10.660,88)		7.107,26
jul./07	21.517,83	(12.910,70)		8.607,13
ago./07	25.786,08	(15.471,65)		10.314,43
set./07	29.279,91	(17.567,95)		11.711,96
out./07	34.759,41	(20.855,64)		13.903,76
nov./07	39.531,43	(23.718,86)		15.812,57
dez./07	43.076,75	(25.846,05)		17.230,70
jan./08	46.202,62	(27.721,57)		18.481,05
fev./08	53.179,81	(31.907,89)		21.271,93
mar./08	58.293,81	(34.976,28)		23.317,52
abr./08	55.166,84	(33.100,11)		22.066,74
mai./08	51.717,47	(31.030,48)		20.686,99
jun./08	49.416,16	(29.649,69)		19.766,46
jul./08	43.432,69	(26.059,61)		17.373,08
ago./08	39.585,39	(23.751,23)		15.834,15
set./08	36.323,33	(21.794,00)		14.529,33
out./08	31.837,69	(19.102,62)		12.735,08
nov./08	26.972,56	(16.183,54)		10.789,02
dez./08	18.703,17	(11.221,90)		7.481,27
jan./09	11.579,47	(6.947,68)		4.631,79
fev./09	4.283,07	(2.569,84)		1.713,23
mar./09	-	-		-
abr./09	-	-		-
mai./09	-	-		-
jun./09	-	-		-
jul./09	-	-		-
	1.000.000,00	(600.000,00)	(50.000,00)	350.000,00

Fonte: elaborado por Gerson Cohen

O quadro abaixo resume o lucro da venda da unidade imobiliária que, no exemplo, equivale ao EBITDA, assim como o caixa de cada exercício, demonstrando que a velocidade de apropriação do resultado na atividade imobiliária é completamente diferente da geração do caixa, igualando-se somente ao final de todo o ciclo operacional e, portanto, é inadequado o uso do EBITDA como indicador de geração de caixa no setor.

Quadro 10 – Comparativo do fluxo do resultado versus fluxo de caixa

Exercício	Lucro / EBITDA Em R\$	Caixa Em R\$
2006	42.307,7	(93.103,5)
2007	97.014,7	(116.269,5)
2008	204.332,6	(290.661,2)
2009	6.345,0	850.034,2
Total	350.000,0	350.000,0

Fonte: elaborado por Gerson Cohen

Nota-se que, conforme a tabela de vendas do exemplo, o comprador do imóvel pagaria somente 25% do preço de venda no imóvel, da data da compra até a entrega e, nesse mesmo período, a empresa teria apropriado 100% do lucro imobiliário previsto, demonstrando o motivo pelo qual o EBITDA não deve ser tomado como medida de desempenho de empresas do setor, muito mesmo como uma referência, ainda que “aproximada” de geração de caixa.

2.5 Teoria institucional

As teorias organizacionais têm como objetivo principal traçar abordagens que possam explicar a realidade de uma organização por meio de critérios preestabelecidos. Essas teorias seguiram o caminho natural de toda evolução científica, ou seja, cada uma delas procurou apresentar a melhor explicação, solução ou interpretação de um fenômeno econômico ou comportamental.

Em consonância com os objetivos propostos, a finalidade dessa seção é buscar na teoria os fundamentos que ajudem a explicar os fenômenos aqui estudados, uma vez que a Teoria Institucional traz uma visão sociológica para interpretação de fenômenos.

Segundo Zucker e Tolbert (1996), as análises organizacionais baseadas em uma perspectiva institucional proliferaram após a publicação do artigo de Meyer e Rowan (1977), para quem as explicações tradicionais para a persistência de características culturais estão vinculadas ao fenômeno institucional.

Para Carvalho e Vieira (2003), Philip Selznik é considerado o precursor da Teoria Institucional por introduzir as bases de um modelo institucional e interpretar as organizações como uma expressão estrutural da ação racional que, ao longo do tempo, são sujeitas às pressões do ambiente social e transformam-se em sistemas orgânicos.

De acordo com DiMaggio e Powell (1991), os pressupostos da teoria institucional são baseados em uma análise sociológica do comportamento humano que reconhece fenômenos de racionalidade limitada e o caráter político da ação social. Essa visão sustenta que mudanças estruturais acontecem não por razões de eficiência ou da necessidade de enfrentamento da concorrência, mas em virtude de outros processos que tornam as organizações mais semelhantes, sem necessariamente fazê-las mais eficientes.

As organizações adotam práticas socialmente legítimas independentemente de razões objetivas, racionais ou de eficiência porque a adoção dessas práticas aumenta a probabilidade de sobrevivência.

O comportamento social é fundamentado na legitimação e na conformidade a padrões socialmente construídos a partir da socialização de indivíduos, das interações no seio da organização ou da dinâmica do mercado. O indivíduo aceita e segue normas sociais sem questioná-las, sem nenhuma reflexão ou resistência comportamental baseadas em seus interesses pessoais (ZUCKER; TOLBERT,1996).

O contexto ambiental é separado por Meyer e Rowan (1977) em: ambiente técnico, em que as organizações disponibilizam produtos e serviços em troca de recompensas, valorizando essa relação de troca em termos técnicos (eficiência e eficácia); e ambiente institucional, em que componentes socioculturais ganham relevância, caracterizando-se pela existência de regras e exigências culturais a que as organizações devem se ajustar, a fim de alcançarem legitimidade e apoio contextual.

O princípio básico da Teoria Institucional é o isomorfismo, que consiste na imitação em busca da similaridade sob a qual a organização ganha segurança (MEYER; ROWAN, 1977).

Isomorfismo institucional é a expressão usada para caracterizar o progresso por meio da imitação, pois é a maneira pela qual a organização ganha proteção.

A partir deste conceito, distinguem-se três mecanismos de isomorfismo:

- isomorfismo coercitivo – resulta de expectativas culturais da sociedade e de pressões pela conformidade, exercidas mediante padrões, regulamentos e assemelhados por uma organização sobre outra que se encontra em condição de dependência;
- isomorfismo mimético – consiste na imitação de arranjos estruturais e procedimentos bem-sucedidos implementados por outras organizações, ou seja, mediante esta conduta procuram mostrar aos outros que também fazem uso das melhores práticas, em face da incerteza decorrente de problemas tecnológicos, objetivos conflitantes e exigências ambientais;
- isomorfismo normativo – refere-se à profissionalização, que envolve o compartilhamento de um conjunto de normas e métodos de trabalho pelos membros de cada segmento ocupacional, ou seja, é o resultado da experiência profissional, incorporada por normas próprias para as tomadas de decisões dos dirigentes dentro das organizações.

Esse fenômeno pôde ser percebido no setor de incorporação imobiliária, na medida em que agentes de mercado mensuravam desempenho inicialmente pelo tamanho do estoque de terrenos que a empresa possuía. Portanto, houve um movimento muito forte de aquisição de terrenos por parte das incorporadoras, no intuito de se fortalecerem e demonstrar potencial de crescimento.

Posteriormente, houve um ajustamento nessa visão do mercado, que passou a medir desempenho pela capacidade de lançamentos de empreendimentos imobiliários, e as incorporadoras, mais uma vez, correram para demonstrar capacidade de lançar empreendimentos.

Como numa curva de aprendizagem, o mercado entendeu que possuir a principal matéria-prima (terrenos) e ter capacidade de lançamentos não é garantia de bom desempenho se não houver aceitação dos produtos imobiliários por parte dos compradores, passando a medir desempenho pela velocidade de vendas dos imóveis.

A cada movimento de pressão externa houve uma adaptação das empresas, muitas vezes não alinhadas a um planejamento de médio e longo prazo, que pode justificar, ainda que não comprovado cientificamente, as dificuldades financeiras pelas quais algumas empresas do setor passaram, dando início a um movimento de consolidação.

Fenômenos da estabilidade e das mudanças organizacionais estão relacionados às pressões isomórficas. A partir de elementos simbólicos compartilhados pelos membros da organização, em especial pelo seu grupo dirigente, as mudanças podem ser vistas como um fenômeno compreensível. As estratégias de ação em termos de abrangência, oportunidade, ritmo e assim por diante são afetadas pelas interpretações que os dirigentes organizacionais fazem das pressões ambientais.

Em outras palavras, as orientações estratégicas das organizações e a sua adaptação ambiental são inspiradas pela dinâmica da mudança. Contudo, as diferentes reações das organizações resultam de elementos próprios de cada uma delas, expressos nos esquemas interpretativos dos seus dirigentes.

3

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo tem como objetivo explicar a metodologia aplicada no desenvolvimento deste estudo. Atitude científica significa a postura de não passividade do homem diante dos fatos. Utilizando a racionalidade, propõem-se formas sistemáticas para tentar desvendar o mundo ou, segundo Köche (2009, p. 29), o impulso em direção à ciência é explicado pela “necessidade de compreender a cadeia de relações que se esconde por trás das aparências sensíveis dos objetos, fatos ou fenômenos”.

Para chegar a tais compreensões, é necessário organizar uma maneira de abordar o objeto de estudo, para depois analisar e apresentar resultados, se possível capazes de avançar no conhecimento do tema escolhido. O nome desse procedimento organizado de investigação é metodologia.

Explicando de forma científica, “método é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros –, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista” (LAKATOS, 2009, p. 83). Para Cervo e Bervian (2002), em ciência, método é entendido como o conjunto de procedimentos utilizados na investigação e demonstração da verdade.

