

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

**Das Razões da Utilização do EBITDA por Profissionais de
Mercado: uma Contribuição Prática**

Vinícius José Ribeiro de Carvalho

São Paulo

2014

Vinícius José Ribeiro de Carvalho

**Das Razões da Utilização do EBITDA por Profissionais de
Mercado: uma Contribuição Prática**

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

Orientador: Prof. Dr. Octávio Ribeiro de Mendonça Neto

São Paulo

2014

C331r Carvalho, Vinícius José Ribeiro de

Das razões da utilização do EBITDA por profissionais de mercado: uma contribuição prática / Vinicius Jose Ribeiro de Carvalho - 2015.

48f.: 30 cm

Dissertação (Mestrado em Controladoria Empresarial) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2015.

Orientação: Prof. Dr. Octávio Ribeiro de Mendonça Neto
Bibliografia: f. 44-47

1. EBITDA. 2. Valuation. 3. Finanças. 4. Múltiplos. 5. BR GAAP. 6. IFRS. 7. CVM. 8. SEC. 9. Teoria institucional. 10. Nova sociologia institucional. 11. Isomorfismo mimético. I. Título.

CDD 658.151

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Profa. Dra. Helena Bonito Couto Pereira

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Prof. Dr. Adilson Aderito da Silva

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Profa. Dra. Maria Thereza Pompa Antunes

O ignorante afirma, o sábio duvida, o
sensato reflete.

Aristóteles

À todas as pessoas de boa fé, que combatem o bom combate, que erram tentando acertar, que sonham em construir com esforço próprio e que se utilizam da generosidade e da razão para construir um mundo melhor.

Agradecimentos

Primeiramente agradeço a Deus, que sempre me amparou e me deu forças para atravessar os momentos difíceis, assim como guia o acaso e ilumina minha jornada.

Ao professor Octávio Ribeiro de Mendonça Neto pela compreensão e parceria ao longo deste projeto, ao professor José Carlos Tiomatsu Oyadomari pelas valiosas contribuições, e à professora Maria Thereza Pompa Antunes, que me abriu as portas à discência e me incentivou ao longo do caminho.

À Universidade Presbiteriana Mackenzie e a todos os membros do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.

À todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente para a realização deste trabalho, incluindo os profissionais entrevistados da amostra, que gentilmente disponibilizaram seu precioso tempo e paciência.

À minha esposa, que além de ter sido testemunha de parte desta jornada, contribui para que a mesma seja mais bela a cada dia.

À memória de meu pai, e à minha mãe, cujo amor infinito e exemplo me deram a obstinação e a força de vontade necessárias para vencer.

Resumo

Este trabalho buscou entender a utilização do EBITDA por profissionais atuantes no mercado profissional brasileiro. O EBITDA, que despontou na década de 1970 nos Estados Unidos da América como uma ferramenta para medir o desempenho operacional de empresas com pesados investimentos em capital intensivo e/ou empresas altamente alavancadas, devido ao seu sucesso rapidamente se disseminou por todo o mundo como uma importante *proxy* para fluxos de caixa. No entanto, ao longo dos anos a comunidade acadêmica e profissional, assim como órgãos reguladores e normatizadores, levantaram uma série de críticas e ponderações quanto ao seu uso, possivelmente maiores que suas virtudes. Assim, nasceu a motivação deste trabalho: por que e como profissionais tão gabaritados continuam utilizando o EBITDA em seu dia a dia, apesar de suas fragilidades conceituais? Também teve-se a motivação de discutir um tema pouco aprofundado no Brasil. Trata-se de um trabalho de cunho qualitativo e exploratório, realizado através de entrevista com amostra de profissionais selecionados por conveniência e com os dados analisados pela técnica de análise de conteúdo, com suporte do software ATLAS.ti. Os resultados apontaram que os profissionais da amostra continuam utilizando o EBITDA principalmente pela facilidade de uso e de cálculo, além de entenderem ser uma boa medida de desempenho operacional. No entanto, além das diversas críticas tecidas, apontam também que o utilizam devido a falta de uma boa *proxy* para fluxo de caixa que tenha custo benefício de utilização semelhante. Por fim, identificamos que uma das razões para sua utilização reside no Isomorfismo Mimético, conforme analisado pela Nova Sociologia Institucional, ou Neo-institucionalismo.

Palavras-chave: EBITDA, Valuation, Finanças, Múltiplos, BR GAAP, IFRS, CVM, SEC, Teoria Institucional, Nova Sociologia Institucional, Isomorfismo Mimético.

Abstract

This study seeks to understand the utilization of EBITDA by Brazilian market professionals. EBITDA, which emerged in the 1970s in the United States as a tool to measure the operating performance of companies with heavy capital investments and / or highly leveraged companies, due to its success quickly spread throughout the world as an important proxy for cash flows. However, over the years the academic and professional community, as well as regulators and standard-setting bodies, raised a number of criticisms and warnings on its use, possibly greater than its virtues. Thus, was born the motivation of this work: why and how highly skilled and qualified professionals continue utilizing EBITDA in their daily work, despite its conceptual weaknesses? Additionally, there was the motivation to discuss an issue lacking depth in Brazil. This is a qualitative and exploratory study, conducted through interviews with a sample of professionals selected by convenience and the data analyzed by the content analysis technique, with ATLAS.ti software support. The results show that the professionals of the sample continue using EBITDA mainly for ease of use and calculation, and deem it a good measure of operating performance. However, in addition to several criticisms, also showed us that they continue to utilize EBITDA due to the lack of a good proxy for cash flow that has a similar cost-benefit relation. Finally, we identified that one of the probable reasons for its mass utilization lies in Mimetic Isomorphism, as analyzed by the New Institutional Sociology, or Neo-institutionalism.

Keywords: EBITDA, Valuation, Finance, Multiples, BR GAAP, IFRS, CVM, SEC, Institutional Theory, Neo-institutionalism, Mimetic Isomorphism.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	12
1.2	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	13
1.3	PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.4	OBJETIVOS DA PESQUISA	15
1.5	CONTRIBUIÇÕES DO TRABALHO	15
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	16
3.	MÉTODO DE PESQUISA	29
3.1	TIPOLOGIA DA PESQUISA	29
3.2	COLETA DOS DADOS E AMOSTRA	29
3.2.1	Roteiro da Entrevista	31
3.3	ANÁLISE E TRATAMENTO DOS DADOS	32
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	35
4.1	CATEGORIAS	35
4.1.1	Utilização do EBITDA	35
4.1.2	<i>Proxy</i> para Fluxo de Caixa	35
4.1.3	Uso de Substitutos	36
4.1.4	Críticas ao EBITDA	37
4.1.5	Motivação Real do Uso	38
4.2	DAS RAZÕES DA UTILIZAÇÃO DO EBITDA	39
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	42
	REFERÊNCIAS	44

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Fórmula do EBITDA	17
Quadro 2 – Fórmula do FCFE	20
Quadro 3 – Fórmula do FCFF	21
Quadro 4 – Fórmula do NOPAT	21
Quadro 5 – Fórmula do P/E e P/BV	22
Tabela 1 – Relação dos entrevistados da amostra	32

1. INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Nos últimos anos, com a sofisticação dos mercados de capitais e difusão de práticas contábeis mais uniformes ao redor do mundo, muito tem se falado a respeito do EBITDA e do seu uso como ferramenta de avaliação da performance operacional e/ou da sua proximidade à geração de caixa operacional de uma empresa.

O EBITDA (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*), ou o seu equivalente em português, LAJIDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), não possui definição conceitual aceita na teoria contábil.

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

Greenberg (1998), ao se referir a popularidade e difusão em larga escala do EBITDA em um artigo para a Fortune, afirmou “(...) a última onda do EBITDA parece não ter fronteiras e se tornou extremamente popular em companhias com apetite para aquisições”.

Talvez uma das razões pelas quais o EBITDA tenha se popularizado no mundo financeiro se deva à facilidade de seu cálculo e de sua operacionalização em modelos de avaliação. Este uso intensivo e amplamente disseminado, em contra-partida, chega a ser criticado por alguns profissionais, que elegem até mesmo razões para sua não utilização (GAVIN, 2011).