3.1 Objetivo geral e objetivos específicos

O objetivo da pesquisa tem a finalidade de mostrar o que se deseja dela, e deve ser expresso com clareza, pois são as orientações do estudo (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006). Conforme Lakatos e Marconi (2009), o objetivo geral deve abranger o tema, e está ligado a uma visão geral, vincula-se diretamente à própria significação da pesquisa.

Considerando a posição de destaque que o setor de incorporação imobiliária vem conquistando no mercado de capitais brasileiro, este estudo tem como objetivo geral identificar a utilidade do EBITDA para a análise de empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil, do ponto de vista de precificação de empresas e mensuração de desempenho operacional e de caixa.

Os objetivos específicos apresentam caráter mais concreto, tendo função intermediária e instrumental, permitindo atingir o objetivo geral (LAKATOS; MARCONI, 2009).

Em decorrência do objetivo geral, alguns objetivos específicos são propostos:

- Identificar o grau de importância atribuído ao EBITDA em relação a outros indicadores de desempenho operacional, de caixa e de precificação de empresas;
- Identificar se as limitações de informação afetam o grau de importância do EBITDA;
- Caso seu grau de importância não seja relevante, identificar algumas possíveis razões que explicam a divulgação do EBITDA por parte das empresas e dos analistas de mercado.

3.2 Tipo e método de pesquisa

De acordo com Collis e Hussey (2005), os muitos tipos de pesquisa podem ser classificados de acordo com o objetivo, o processo, a lógica e o resultado da pesquisa. Ainda segundo os mesmos autores, quando a pesquisa está definida por um objetivo, o tipo de pesquisa é caracterizado como exploratório, descritivo, analítico ou preditivo.

Espera-se com este trabalho aprofundar o conhecimento e compreender em minúcias um determinado fato ou fenômeno. Desse modo, entre as várias metodologias desenvolvidas ao longo do processo de evolução da ciência, considerando seu propósito, este trabalho foi realizado por meio da pesquisa descritiva exploratória

Descritiva, pois o desafio é analisar fatos ou fenômenos, realizando uma descrição detalhada da forma como se apresentam (RUDIO, 1985) e, exploratória, pois tem o objetivo de proporcionar maior familiaridade com o problema, tornando-o mais explícito (GIL, 2009; CERVO; BERVIAN, 2002).

Assim, procedeu-se a uma pesquisa de campo com a finalidade de verificar o grau de importância atribuído ao EBITDA, complementada com um experimento cujo objetivo foi verificar se a forma como as informações são apresentadas afetam o grau de importância atribuído ao indicador. Um experimento é realizado para analisar se uma ou mais variáveis independentes afetam uma ou mais variáveis dependentes e por que isso ocorre (SAMPLIERI; COLLADO; LUCIO, 2006).

Posteriormente, foram realizadas entrevistas semiestruturadas com o objetivo de confirmar qualitativamente os dados colhidos na pesquisa de campo.

3.3 População e amostra

Uma amostra é formada por alguns dos membros de uma população, em que esta pode se referir a um grupo de pessoas ou a qualquer outro grupo de itens, sendo considerados para os objetivos da pesquisa (COLLIS; HUSSEY, 2005)

Tendo em vista a necessidade de informações disponíveis, e com certo grau de confiabilidade, foi feita uma análise documental sobre o conteúdo das demonstrações contábeis de empresas de incorporação imobiliária, exclusivamente com ações negociadas na Bovespa, todas integrantes no Novo Mercado, mais alto nível de governança corporativa, com

o objetivo de confirmar se as empresas divulgam o EBITDA periodicamente. Essa população equivale a 22 empresas, relacionadas no Quadro a seguir.

Quadro 11 – Empresas com ações negociadas na Bovespa – Novo Mercado

	Razão Social	CNPJ	Apelido	Ação
1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	07.794.351/0001-60	Abyara	ABYA3
2	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	07.698.047/0001-10	Agra	AGIN3
3	BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	07.700.557/0001-84	Brookfield	BISA3
4	CAMARGO CORRÊA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A.	67.203.208/0001-89	CCDI	CCIM3
5	COMPANY S.A.	58.877.812/0001-08	Company	
6	CONSTRUTORA TENDA S.A.	71.476.527/0001-35	Tenda	TEND3
7	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	07.820.907/0001-46	CR2	CRDE3
8	CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPRS E PARTS	73.178.600/0001-18	Cyrela	CYRE3
9	DIRECIONAL	16.614.075/0001-00	Direcional	DIRR3
10	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	43.470.988/0001-65	Even	EVEN3
11	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	08.312.229/0001-73	Eztec	EZTC3
12	GAFISA S.A.	01.545.826/0001-07	Gafisa	GFSA3
13	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	49.263.189/0001-02	Helbor	HBOR3
14	INPAR S.A.	67.571.414/0001-41	Inpar	INPR3
15	JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	08.294.224/0001-65	JHSF	JHSF3
16	KLABIN SEGALL S.A.	00.187.032/0001-48	Klabin	KSSA3
17	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	08.343.492/0001-20	MRV	MRVE3
18	PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	02.950.811/0001-89	PDG	PDGR3
19	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	67.010.660/0001-24	Rodobens	RDNI3
20	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	61.065.751/0001-80	Rossi	RSID3
21	TECNISA S.A.	08.065.557/0001-12	Tecnisa	TCSA3
22	TRISUL S.A.	08.811.643/0001-27	Trisul	TRIS3

Fonte: Bovespa

Além das empresas do setor de incorporação imobiliária, por meio dos seus sítios de relações com investidores, identificamos os nomes e *e-mails* dos principais analistas de mercado de capitais (*sell side*), empregados de instituições financeiras, tais como: Credit Suisse, UBS, Barclays, Banco Itaú, Goldman Sachs, que acompanham o desempenho das empresas do setor, recomendando aos seus clientes a compra, venda ou manutenção de ações dessas empresas. Desses profissionais espera-se identificar o grau de importância atribuído ao EBITDA na mensuração de desempenho operacional, de caixa e de precificação de empresas.

O universo da pesquisa completa-se com o envolvimento dos gestores de recursos (fundos de investimentos) que, mediante as recomendações dos analistas de instituições financeiras ou de equipe de analistas internos (*buy side*), compram e vendem ações com o objetivo de melhor rentabilizar os fundos de investimentos que administram.

A pesquisa de campo foi realizada durante o mês de maio de 2010, por meio do envio do questionário para 318 potenciais respondentes, divididos de forma aleatória, em dois grupos de 159.

O questionário foi estruturado em duas partes, sendo a primeira comum aos dois grupos, e a segunda parte, relativa ao experimento, se diferencia em função da inclusão de notas explicativas às demonstrações contábeis.

Foram computados inicialmente 76 respondentes, representando um índice de retorno de 24%. Após análise preliminar, foram excluídos 26 registros representados por respondentes que apenas se conectaram ao *site*, sem responder nenhuma questão. Dessa forma, obtiveram-se 50 respondentes válidos, resultando em um índice de retorno ajustado de 16%.

Na parte II do questionário, relativo ao experimento, obtiveram-se 12 respondentes do grupo de controle (sem notas explicativas) e 13 respondentes no grupo de manipulação (com notas explicativas).

3.4 Procedimentos de coleta de dados

Os dados podem ser descritos como qualitativos ou quantitativos. Dados qualitativos dizem respeito às qualidades e características não numéricas, enquanto os dados quantitativos são todos aqueles coletados em forma numérica (COLLIS; HUSSEY, 2005)

Em linha com o objetivo deste trabalho, pretende-se pesquisar o que um grupo selecionado de participantes faz, pensa ou sente, por meio do uso de um questionário. O questionário é uma lista de perguntas cuidadosamente estruturadas, escolhidas após a realização de vários testes, tendo em vista extrair respostas confiáveis de uma amostra escolhida (COLLIS; HUSSEY, 2005).

A pesquisa de campo foi realizada mediante questionário estruturado em duas partes, satisfazendo também ao experimento, sendo: Parte I – Questionário e Parte II – Simulação de decisão com base nas demonstrações contábeis e indicadores de desempenho financeiros e operacionais.

Na primeira parte do questionário, foram solicitadas informações pessoais dos respondentes como: sexo, idade, grau de instrução e atividade profissional, além de questões específicas sobre o uso do EBITDA, primeiramente de forma geral e, depois, de maneira específica para as empresas do setor de incorporação imobiliária, utilizando-se de questões com respostas fechadas dentro da escala Likert de 1 a 7, sendo “1 – discordo totalmente” e “7 – concordo totalmente”.

A parte II refere-se ao experimento, em que foram apresentados os balanços patrimoniais e as demonstrações do resultado de duas incorporadoras brasileiras, além de indicadores de desempenho financeiros e operacionais comumente utilizados pelas empresas do setor e, ainda, foram adicionadas algumas notas explicativas (variável independente) sobre estratégias e práticas contábeis das duas empresas, resultando, assim, em duas versões do questionário: versão A, sem notas explicativas (grupo de controle), e versão B, com notas explicativas (grupo de manipulação).

As duas versões do questionário apresentaram a mesma situação, em que foi solicitado aos respondentes atribuir a cada empresa um grau de importância para indicadores de desempenho operacional, indicadores de fluxo de caixa e indicadores geralmente utilizados para precificação de empresas. Nas três perspectivas foi dada a opção de EBITDA.

Esse experimento buscou identificar a relação de causa e efeito entre a variável independente, notas explicativas, e a variável dependente, o grau de importância atribuído ao EBITDA.

Para verificar se a forma como os dados são apresentados afeta a análise dos usuários das demonstrações contábeis no tocante ao indicador EBITDA, testaram-se as seguintes hipóteses:

H^o: as limitações de informações não afetam o grau de importância atribuído ao EBITDA.

H¹: as notas explicativas sobre estratégia e práticas contábeis das empresas não afetam o grau de importância atribuído ao EBITDA.

Adotando os conceitos de Sampieri, Collado e Lucio (2006), este estudo obedeceu aos requisitos exigidos para um experimento:

- Manipulação intencional de uma ou mais variáveis independentes;
- Medição do efeito da variável independente sobre a variável dependente; e
- Controle ou validade interna da situação experimental.

Com o intuito de mitigar alguns riscos da pesquisa e obter um melhor resultado do questionário, ele foi pré-validado por um profissional da área de relações com investidores e um analista de mercado de capitais, quanto à questão do tempo de resposta e ao entendimento das questões elaboradas.

Os respondentes receberam um *e-mail* convite para participação da pesquisa, contendo o *link* para o questionário que foi disponibilizado eletronicamente, em uma página específica na internet, por meio de um *software* especializado em desenvolvimento de formulários de pesquisa.

O objetivo da aplicação dos questionários é identificar um conjunto de informações sobre o uso do EBITDA no setor de incorporação imobiliária, as críticas negativas, bem como as suas vantagens.

3.5 Procedimentos de tratamento de dados

Segundo Lakatos e Marconi (2009), a interpretação dos dados é a atividade intelectual que procura dar um significado mais amplo às respostas, vinculando-as a outros conhecimentos. Em geral, a interpretação significa a exposição do verdadeiro significado do material apresentado, em relação aos objetivos propostos e ao tema.

Considerando a característica quantitativa dos dados coletados, o tamanho da amostra, o índice de respondentes, optou-se por utilizar procedimentos da estatística descritiva

para interpretação dos dados, organizados na forma de tabelas, para permitir uma rápida visualização destes.

4

APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objetivo deste capítulo é apresentar as análises realizadas a partir dos dados coletados da pesquisa, na qual se aplicou a metodologia descrita anteriormente. Sua finalidade é organizar os dados e interpretá-los de forma a responder a questão de pesquisa e atender aos objetivos propostos deste estudo.

Admitindo a importância da análise estatística para comprovar a significância dos dados, nesta parte da pesquisa priorizamos as características descritivas do universo estudado. Assim, fundamentado em Gil (1999), basicamente procurou-se descrever as características da amostra, preservando a coerência com os objetivos deste estudo.

A análise estatística descritiva é utilizada para organizar os dados e apresentá-los de modo a perceber as informações subjacentes, elucidando o trabalho de pesquisa. Os procedimentos estatísticos disponíveis independem da origem dos dados, sejam produtos de um censo, trabalhando com todos os elementos da população, ou de uma amostra, lidando com uma parte da população, aleatória ou não, ou seja, os procedimentos estatísticos disponíveis na análise exploratória de dados, antigamente conhecida como estatística descritiva, podem ser aplicados a qualquer conjunto de dados.

A pesquisa de campo foi realizada durante o mês de maio de 2010, mediante o envio do questionário para 318 potenciais respondentes, divididos de forma aleatória, em dois grupos de 159.

Foram computados inicialmente 76 respondentes, representando um índice de retorno de 24%. Após análise preliminar, foram excluídos 26 registros representados por respondentes que apenas se conectaram ao *site*, sem responder nenhuma questão. Dessa forma, obtiveram-se 50 respondentes válidos, resultando em um índice de retorno ajustado de 16%.

Na parte II do questionário, relativo ao experimento, obtiveram-se 12 respondentes do grupo de controle (sem notas explicativas) e 13 respondentes no grupo de manipulação (com notas explicativas).

4.1 Análise descritiva da qualificação dos respondentes

Analisando os dados coletados por meio do questionário, verifica-se a predominância do sexo masculino, representado por 88% dos respondentes, cuja média de idade foi de 31 anos, e um elevado grau de instrução, uma vez que, além de 40% dos respondentes possuírem curso superior completo, outros 40% dos respondentes possuem pós-graduação e, ainda, 18% com mestrado completo, conforme tabelas a seguir:

Tabela 1 – Distribuição da amostra por sexo

Sexo	Freq.	Percentual
masculino	44	88,0%
feminino	6	12,0%
Total	50	100,0%

Tabela 2 – Distribuição da amostra por idade

Faixa	Freq.	Percentual
entre 20 e 30 anos	25	50,0%
entre 31 e 40 anos	21	42,0%
entre 41 e 50 anos	2	4,0%
mais de 50 anos	2	4,0%
	50	100,0%

Tabela 3 – Distribuição da amostra por grau de instrução

Faixa	Freq.	Percentual
doutorado completo	1	2,0%
mestrado completo	9	18,0%
pós graduação completa	20	40,0%
superior completo	20	40,0%
	50	100,0%

Por meio da Tabela 4, pode-se perceber a assertividade do universo pesquisado, tendo em vista que 82% dos respondentes possuem atividade profissional diretamente relacionada ao mercado de capitais, como analistas ou gestores de fundos de investimentos.

Tabela 4 – Distribuição da amostra por atividade profissional

Atividade	Freq.	Percentual
analista sell side	17	34,0%
analista buy side	18	36,0%
gestor de recursos	6	12,0%
outra	9	18,0%
Total	50	100,0%

4.2 Análise descritiva dos dados sobre EBITDA

4.2.1 Análise descritiva dos dados sobre EBITDA de forma geral

Adicionalmente ao perfil da amostra apresentado anteriormente, nota-se que os respondentes possuem um elevado grau de conhecimento sobre o EBITDA, conforme apresentado na tabela abaixo:

Tabela 6 – Conhecimento do significado do EBITDA

Conhece o significado	Freq.	Percentual
não	1	2,0%
muito pouco	0	0,0%
pouco	1	2,0%
muito	12	24,0%
totalmente	36	72,0%
Total	50	100,0%

De acordo com a estrutura do questionário, o segundo bloco de questões trata da utilidade do EBITDA de forma genérica, sem a visão da utilidade para análise das empresas do setor de incorporação imobiliária. Na análise dos dados coletados nesse bloco de questões, representados pelas questões de 8 a 15, apresentados na tabela adiante, verifica-se que:

- 84% dos respondentes concordam com a afirmação de que o EBITDA é um indicador de desempenho (Q-8);
- 78% concordam com a afirmação de que a divulgação do EBITDA é importante para os usuários das demonstrações contábeis (Q-10).

Em contrapartida, 76% dos respondentes discordam da afirmação de que as empresas calculam o EBITDA seguindo os mesmos critérios (Q-11).

Do ponto de vista de desempenho de caixa, 94% discordam da afirmação que o EBITDA substitui a DFC (Q-13), ao mesmo tempo em que 76% concordam com a afirmação que a DFC tem mais poder informativo que o EBITDA (Q-14).

Tabela 7 – Questões relativas ao uso do EBITDA em geral

		Discordo totalmente =====>Concordo totalmente						
Questão		1	2	3	4	5	6	7
Q-8	O EBITDA é um indicador de desempenho.	2%	0%	6%	8%	30%	12%	42%
Q-9	O EBITDA representa a geração de caixa de uma empresa.	10%	4%	30%	12%	16%	10%	18%
Q-10	A divulgação do EBITDA é importante para os usuários das demonstrações contábeis.	2%	0%	8%	12%	12%	22%	44%
Q-11	As empresas calculam o EBITDA seguindo os mesmos critérios.	34%	14%	28%	12%	4%	0%	8%
Q-12	O múltiplo de EBITDA é uma boa métrica de precificação da empresa.	10%	8%	26%	20%	20%	12%	4%
Q-13	O EBITDA substitui a DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa.	62%	12%	20%	4%	0%	0%	2%
Q-14	A Demonstração do Fluxo de Caixa tem mais poder informativo que o EBITDA.	6%	0%	8%	10%	12%	18%	46%
Q-15	Você toma decisões de precificação baseado no EBITDA?	20%	16%	8%	16%	20%	12%	8%

4.2.2 Análise descritiva dos dados sobre EBITDA no setor de incorporação imobiliária

No bloco de questões relativas ao uso do EBITDA exclusivamente no setor de incorporação imobiliária (Q-16 em diante), destacam-se características dos respondentes que são de fundamental importância para este estudo, em que 72% da amostra conhece as características da prática contábil adotada pelo setor e nada menos que 90% acompanha o desempenho das empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil (Q-16), conforme apresentado a seguir:

Tabela 8 – Frequência de conhecimento das práticas contábeis

Conhecimento das práticas contábeis do setor	Freq.	Percentual
não	1	2,0%
muito pouco	2	4,0%
pouco	11	22,0%
muito	20	40,0%
totalmente	16	32,0%
Total	50	100,0%

Tabela 9 – Questões relativas ao uso do EBITDA exclusivamente no setor de incorporação imobiliária

		Discordo totalmente =====>Concordo totalmente						
Questão		1	2	3	4	5	6	7
Q-16	Você acompanha o desempenho das empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil?	2%	2%	0%	6%	10%	14%	66%
Q-18	O EBITDA é um indicador de desempenho.	16%	8%	14%	27%	8%	8%	19%
Q-19	O EBITDA representa a geração de caixa de uma empresa.	43%	19%	3%	19%	8%	0%	8%
Q-20	A divulgação do EBITDA é importante para os usuários das demonstrações contábeis.	14%	11%	11%	25%	11%	6%	22%
Q-21	As empresas calculam o EBITDA seguindo os mesmos critérios.	42%	19%	17%	14%	8%	0%	0%
Q-22	O múltiplo de EBITDA é uma boa métrica de precificação da empresa.	33%	25%	19%	8%	11%	3%	0%

Quando perguntados novamente se o EBITDA é um indicador de desempenho (Q-18), agora sob o aspecto exclusivo das empresas de incorporação imobiliária, o percentual de concordância reduziu para 35% da amostra, diante dos 84% anteriores.