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

Na mesma linha, o trabalho de Francis et al. (2003), que analisam a capacidade preditiva de medidas de performance (relacionadas e não relacionadas ao resultado líquido) para explicar a variabilidade de retornos de ações para certas indústrias, concluem que o “(...) lucro líquido supera o fluxo de caixa operacional e o EBITDA para explicar retornos em segmentos onde o lucro líquido é a métrica preferida de análise de retornos. Entretanto, nem o fluxo de caixa operacional nem o EBITDA superam o lucro líquido em segmentos onde os mesmos são as métricas preferidas.”

Sendo assim por que, apesar de polêmico, é tão popular e tão utilizado pela comunidade financeira ao redor do mundo?

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

A iniciativa não foi continuada pelos órgãos da profissão contábil no Brasil (CPC, CFC, Ibracon), no sentido de avançar na discussão teórica acerca da natureza do EBITDA.

1.2 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

As informações contábeis que são utilizadas pelos agentes do mercado de capitais são a fonte primária de informação, através das divulgações efetuadas pelas empresas aos seus acionistas, para aferição do desempenho empresarial, financeiro, assim como permite aos mesmos a possibilidade de efetuar projeções destas medidas de forma a estimar o valor justo de seus investimentos.

Como vimos acima, dada a popularidade do EBITDA como ferramenta de análise, e da tentativa de vincular o mesmo a geração de caixa das empresas, se torna fundamental uma análise ampla, carente na literatura contábil brasileira, sobre como e por que os praticantes de

mercado vêm utilizando esta importante *proxy*. Apesar de muito utilizado, muito pouco vem sendo produzido de forma científica sobre o tema.

Além disso, há a importância do aspecto prático e tecnológico deste trabalho, cuja intenção está alinhada aos objetivos do Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie, que é o de aliar a experiência prática à experiência acadêmica, *in situ*.

Mendonça Neto et al. (2011), em seu trabalho discorrem sobre a importância do conhecimento prático para o desenvolvimento da academia:

“(...) Não se trata aqui de preconizar pesquisas que tenham como finalidade conhecer o comportamento dos práticos, (...) mas, sim, de conhecer como os práticos constroem o seu conhecimento e passam a incorporá-los às suas práticas. Estes, em seu dia a dia, por exemplo, não têm tempo para aguardar que a teoria, ou a norma, lhes ensinem a avaliar ativos intangíveis ou a mensurar o capital intelectual, mas, certamente, desenvolveram técnicas empíricas para tal, de outra forma, não assistiríamos cotidianamente a compras e fusões de empresas por valores bem superiores aos registrados em livros e nem à contratação de profissionais experientes mediante o pagamento antecipado de somas expressivas a título de luvas. O conhecimento da forma com que essas técnicas são construídas, e aprimoradas, certamente permitirá, através da aplicação do método científico, o avanço do conhecimento.”

1.3 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando o contexto de pesquisa anteriormente abordado, o presente trabalho buscou responder a seguinte questão de pesquisa:

Por quais razões o EBITDA vem sendo utilizado pelos profissionais atuantes no mercado de capitais brasileiro?

1.4 OBJETIVOS DA PESQUISA

O **objetivo central** do presente estudo foi o de avaliar por quais razões o EBITDA vem sendo utilizado por profissionais atuantes no mercado de capitais brasileiro e como utilizam o mesmo.

O objetivo secundário da pesquisa é colher percepções gerais acerca do uso do EBITDA, e saber se existem profissionais que utilizam outras métricas como equivalente a geração de caixa, além de contribuir com futuras oportunidades de pesquisa.

1.5 CONTRIBUIÇÕES DO TRABALHO

Esta pesquisa pretendeu contribuir com o levantamento e difusão de evidências empíricas sobre o uso do EBITDA por parte de profissionais atuantes no mercado de capitais brasileiro. Espera-se também com o presente estudo contribuir para o aumento do conhecimento referente ao tema no Brasil e a continuidade de seu estudo, assim como auxiliar analistas, consultores, estudantes e executivos em suas análises. Além disso, pesquisadores passarão a dispor de mais um trabalho sobre um tema tão pouco explorado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

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

Como é muito usado por profissionais ligados a investimentos e mercado de capitais, é relevante também utilizar como referencial teórico toda a teoria financeira que embasa as técnicas de avaliação de empresas (“*valuation*”), que em última instância remonta a construção da teoria moderna de finanças e da hipótese de mercado eficiente (Modigliane e Miller, 1958), e ao modelo de Ohlson (1995).