No tocante à importância da divulgação do EBITDA para os usuários das demonstrações contábeis, também houve uma redução no percentual de concordância, de 78% anterior para 39%.

No que concerne à afirmação de as empresas calcularem o EBITDA seguindo os mesmos critérios (Q-21), houve um aumento de 2 pontos percentuais em relação à frequência anterior, resultando em 78% da amostra que discorda da afirmação.

Em consonância com os objetivos deste estudo, a tabela a seguir apresenta o grau de importância dos indicadores utilizados para precificação da empresa, considerando na escala 1 para o indicador mais importante e 7 para o menos importante.

Nota-se que 44% da amostra classificou o EBITDA como o menos importante, corroborando o fato de 78% da amostra, discordar da afirmação que o múltiplo de EBITDA é uma boa métrica de precificação (Q-22).

Tabela 10 – Ranking de indicadores para precificação

Questão 26		Mais importante =====>Menos importante						
		1	2	3	4	5	6	7
a	EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	3%	3%	11%	17%	8%	14%	44%
b	ROE – return on equity	17%	14%	22%	19%	11%	14%	3%
c	P/E – price to earnings	25%	17%	14%	14%	19%	3%	8%
d	P/BV – price to book value	14%	47%	6%	14%	8%	6%	6%
e	EV/EBITDA – enterprise value	8%	6%	14%	11%	19%	33%	8%
f	BV – book value	3%	6%	8%	17%	25%	19%	22%
g	NAV – net asset value	31%	8%	25%	8%	8%	11%	8%

Focando a utilidade do EBITDA para mensuração de desempenho operacional e de caixa, em conformidade com os objetivos desta pesquisa, verifica-se, conforme apresentado nas tabelas a seguir, que o grau de importância atribuído pelos respondentes, considerando 1

para o mais importante, também foi baixo, sendo o indicador de menor importância para 33% para mensuração de desempenho operacional, assim como para 58% para mensuração de desempenho de caixa.

Tabela 11 – Ranking de indicadores para mensuração de desempenho operacional

Questão 27		Mais importante =====>Menos importante				
		1	2	3	4	5
a	margem bruta	22%	42%	14%	14%	8%
b	margem operacional	31%	17%	28%	17%	8%
c	margem líquida	22%	14%	22%	25%	17%
d	margem EBITDA	19%	11%	19%	17%	33%
e	margem REF	6%	17%	17%	28%	33%

É interessante notar que a margem de Resultado de Exercícios Futuros (REF) (e), com o EBITDA, também foi considerada um indicador com baixo grau de importância, quando na verdade, por representar a margem das unidades vendidas, a ser apropriada ao resultado na medida em que as obras são construídas, deveria ser mais bem avaliada, uma vez que é o único indicador de desempenho futuro. Não é garantia de desempenho futuro, pois depende da assertividade com que a obra foi orçada, bem como da manutenção da margem na venda do estoque, mas de qualquer modo é um indicativo do que se pode esperar no futuro.

Tabela 12 – Ranking de indicadores para mensuração de desempenho de caixa

Questão 28		Mais importante =====>Menos importante			
		1	2	3	4
a	EBITDA	6%	11%	25%	58%
b	DFC – Demonstração do fluxo de caixa	61%	17%	17%	6%
c	cash burn	33%	36%	19%	11%
d	dívida líquida	0%	36%	39%	25%

Do ponto de vista de mensuração de caixa, embora a DFC tenha sido classificada por 61% da amostra como a mais importante, cabe ressaltar que se trata de uma visão do passado, e no setor, toda vez que a empresa estiver em fase de crescimento, a tendência futura, ao menos no curto e médio prazo, é de geração de caixa negativa, tendo em vista a exposição de caixa dos empreendimentos (ciclo do empreendimento).

Sintetizando os resultados apresentados até aqui, e ressaltando mais uma vez a qualidade da amostra no tocante ao conhecimento do setor de incorporação imobiliária e à experiência profissional dos respondentes, verifica-se que: 78% acreditam que o EBITDA não é uma boa métrica para precificação de empresas, 64% preferem medir desempenho operacional pela margem bruta, atribuindo ao EBITDA o grau de menos importância, e 58% consideram o EBITDA o indicador de menor importância para mensuração de desempenho de caixa, ou seja, as respostas denotam certa racionalidade em relação ao grau de importância do EBITDA sob a ótica de precificação de empresas, mensuração de desempenho operacional e de caixa. Concordando com essa racionalidade, cabe então esclarecer os motivos que levam a sua utilização no setor de incorporação imobiliária, tendo em vista, conforme demonstrado anteriormente, que tanto os analistas quanto as próprias empresas dão ênfase ao indicador nos seus respectivos relatórios.

Analisando as respostas dadas à questão 23, sobre as razões que justificam o uso do EBITDA no setor de incorporação imobiliária, as quais estão apresentadas na tabela a seguir, nota-se que a opção b – “é uma aproximação da geração de caixa” –, assim como a opção d – “permite a comparabilidade entre as empresas” –, tiveram um grau de discordância elevado, respectivamente, de 61% e 47%, demonstrando, mais uma vez, certa racionalidade dos respondentes.

Em contrapartida, 50% dos respondentes concordam com a justificativa de que é uma prática reconhecida, 56% concordam que é um indicador utilizado mundialmente e 53% concordam com a justificativa pelo fato de outros profissionais a adotarem, sugerindo, portanto, um comportamento mimético, à luz da teoria institucional.

Tabela 13 – Justificativas para o uso do EBITDA no setor

Questão 23		Discordo totalmente =====>Concordo Totalmente						
		1	2	3	4	5	6	7
a	• Simplicidade de cálculo	19%	8%	11%	14%	14%	19%	14%
b	• É uma aproximação da geração de caixa	28%	25%	8%	14%	11%	8%	6%
c	• É um indicador de desempenho operacional	14%	8%	11%	6%	31%	14%	17%
d	• Permite a comparabilidade entre as empresas	25%	11%	11%	11%	14%	19%	8%
e	• É uma prática reconhecida	11%	3%	8%	28%	14%	17%	19%
f	• É um utilizado mundialmente	11%	8%	11%	14%	17%	17%	22%
g	• Outros profissionais adotam	11%	3%	3%	31%	11%	17%	25%

4.3 Descrição das entrevistas

Como o intuito de confirmar as razões apresentadas para concordância à questão 23, foram realizadas três entrevistas semiestruturadas, com respondentes que confirmaram no questionário o interesse de receber os resultados desta pesquisa, escolhidos de forma aleatória.

As entrevistas foram feitas por telefone no dia 31 de maio de 2010.

Após a apresentação dos resultados da pesquisa mencionados a seguir, os entrevistados foram questionados sobre as razões que justificam o uso do EBITDA no setor de incorporação imobiliária.

Considerando que:

- 82% dos respondentes são analistas de *buy side*, analistas de *sell side* ou gestores de recursos;
- 96% dos respondentes conhecem o significado do EBITDA;
- 90% acompanham o desempenho das empresas do setor de incorporação imobiliária;
- 78% acreditam que as empresas não seguem o mesmo critério para cálculo do EBITDA;
- 78% acreditam que o EBITDA não é uma boa métrica para precificação de empresa;
- 56% não tomam decisões de precificação baseado no EBITDA;
- 64% preferem medir desempenho operacional pela margem bruta;
- 61% medem desempenho de caixa pela DFC.

Afirmações extraídas das entrevistas:

Entrevista 1 – às 15h13

Eu vou te falar porque, porque na verdade, esses caras são os que entendem, mas eles sabem que tem um cara que faz preço, que olha pra isso.

O problema não está nos 78% que não acreditam, está nos 22% que acreditam, e esses caras tomam decisão com base nisso.

É esse fator, eu quero ter todas as variáveis que eu acho que alguém está olhando.

O investidor que é mais apaixonado por EBITDA e margens é o gringo.

Entrevista 2 – às 15h31

Esse indicador é muito usado em outros setores...tendo por base isso, de certa forma ele acaba sendo usado, sendo querido também no setor.

Acho que é mais o costume de você usar o EBITDA em quase todos os setores e ai acaba pedindo nesse setor também.

Entrevista 3 – às 15h48

As empresas divulgam porque é um esforço marginal quase nulo.

Para poupar o problema de pergunta sobre o EBITDA.

Examinando o conteúdo das entrevistas, confirma-se que a concordância com as razões que justificam o uso do EBITDA no setor de incorporação imobiliária podem ser explicadas sob a ótica da teoria institucional, pelo conceito de isomorfismo mimético, ou seja, é o fenômeno da imitação em busca da segurança da organização.

4.4 Experimento

De acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2006), o terceiro requisito de um experimento é a validade interna da situação experimental, em que a validade interna refere-se ao grau de confiança que se tem de que os resultados do experimento sejam interpretados adequadamente e sejam válidos (o que se consegue quando há controle).

Ainda segundo os autores, o controle em um experimento assegura a validade interna, e o controle é obtido mediante a comparação de no mínimo dois grupos e a equivalência dos grupos.

Na parte II do questionário referente ao experimento foram obtidas 25 respostas válidas, sendo 12 respondentes no grupo de controle (sem notas explicativas) e 13 respondentes no grupo de manipulação (com notas explicativas).