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

Extraído diretamente da demonstração de resultado do exercício, podendo também contar com auxílio da demonstração do fluxo de caixa para obtenção do valor preciso das depreciações e amortizações, quando for o caso, não possui cálculo complexo, e geralmente é calculado conforme abaixo:

Quadro 1 – Fórmula do EBITDA

Lucro líquido
+ Depreciação e amortização
+ Resultado financeiro líquido
+ Imposto de renda e contribuição social
= EBITDA

Na Instrução CVM 527, o órgão regulador reitera que, caso as empresas listadas queiram realizar a apresentação voluntária do EBITDA, o mesmo “deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis”.

No entanto, sem mencionar o EBITDA o CPC 26 convencionou que:

“A informação sobre fluxos de caixa proporciona aos usuários das demonstrações contábeis uma base para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa e as necessidades da entidade para utilizar esses fluxos de caixa. O Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa define os requisitos para a apresentação da demonstração dos fluxos de caixa e respectivas divulgações.”

Ou seja, já determinando que a demonstração do fluxo de caixa (direto ou indireto), é a métrica aceita pela norma contábil, o que ressalta mais uma vez o caráter contraditório entre o que é aceito pela prática contábil e a prática diária dos profissionais que lidam com o tema.

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

Ross et al. (2007), definem genericamente como fluxos de caixa operacionais os “lucros antes de juros e depreciação, menos impostos”, e acrescenta que o fluxo de caixa total da empresa “inclui ajustes e função de gastos de capital e variações de capital de giro líquido”.

Apesar de não ser uma métrica admitida pelos princípios contábeis geralmente aceitos e pelas normas internacionais de contabilidade, a referida Instrução CVM 527 ainda determina que não podem compor o cálculo do EBITDA valores não presentes nas demonstrações financeiras, especialmente na demonstração do resultado do exercício, assim como as Companhias não podem excluir quaisquer itens não recorrentes, não operacionais ou de operações descontinuadas.

No entanto, segundo o parágrafo 4º da Instrução CVM 527, é possível divulgar o EBITDA levando em conta o impacto da exclusão de resultados líquidos de operações descontinuadas, entendendo como operações descontinuadas a definição do CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada, assim como outros itens “que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa”.

Caso os itens acima sejam ajustados ao EBITDA, o mesmo deve passar a se chamar EBITDA “ajustado”, segundo a Instrução CVM.

Conforme comentamos anteriormente, apesar de não aceito pela prática contábil, é bastante curioso o fato de a CVM admitir no texto da instrução a intenção dos usuários da informação contábil, ou dos produtores da mesma, utilizarem o EBITDA como *proxy* de fluxos de caixa quando utiliza o termo “geração bruta de caixa”, demonstrada no texto citado acima (artigo 4º da Instrução), assim como exigir que os itens sejam extraídos das demonstrações financeiras, mas contraditoriamente não permitir que o mesmo seja demonstrado como parte integrante das mesmas, apenas se admitindo de forma obrigatória a reconciliação dos números para o lucro líquido e a demonstração dos ajustes.

Apesar de menos recente e provavelmente fonte conceitual da Instrução CVM 527, o órgão regulador do mercado de capitais norte americano foi além em 2003 quando emitiu a *Final Rule – Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures* (“Condições para o uso de métricas financeiras não contábeis”), ou “*Regulation G*” e *adendums* ao item 10(e) da *Regulation S-K*. Muito mais abrangente, extenso e detalhado que o equivalente brasileiro, possui como principais diferenças:

- Aplicável não somente às demonstrações financeiras, mas a todo tipo de comunicação e mídia publicados pelas companhias, tais como *press releases*, apresentações, e até mesmo *conference calls*;
- É mais abrangente e permite a reconciliação para a medida contábil mais próxima possível do indicador, não necessariamente a demonstração do resultado;
- Deve ser publicada a razão pela qual a Administração acredita que aquela métrica provê informação útil ao usuário das demonstrações financeiras no que tange à sua

condição financeira e resultado das operações. Ainda, se relevante a Administração deve divulgar por que utiliza a métrica;