Comparando os dados de qualificação dos respondentes dos dois grupos, demonstrados a seguir, fica evidente a similaridade ou equivalência entre eles, no que tange à predominância do sexo masculino, elevado grau de instrução, atividade profissional diretamente relacionada ao mercado de capitais e experiência profissional. Dessa forma, esse estudo atendeu a todos os requisitos de um experimento.

Tabela 14 – Distribuição da amostra do experimento por sexo

Sexo	Grupo de Controle		Grupo de manipulação	
	Freq.	Percentual	Freq.	Percentual
masculino	10	83,3%	13	100,0%
feminino	2	16,7%	0	0,0%
Total	12	100,0%	13	100,0%

Tabela 15 – Distribuição da amostra do experimento por grau de instrução

Faixa	Grupo de Controle		Grupo de manipulação	
	Freq.	Percentual	Freq.	Percentual
entre 20 e 30 anos	7	58,3%	5	38,5%
entre 31 e 40 anos	5	41,7%	4	30,8%
entre 41 e 50 anos	0	0,0%	2	15,4%
mais de 50 anos	0	0,0%	2	15,4%
	12	100,0%	13	100,0%

Tabela 16 – Distribuição da amostra do experimento por atividade profissional

Atividade	Grupo de Controle		Grupo de manipulação	
	Freq.	Percentual	Freq.	Percentual
analista sell side	0	0,0%	7	53,8%
analista buy side	7	58,3%	2	15,4%
gestor de recursos	1	8,3%	4	30,8%
outra	4	33,3%	0	0,0%
Total	12	100,0%	13	100,0%

Tabela 17 – Distribuição da amostra do experimento por experiência

Experiencia	Grupo de Controle		Grupo de manipulação	
	Freq.	Percentual	Freq.	Percentual
até 5 anos	1	8,3%	0	0,0%
de 6 a 10 anos	3	25,0%	0	0,0%
de 11 a 15 anos	0	0,0%	0	0,0%
mais de 15 anos	8	66,7%	13	100,0%
Total	12	100,0%	13	100,0%

Aos dois grupos pesquisados foram apresentados os Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultado de duas empresas do setor de incorporação (Empresa “A” e “B”), além de alguns indicadores financeiros e operacionais comumente utilizados pelas empresas, e foi solicitado que atribuíssem grau de importância a indicadores de precificação de empresas, desempenho operacional e desempenho de caixa. Manipulando a variável independente, somente o questionário encaminhado ao grupo de manipulação possuía notas explicativas relativas à estratégia de cada empresa, assim como de práticas contábeis adotadas.

Analisando os dados obtidos do grupo de controle, verifica-se que não houve diferença, no grau de importância atribuído ao EBITDA, entre as duas empresas, em nenhuma das três perspectivas solicitadas: precificação de empresas, desempenho operacional e caixa.

Tabela 18 – Ranking de indicadores para precificação – Grupo de Controle

Questão 1		Empresa A							Empresa B						
		Mais importante=====>Menos importante							Mais importante=====>Menos importante						
		1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
a	interest, taxes, depreciation, amortization	27%	9%	9%	0%	18%	9%	27%	27%	9%	9%	0%	18%	9%	27%
b	ROE – return on equity	9%	27%	27%	18%	9%	0%	9%	9%	27%	27%	18%	9%	0%	9%
c	P/E – price to earnings	18%	27%	9%	18%	0%	18%	9%	18%	27%	9%	18%	0%	18%	9%
d	P/BV – price to book value	9%	18%	18%	36%	18%	0%	0%	9%	18%	18%	36%	18%	0%	0%
e	EV/EBITDA – enterprise value	0%	0%	0%	18%	36%	45%	0%	0%	0%	0%	18%	36%	45%	0%
f	BV – book value	0%	0%	36%	0%	18%	27%	18%	0%	0%	36%	0%	18%	27%	18%
g	NAV – net asset value	36%	18%	0%	9%	0%	0%	36%	36%	18%	0%	9%	0%	0%	36%

Tabela 19 – Ranking de indicadores para desempenho operacional – Grupo de Controle

Questão 2		Empresa A				
		1	2	3	4	5
a	Margem bruta	18%	36%	18%	18%	9%
b	Margem operacional	36%	9%	9%	18%	27%
c	Margem líquida	27%	9%	18%	9%	36%
d	Margem EBITDA	9%	18%	27%	36%	9%
e	Margem REF	9%	27%	27%	18%	18%

Questão 2		Empresa B				
		1	2	3	4	5
a	Margem bruta	18%	36%	18%	18%	9%
b	Margem operacional	36%	9%	9%	18%	27%
c	Margem líquida	27%	9%	18%	9%	36%
d	Margem EBITDA	9%	18%	27%	36%	9%
e	Margem REF	9%	27%	27%	18%	18%

Tabela 20 – Ranking de indicadores para desempenho de caixa – Grupo de Controle A

Questão 3		Empresa A			
		1	2	3	4
a	EBITDA	36%	9%	18%	36%
b	DFC – Demonstração do fluxo de caixa	36%	18%	18%	27%
c	cash burn	27%	27%	36%	9%
d	dívida líquida	0%	45%	27%	27%

Questão 3		Empresa B			
		1	2	3	4
a	EBITDA	36%	9%	18%	36%
b	DFC – Demonstração do fluxo de caixa	36%	27%	9%	27%
c	cash burn	27%	27%	45%	0%
d	dívida líquida	0%	36%	27%	36%

Entretanto, analisando os dados obtidos do grupo de manipulação, que tiveram informações adicionais sobre a estratégia e práticas contábeis de cada empresa, nota-se que houve variação em relação ao grau de importância atribuído ao EBITDA entre as empresas, ainda que ele tenha sido considerado o de menor importância nas três perspectivas.

Tabela 21 – Ranking de indicadores para precificação – Grupo de Manipulação

Questão 1		Empresa A						
		1	2	3	4	5	6	7
a	interest, taxes, depreciation, amortization	0%	0%	22%	0%	11%	22%	44%
b	ROE – return on equity	22%	11%	22%	22%	22%	0%	0%
c	P/E – price to earnings	11%	33%	11%	33%	11%	0%	0%
d	P/BV – price to book value	33%	22%	0%	22%	0%	22%	0%
e	EV/EBITDA – enterprise value	0%	0%	11%	11%	22%	44%	11%
f	BV – book value	0%	0%	11%	11%	33%	11%	33%
g	NAV – net asset value	33%	33%	22%	0%	0%	0%	11%

Questão 1		Empresa B						
		1	2	3	4	5	6	7
a	interest, taxes, depreciation, amortization	0%	0%	22%	0%	22%	22%	33%
b	ROE – return on equity	33%	33%	0%	11%	22%	0%	0%
c	P/E – price to earnings	33%	11%	33%	22%	0%	0%	0%
d	P/BV – price to book value	11%	22%	11%	33%	0%	22%	0%
e	EV/EBITDA – enterprise value	0%	0%	0%	22%	33%	33%	11%
f	BV – book value	0%	11%	0%	11%	22%	22%	33%
g	NAV – net asset value	22%	22%	33%	0%	0%	0%	22%

**Tabela 22 – Ranking de indicadores para desempenho operacional
– Grupo de Manipulação**

		Empresa A				
		Mais importante=>Menos importante				
Questão 2		1	2	3	4	5
a	Margem bruta	22%	33%	22%	22%	0%
b	Margem operacional	22%	33%	11%	22%	11%
c	Margem líquida	33%	0%	22%	44%	0%
d	Margem EBITDA	11%	11%	22%	11%	44%
e	Margem REF	11%	22%	22%	0%	44%

		Empresa B				
		Mais importante=>Menos importante				
		1	2	3	4	5
		22%	33%	22%	22%	0%
		22%	11%	33%	22%	11%
		44%	11%	11%	33%	0%
		0%	22%	22%	22%	33%
		11%	22%	11%	0%	56%

**Tabela 23 – Ranking de indicadores para desempenho de caixa
– Grupo de Manipulação**

		Empresa A			
		Mais importante=>Menos importante			
Questão 3		1	2	3	4
a	EBITDA	0%	11%	11%	78%
b	DFC – Demonstração do fluxo de caixa	44%	44%	0%	11%
c	cash burn	56%	22%	11%	11%
d	dívida líquida	0%	22%	78%	0%

		Empresa B			
		Mais importante=>Menos importante			
		1	2	3	4
		0%	22%	11%	67%
		67%	11%	11%	11%
		33%	56%	0%	11%
		0%	11%	78%	11%

Quando se compara o grau de importância atribuído ao EBITDA, pelo grupo de manipulação, que teve acesso a informações adicionais sobre práticas contábeis e estratégia das empresas A e B, com o grau de importância atribuído pelo grupo de controle, nas três perspectivas, nota-se que o EBITDA continua sendo o indicador com o menor grau de importância, agora com maior rejeição.

5

CONCLUSÕES

O objetivo geral desta pesquisa foi identificar a utilidade do EBITDA para análise das empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil, do ponto de vista de precificação de empresas, mensuração de desempenho operacional e de caixa.

Os resultados da pesquisa são legitimados pela qualidade da amostra pesquisada, em que: 82% dos respondentes exercem atividade profissional diretamente relacionada ao mercado de capitais, como analistas ou gestores de fundos; 96% dos respondentes conhecem o significado do EBITDA; e 90% acompanham regularmente o desempenho das empresas do setor de incorporação imobiliária.

A conclusão sobre o objetivo geral da pesquisa está baseada no fato de 78% dos respondentes entenderem que o EBITDA não é uma boa métrica para precificação de empresa; 64% utilizarem a margem bruta como medida de desempenho operacional, sendo que 33% apontam o EBITDA como o indicador de menor grau de importância para mensuração de desempenho operacional, e, ainda, 61% dos respondentes medirem desempenho de caixa por meio da Demonstração do Fluxo de Caixa, assinalando novamente o EBITDA como o indicador de menor importância para mensuração de desempenho de caixa.

Portanto, atendendo ao objetivo geral deste trabalho, conclui-se que o EBITDA tem baixa utilidade para precificação de empresa, mensuração de desempenho operacional e de caixa.

Considerando que o EBITDA não é indicador de caixa para as empresas do setor, assim como o fato de a demonstração de fluxo de caixa, apesar do grau de importância atribuído pelos respondentes, representar uma situação do passado, é de esperar, por meio do aprofundamento deste estudo, o surgimento de uma métrica para mensuração de caixa, que leve em consideração informações de futuro, tais como a margem REF e a previsão de custos a incorrer das unidades não vendidas.

Analisando, ainda, os dados obtidos mediante o experimento, verifica-se certa racionalidade dos respondentes quanto ao uso do EBITDA para análise das empresas do setor de incorporação imobiliária, pois as variações apresentadas ao grau de importância atribuído

ao EBITDA, pelo grupo de controle e pelo grupo de manipulação, sugerem que as hipóteses H^0 e H^1 devem ser rejeitadas. Portanto, em relação ao segundo objetivo específico, conclui-se que as limitações de informações afetam o grau de importância atribuído ao EBITDA.

No tocante às razões que justificam o uso do EBITDA por parte dos profissionais do mercado de capitais, considerando que: (a) 50% concordam que é pelo fato de o EBITDA ser uma prática reconhecida, (b) 56% concordam que é por ser um indicador reconhecido mundialmente e (c) 53% concordam que é pelo fato de outros profissionais adotarem; corroborado, ainda, pelos comentários obtidos por meio das entrevistas de confirmação qualitativa das respostas, conclui-se que seu uso no setor de incorporação imobiliária se dá em função do isomorfismo mimético, conceituado pela teoria institucional.

Portanto, os agentes de mercado, mesmo reconhecendo a baixa utilidade do EBITDA para análise das empresas do setor, seja do ponto de vista de precificação de empresas, mensuração de desempenho operacional ou de caixa, utilizam e divulgam o EBITDA por similaridade ou imitação como forma de legitimar e garantir proteção.

A reflexão que se faz é que, como agentes intermediários de informações, era de esperar que este trabalho fosse baseado exclusivamente em ferramentas técnicas de análise, tendo em vista os efeitos que seu trabalho pode gerar em outros agentes econômicos.

Outra reflexão é quanto ao poder do mercado de se autorregular. Será que essa atribuição cabe ao órgão regulador, por meio de uma normatização formal, ou cabe aos agentes de mercado, incluindo as próprias empresas do setor?

5.1 Contribuições da pesquisa

Com base nas conclusões aqui expostas, ressalvadas as suas limitações, entende-se que esta pesquisa produziu as seguintes contribuições:

- A confirmação de que o EBITDA não é indicador de fluxo de caixa das empresas do setor de incorporação imobiliária, entretanto as empresas não devem deixar de divulgar, tendo em vista que as entidades de mercado, gestores e analistas, usam esse indicador;

- Sugerir o desenvolvimento de um indicador para mensuração de fluxo de caixa futuro das empresas do setor, que contemple o REF, a realização do estoque em construção, mais a previsão de custo a incorrer das unidades não vendidas, informação essa que não consta das demonstrações contábeis, mas que podem afetar significativamente o fluxo de caixa futuros das empresas;
- O reconhecimento de que aspectos comportamentais e sociológicos influenciam a decisão dos agentes de mercado ;
- O questionamento quanto à função dos profissionais do mercado de capital enquanto intermediadores de informações, assim como das entidades de mercado como autorreguladores.

5.2 Limitações e sugestões para futuras pesquisas

Na análise dos resultados, algumas limitações devem ser consideradas:

- Os resultados baseiam-se exclusivamente nos dados coletados por meio da pesquisa de campo, do experimento e das entrevistas, não sendo utilizados dados secundários;
- Apesar da qualidade da amostra já ressaltada neste estudo, medida pelo conhecimento do setor de incorporação imobiliária e pela experiência profissional dos respondentes, a amostra não contemplou os gestores das empresas do setor;
- Em virtude da utilização de dados primários e do baixo índice de respondentes, não foi efetuado nenhum teste estatístico significativo.

Por outro lado, combinando as contribuições e limitações desta pesquisa, sugerem-se alguns pontos para fins de pesquisas futuras:

- A replicação deste estudo, mantendo o mesmo objetivo geral e específico, porém com a inclusão dos gestores das empresas do setor na amostra;

- A proposição de um indicador de desempenho de fluxo de caixa para as empresas do setor;
- A replicação deste estudo com a amostra ampliada de modo a permitir o uso de teste estatístico mais robusto para validação dos resultados.

6

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A. *Metodologia científica*. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. Tradução de Lucia Simonini. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- DIMAGGIO, P.J.; POWELL, W.W. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, n. 48, 1991a.
- . *The new institutionalism in organizational analysis*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991b.
- EASTMAN, Kent. EBITDA: an overrated tool for cash flow analysis. *Commercial Lending Review*, v. 12, n. 5, Spring 1997.
- FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Adson Braga de. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 3, p. 3, p. 7-24, set.-dez. 2007.
- FRIDSON, Martin S. EBITDA is not king. *Journal of Financial Statement Analysis*, v. 3, issue 3, p. 59, Spring 1998.
- GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- HAIR, Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, Willian C. *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HOJI, Masakazu. Controladoria e gestão – indicadores financeiros baseados em fluxo de caixa: EBITDA e fluxo de caixa livre. *IOB – Informações Objetivas*, caderno Temática Contábil e Balanços, São Paulo: IOB, n. 15, p. 1-7, 2004.
- IBRACON – Instituto Brasileiro de Contadores. *Princípios contábeis*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1992.
- HISTÓRICO. Sistema Financeiro da Habitação – SFH e Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 28 abr. 2009
- KING, Alfred M. Warning: Use of EBITDA may be dangerous to your carrer. *Strategic Finance*, v. 83, issue 3, p. 35-37, Sep. 2001.
- KÖCHE, José Carlos. *Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e iniciação à pesquisa*. 24. ed. Petrópolis: Vozes, 2007.
- . ———. 26. ed. Petrópolis: Vozes, 2009.

- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. *Fundamentos de metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MARTINS, Eliseu. “EBITDA” – o que é isso? *IOB – Informações Objetivas*, caderno Temática Contábil e Balanços, São Paulo, n. 06, p. 1-7, 1998.
- MACHADO-DA-SILVA, C.L.; FONSECA, V.S. da; CRUBELLATE, J.M. Estrutura, agência e interpretação: elementos para uma abordagem recursiva do processo de institucionalização. *Revista de Administração Contemporânea*, Edição Especial, 2005.
- McGUIGAN, Frank Joseph. *Psicologia experimental: uma abordagem metodológica*. São Paulo: EPU, 1976.
- MEYER, J.W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, v. 83, n. 2, 1977.
- OLIVEIRA, Sílvio Luiz de. *Tratado de metodologia científica: projetos de pesquisas, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses*. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1999.
- PALEPU, Krishna G.; HEALY, Paul M. *Business Analysis e Valuation: Using Financial Statements*. 4. ed. Canada: Thomson, 2008.
- RICHARDS, Tom; KING, Alfred M. EBITDA. *Strategic Finance*, v. 83, issue 9, p. 20-23, Mar. 2002.
- RUDIO, Franz Victor. *Introdução ao projeto de pesquisa científica*. 9. ed. Petrópolis: Vozes, 1985.
- SAMPIERI, Roberto H.; COLLADO, Carlos F.; LUCIO, Pilar B.; *Metodologia de pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.
- SILVA, José Pereira. *Análise financeira das empresas*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- STUMPP, Pamela M.; MARSELLA, Tom; ROWAN, Mike; McCREARY, Rod; COPPOLA, Monica. Putting EBITDA in perspective. *Moody's Investors Service*, New York, p. 3-25, June 2000.
- TOLBERT, P.S.; ZUCKER, L.G. The institutionalization of institutional theory. In: CLEGG, S.R.; HARDY, C.; NORD, W.R. (Ed.). *Handbook of organization studies*. London: Sage Publications. 1996. (Tradução de Humberto F. Martins e Regina Luna S. Cardoso.)
- TURATO, Egberto Ribeiro. *Tratado da metodologia da pesquisa clínico-qualitativa: construção teórico-epistemológica, discussão comparada e aplicação nas áreas da saúde e humanas*. Petrópolis: Vozes, 2003.

ANEXO I
RELAÇÃO DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO
DE CAPITAL ABERTO

	Razão Social	CNPJ	Apelido	Ação
1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	07.794.351/0001-60	Abyara	ABYA3
2	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	07.698.047/0001-10	Agra	AGIN3
3	BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	07.700.557/0001-84	Brookfield	BISA3
4	CAMARGO CORRÊA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A.	67.203.208/0001-89	CCDI	CCIM3
5	COMPANY S.A.	58.877.812/0001-08	Company	
6	CONSTRUTORA TENDA S.A.	71.476.527/0001-35	Tenda	TEND3
7	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	07.820.907/0001-46	CR2	CRDE3
8	CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPRS E PARTS	73.178.600/0001-18	Cyrela	CYRE3
9	DIRECIONAL	16.614.075/0001-00	Direcional	DIRR3
10	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	43.470.988/0001-65	Even	EVEN3
11	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	08.312.229/0001-73	Eztec	EZTC3
12	GAFISA S.A.	01.545.826/0001-07	Gafisa	GFSA3
13	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	49.263.189/0001-02	Helbor	HBOR3
14	INPAR S.A.	67.571.414/0001-41	Inpar	INPR3
15	JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	08.294.224/0001-65	JHSF	JHSF3
16	KLABIN SEGALL S.A.	00.187.032/0001-48	Klabin	KSSA3
17	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	08.343.492/0001-20	MRV	MRVE3
18	PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	02.950.811/0001-89	PDG	PDGR3
19	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	67.010.660/0001-24	Rodobens	RDNI3
20	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	61.065.751/0001-80	Rossi	RSID3
21	TECNISA S.A.	08.065.557/0001-12	Tecnisa	TCSA3
22	TRISUL S.A.	08.811.643/0001-27	Trisul	TRIS3

APÊNDICE 1 – QUESTIONÁRIO

PESQUISA ACADÊMICA

Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Presbiteriana Mackenzie. Mestrando: Gerson Cohen – Orientador: Prof. Dr. Ricardo Lopes Cardoso.

O propósito desta pesquisa é identificar a utilidade do EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) para análise de empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil, do ponto de vista de precificação/valuation e mensuração de desempenho operacional e de caixa.

Aos respondentes será enviado um resumo dos resultados, bem como um convite para a apresentação da dissertação na Universidade Mackenzie.

Parte I – Questionário

Seção I – Qualificação do respondente

- 1) Informe o seu sexo:
 Masculino
 Feminino

- 2) Informe a sua idade: _____ anos

- 3) Informe o seu grau de instrução:
 superior completo
 pós graduação completa
 mestrado completo
 doutorado completo

- 4) Informe a sua graduação: _____

- 5) Informe a alternativa que melhor mais se enquadra com sua atividade profissional:
 analista de *sell side*
 analista de *buy side*
 gestor de recursos
 outra: Qual? _____

- 6) Informe o tempo de experiência você tem nessa atividade: _____ anos.

Seção II – Questões sobre o uso do EBITDA

7) Você conhece o significado do termo EBITDA?

- não
- muito pouco
- pouco
- muito
- totalmente

Avalie as afirmações abaixo na escala: "1 – discordo totalmente" e "7 – concordo totalmente"

- | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 8) O EBITDA é um indicador de desempenho. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 9) O EBITDA representa a geração de caixa de uma empresa. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 10) A divulgação do EBITDA é importante para os usuários das DCs. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 11) As empresas calculam o EBITDA seguindo os mesmos critérios. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 12) O múltiplo de EBITDA é uma boa métrica de precificação da empresa. | | | | | | | |
| 13) O EBITDA substitui a DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 14) A Demonstração do Fluxo de Caixa tem mais poder informativo que o EBITDA. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |

Avalie as questões abaixo na escala: "1 – raramente" e "7 – frequentemente"

- | | | | | | | | |
|--|---|---|---|---|---|---|---|
| 15) Você toma decisões de precificação baseado no EBITDA? | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 16) Você acompanha o desempenho das empresas do setor de incorporação imobiliária no Brasil? | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
- 17) Você conhece as características da prática contábil do setor de incorporação imobiliária no Brasil?
- não
 - muito pouco
 - pouco
 - muito
 - totalmente

Seção III – Questões sobre o uso do EBITDA *exclusivamente* no setor de incorporação imobiliária

Avalie as afirmações abaixo na escala: “1 – discordo totalmente” e “7 – concordo totalmente”

- | | | | | | | | |
|--|---|---|---|---|---|---|---|
| 18) O EBITDA é um indicador de desempenho. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 19) O EBITDA representa a geração de caixa de uma empresa. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 20) A divulgação do EBITDA é importante para os usuários das DCs. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 21) As empresas calculam o EBITDA seguindo os mesmos critérios. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 22) O múltiplo de EBITDA é uma boa métrica de precificação da empresa. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 23) Assinale seu grau de concordância com as razões que justificam o uso do EBITDA no setor de incorporação imobiliária: | | | | | | | |
| • Simplicidade de cálculo | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| • O EBITDA é uma aproximação da geração de caixa | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| • O EBITDA é um indicador de desempenho operacional | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| • O EBITDA permite a comparabilidade entre as empresas | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| • É uma prática reconhecida | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| • O EBITDA é utilizado mundialmente | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| • Outros profissionais adotam | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |

Avalie as questões abaixo na escala: “1 – raramente” e “7 – frequentemente”

- | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 24) Você toma decisões de precificação relacionadas a empresas de incorporação imobiliária baseado no EBITDA? | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 25) Você faz algum ajuste no cálculo do EBITDA antes de tomar decisões? | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 26) Para efeito de precificação, atribua o grau de importância para cada indicador abaixo, sendo 1 para o mais importante e 7 para o menos importante: | | | | | | | |
| () EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization | | | | | | | |
| () ROE – return on equity | | | | | | | |
| () P/E – price to earnings | | | | | | | |
| () P/BV – price to book value | | | | | | | |
| () EV/EBITDA – enterprise value | | | | | | | |
| () BV – book value | | | | | | | |
| () NAV – net asset value | | | | | | | |
| 27) Para efeito de avaliação de desempenho operacional, atribua o grau de importância para cada indicador abaixo, sendo 1 para o mais importante e 5 para o menos importante: | | | | | | | |
| () margem bruta | | | | | | | |
| () margem operacional | | | | | | | |
| () margem líquida | | | | | | | |
| () margem EBITDA | | | | | | | |
| () margem REF | | | | | | | |

- 28) Para efeito de análise de caixa, atribua o grau de importância sendo 1 para o mais importante e 4 para o menos importante:
- () EBITDA
 - () DFC – Demonstração do fluxo de caixa
 - () *cash burn*
 - () dívida líquida

Grupo de Controle

Parte II – Simulação de decisão com base nas demonstrações contábeis e indicadores de desempenho financeiros e operacionais.

As demonstrações contábeis (balanços patrimoniais e demonstrações do resultado) e os indicadores de desempenho apresentados a seguir são de duas companhias do setor de incorporação imobiliária, integrantes do Novo Mercado. Com base nas informações disponibilizadas, informe a ordem de importância que você atribui a cada indicador para mensuração de desempenho de caixa, desempenho operacional e precificação/ *valuation*.

BALANÇOS PATRIMONIAIS LEVANTADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009
(Em milhares de reais)

ATIVO	Cia A	Cia B	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Cia A	Cia B
CIRCULANTE			CIRCULANTE		
Caixa e equivalentes de caixa	486.018	713.950	Empréstimos e Financiamentos	483.897	303.592
Contas a receber de clientes	886.352	1.449.373	Fornecedores	94.179	96.514
Imóveis a comercializar	1.665.749	946.613	Contas a pagar de terrenos	244.243	385.286
Outros créditos	133.630	57.729	Impostos e contribuições a recolher	23.940	145.646
Total do circulante	<u>3.171.749</u>	<u>3.167.665</u>	Dividendos a pagar	-	82.513
			Adiantamentos de clientes	143.028	140.450
			Outras contas a pagar	174.238	40.472
			Total do circulante	<u>1.163.525</u>	<u>1.194.473</u>
NÃO CIRCULANTE			NÃO CIRCULANTE		
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO			Empréstimos e Financiamentos	697.170	482.865
Contas a receber de clientes	863.602	605.089	Contas a pagar de terrenos	422.696	82.156
Imóveis a comercializar	1.013.685	390.023	Aquisição de investimentos	157.428	6.750
Outros	134.127	24.525	Adiantamento de clientes	488.349	-
IR e contribuição social diferidos	74.784	101.016	Outros	57.551	30.877
Total do realizável a longo prazo	<u>2.086.198</u>	<u>1.120.653</u>	Impostos e contribuições diferidos	147.073	45.320
			Total do não circulante	<u>1.970.267</u>	<u>647.968</u>
			ACIONISTAS NÃO CONTROLADORES	-	123.604
Permanente	293.101	70.647	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2.417.256	2.392.920
Total do não circulante	<u>2.379.299</u>	<u>1.191.300</u>	Total do patrimônio líquido	<u>2.417.256</u>	<u>2.392.920</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>5.551.048</u>	<u>4.358.965</u>	TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>5.551.048</u>	<u>4.358.965</u>

DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO
PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009
(Em milhares de reais, exceto o lucro líquido por ação)

	Cia A		Cia B	
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	1.875.660	103,5%	1.735.914	105,4%
Impostos sobre vendas e serviços	(63.648)	-3,5%	(88.334)	-5,4%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.812.012	100,0%	1.647.580	100,0%
CUSTO DOS IMÓVEIS VENDIDOS E SERVIÇOS PRESTADOS	(1.195.473)	-66,0%	(1.069.739)	-64,9%
LUCRO BRUTO	616.539	34,0%	577.841	35,1%
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS				
Administrativas	(143.118)	-7,9%	(100.088)	-6,1%
Comerciais	(95.674)	-5,3%	(105.185)	-6,4%
Depreciações e amortizações	(17.301)	-1,0%	-	0,0%
Outras despesas operacionais	(24.895)	-1,4%	11.849	0,7%
LUCRO ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	335.551	18,5%	384.417	23,3%
Resultado financeiro	(100.639)	-5,6%	38.341	2,3%
LUCRO OPERACIONAL	234.912	13,0%	422.758	25,7%
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL : ACIONISTA NÃO CONTROLADOR	(33.025)	-1,8%	(48.576)	-2,9%
	-		(26.760)	
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	201.887	11,1%	347.422	21,1%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO POR AÇÃO - R\$	0,466		0,722	
INDICADORES OPERACIONAIS E FINANCEIROS				
VGv de lançamentos (% cia)	2.674.900		2.586.100	
Vendas contratadas (% cia)	2.259.900		2.821.800	
Margem REF	38,9%		46,0%	
Receita Líquida	1.812.012		1.647.580	
Margem Bruta	34,0%		35,1%	
Resultado Operacional	234.912		422.758	
Margem Operacional	13,0%		25,7%	
Lucro Líquido	201.887		347.422	
Margem Líquida	11,1%		21,1%	
EBITDA	352.852		441.343	
Margem EBITDA	19,5%		26,8%	
Dívida líquida	695.049		72.507	
Dívida líquida/PL	28,8%		3,0%	
DFC - operacional	(432.300)		(210.600)	
Cash Burn	(705.498)		(390.088)	
ROE	9,1%		17,0%	
P/E	21,3		19,4	
P/BV	1,5		2,6	
EV/EBITDA	13,3		14,9	
P/Liquidation Value	0,9		1,6	
Book Value	2.417.256		2.392.920	

Questões:

1. Informe o grau de importância que você atribui a cada indicador para precificação de cada companhia, sendo 1 para o mais importante e 7 para o menos importante.

	<u>Cia "A"</u>	<u>Cia "B"</u>
EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation, amortization	()	()
ROE – return on equity	()	()
P/E – price to earnings	()	()
P/BV – price to book value	()	()
EV/EBITDA – enterprise value	()	()
BV – book value	()	()
P/LV – price to liquidation value	()	()

2. Informe o grau de importância que você atribui a cada indicador para mensuração de desempenho operacional de cada companhia, sendo 1 para o mais importante e 5 para o menos importante.

	<u>Cia "A"</u>	<u>Cia "B"</u>
Margem bruta	()	()
Margem operacional	()	()
Margem líquida	()	()
Margem EBITDA	()	()
Margem REF	()	()

3. Informe o grau de importância que você atribui a cada indicador para mensuração de desempenho de caixa de cada companhia, sendo 1 para o mais importante e 4 para o menos importante.

	<u>Cia "A"</u>	<u>Cia "B"</u>
EBITDA	()	()
DFC – Demonstração do fluxo de caixa	()	()
<i>cash burn</i>	()	()
dívida líquida	()	()

Grupo do Manipulação

Parte II – Simulação de decisão com base nas demonstrações contábeis e indicadores de desempenho financeiros e operacionais.

As demonstrações contábeis (balanços patrimoniais e demonstrações do resultado) e os indicadores de desempenho apresentados a seguir são de duas companhias do setor de incorporação imobiliária, integrantes do Novo Mercado. Com base nas informações disponibilizadas, informe a ordem de importância que você atribui a cada indicador para mensuração de desempenho de caixa, desempenho operacional e precificação/ *valuation*.

BALANÇOS PATRIMONIAIS LEVANTADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009
(Em milhares de reais)

ATIVO	Cia A	Cia B	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Cia A	Cia B
CIRCULANTE			CIRCULANTE		
Caixa e equivalentes de caixa	486.018	713.950	Empréstimos e Financiamentos	483.897	303.592
Contas a receber de clientes	886.352	1.449.373	Fornecedores	94.179	96.514
Imóveis a comercializar	1.665.749	946.613	Contas a pagar de terrenos	244.243	385.286
Outros créditos	133.630	57.729	Impostos e contribuições a recolher	23.940	145.646
Total do circulante	<u>3.171.749</u>	<u>3.167.665</u>	Dividendos a pagar	-	82.513
			Adiantamentos de clientes	143.028	140.450
			Outras contas a pagar	174.238	40.472
			Total do circulante	<u>1.163.525</u>	<u>1.194.473</u>
NÃO CIRCULANTE			NÃO CIRCULANTE		
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO			Empréstimos e Financiamentos	697.170	482.865
Contas a receber de clientes	863.602	605.089	Contas a pagar de terrenos	422.696	82.156
Imóveis a comercializar	1.013.685	390.023	Aquisição de investimentos	157.428	6.750
Outros	134.127	24.525	Adiantamento de clientes	488.349	-
IR e contribuição social diferidos	74.784	101.016	Outros	57.551	30.877
Total do realizável a longo prazo	<u>2.086.198</u>	<u>1.120.653</u>	Impostos e contribuições diferidos	147.073	45.320
			Total do não circulante	<u>1.970.267</u>	<u>647.968</u>
			ACIONISTAS NÃO CONTROLADORES	-	123.604
Permanente	293.101	70.647	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2.417.256	2.392.920
Total do não circulante	<u>2.379.299</u>	<u>1.191.300</u>	Total do patrimônio líquido	<u>2.417.256</u>	<u>2.392.920</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>5.551.048</u>	<u>4.358.965</u>	TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>5.551.048</u>	<u>4.358.965</u>

DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO
PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009
(Em milhares de reais, exceto o lucro líquido por ação)

	Cia A		Cia B	
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	1.875.660	103,5%	1.735.914	105,4%
Impostos sobre vendas e serviços	(63.648)	-3,5%	(88.334)	-5,4%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.812.012	100,0%	1.647.580	100,0%
CUSTO DOS IMÓVEIS VENDIDOS E SERVIÇOS PRESTADOS	(1.195.473)	-66,0%	(1.069.739)	-64,9%
LUCRO BRUTO	616.539	34,0%	577.841	35,1%
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS				
Administrativas	(143.118)	-7,9%	(100.088)	-6,1%
Comerciais	(95.674)	-5,3%	(105.185)	-6,4%
Depreciações e amortizações	(17.301)	-1,0%	-	0,0%
Outras despesas operacionais	(24.895)	-1,4%	11.849	0,7%
LUCRO ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	335.551	18,5%	384.417	23,3%
Resultado financeiro	(100.639)	-5,6%	38.341	2,3%
LUCRO OPERACIONAL	234.912	13,0%	422.758	25,7%
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL : ACIONISTA NÃO CONTROLADOR	(33.025)	-1,8%	(48.576)	-2,9%
	-		(26.760)	
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	201.887	11,1%	347.422	21,1%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO POR AÇÃO - R\$	0,466		0,722	
INDICADORES OPERACIONAIS E FINANCEIROS				
VGv de lançamentos (% cia)	2.674.900		2.586.100	
Vendas contratadas (%cia)	2.259.900		2.821.800	
Margem REF	38,9%		46,0%	
Receita Líquida	1.812.012		1.647.580	
Margem Bruta	34,0%		35,1%	
Resultado Operacional	234.912		422.758	
Margem Operacional	13,0%		25,7%	
Lucro Líquido	201.887		347.422	
Margem Líquida	11,1%		21,1%	
EBITDA	352.852		441.343	
Margem EBITDA	19,5%		26,8%	
Dívida líquida	695.049		72.507	
Dívida líquida/PL	28,8%		3,0%	
DFC - operacional	(432.300)		(210.600)	
Cash Burn	(705.498)		(390.088)	
ROE	9,1%		17,0%	
P/E	21,3		19,4	
P/BV	1,5		2,6	
EV/EBITDA	13,3		14,9	
P/Liquidation Value	0,9		1,6	
Book Value	2.417.256		2.392.920	

Informações adicionais:

- A companhia "B" é focada 100% em empreendimentos chamados segmento econômico, enquadrados no Programa Minha Casa Minha Vida, e por isso possui um ciclo operacional de 15 meses;
- A companhia "A" é especializada em empreendimentos voltados para média e alta renda, tendo um ciclo operacional de 28 meses;
- A companhia "A" utiliza o critério de consolidação de balanço proporcional a sua participação nos empreendimentos enquanto a companhia "B" consolida o balanço 100%, destacando a participação dos minoritários;
- A companhia "A" tem como estratégia o financiamento dos clientes após a entrega das chaves, auferindo receitas de variação monetária (IGP-M) e juros de 1% a.m. que são apropriados como receita operacional;
- Ambas as companhias adotam estruturas de SPEs distintas para cada empreendimento;

Questões:

1. Informe o grau de importância que você atribui a cada indicador para precificação de cada companhia, sendo 1 para o mais importante e 7 para o menos importante.

	<u>Cia "A"</u>	<u>Cia "B"</u>
EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation, amortization	()	()
ROE – return on equity	()	()
P/E – price to earnings	()	()
P/BV – price to book value	()	()
EV/EBITDA – enterprise value	()	()
BV – book value	()	()
NAV – net asset value	()	()

2. Informe o grau de importância que você atribui a cada indicador para mensuração de desempenho operacional de cada companhia, sendo 1 para o mais importante e 5 para o menos importante.

	<u>Cia "A"</u>	<u>Cia "B"</u>
Margem bruta	()	()
Margem operacional	()	()
Margem líquida	()	()
Margem EBITDA	()	()
Margem REF	()	()

3. Informe o grau de importância que você atribui a cada indicador para mensuração de desempenho de caixa de cada companhia, sendo 1 para o mais importante e 4 para o menos importante.

	<u>Cia "A"</u>	<u>Cia "B"</u>
EBITDA	()	()
DFC – Demonstração do fluxo de caixa	()	()
<i>cash burn</i>	()	()
dívida líquida	()	()