- Permite divulgação prospectiva;
- Admite a exclusão de itens não recorrentes, desde que sejam assim chamados, claramente identificados e não tenham ocorrido nos últimos dois anos ou que seja esperado não ocorram nos próximos dois anos;
- Desde que não seja divulgado como não recorrente, não frequente ou atípico e seja claramente identificado, a Companhia pode ajustar itens recorrentes da métrica não-GAAP, conforme confirmado pela “*Compliance and Disclosure Interpretations: Non-GAAP Financial Measures*” de janeiro de 2010.

Como se percebe, existe uma diferença conceitual fundamental entre a regulação brasileira e a norte americana. Enquanto a primeira é muito mais conservadora, a última, especialmente nos três últimos itens elencados acima, admite até mesmo a divulgação de informações prospectivas e ajustes de itens não recorrentes.

Provavelmente isto se dá pela maturidade do mercado de capitais norte americano, dos profissionais financeiros, tanto do lado das corporações quanto do lado dos investidores, e do órgão regulador e órgãos da profissão contábil *per si*. Só recentemente temos assistido ao desenvolvimento da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil, e porque não dizer do próprio mercado de capitais, enquanto que nos Estados Unidos, berço desta indústria, há anos termos como EBITDA ajustado, EBITDA normalizado, EBITDA pro-forma e outras diversas variações do mesmo já são utilizados pela comunidade financeira.

Em se tratando de modelos de avaliação de empresas, Damodaran (2007) elucida que para o cálculo dos fluxos de caixa livres para o patrimônio líquido (FCFE – *free cash flows to equity*), deve ter como componente inicial o lucro líquido da entidade alvo da avaliação:

Quadro 2 – Fórmula do FCFE

$\text{FCFE} = \text{Lucro líquido} - (\text{gastos de capital} - \text{depreciação}) - \text{alteração em capital de giro não monetário} + (\text{dívida repaga} - \text{novas emissões de dívida})$

Fonte: Damodaran (2007)

O modelo FCFE pressupõe que os fluxos de caixa para o patrimônio líquido, que em última instância são os dividendos, estão disponíveis para os detentores de ações ao fim de cada período analisado, ao contrário do modelo de dividendos descontados, que assume somente dividendos distribuídos como fluxos de caixa para o patrimônio líquido. Como o dividendo é de fato o caixa disponível, o modelo FCFE é tecnicamente coerente com o objetivo de uma avaliação. Note que o cálculo acima, apesar de possuir componentes em comum, difere bastante do EBITDA.

No entanto, no modelo de fluxos de caixa livres para a empresa (FCFF – *free cash flows to firm*), o cálculo inicial possui um componente mais próximo do EBITDA, no entanto ainda que conceitualmente diferente:

Quadro 3 – Fórmula do FCFF

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} - (\text{gastos de capital} - \text{depreciação}) - \text{alteração em capital de giro não monetário}$$

Fonte: Damodaran (2007)

O NOPAT (*net operating profit after taxes*) pode ser assim calculado:

Quadro 4 – Fórmula do NOPAT

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{alíquota de impostos sobre a renda})$$

Fonte: Damodaran (2007)

A diferença entre os modelos de FCFE e FCFF é a de isolar o custo com capital de terceiros e calcular o montante de fluxos de caixa livre para a empresa, permitindo isolar os componentes de endividamento (e conseqüentemente o custo de capital) e qualquer tipo de benefício fiscal ou situação tributária atípica.

No entanto, em se tratando a **avaliação relativa**, Damodaran (2007), sugere três opções objetivas para comparações com variáveis de lucros: **EBITDA**, **EBIT** e **NOPAT**. As técnicas de avaliação relativa são bastante diferentes dos modelos de avaliação por fluxos de caixa descontados.

Escolhida uma base das bases comparativas de lucros, ou realizando o cálculo com todas elas como suporte para a tomada de decisão (também muito utilizado) o numerador usualmente mais adotado em avaliações relativas é o EV (*enterprise value* ou *firm value*), calculado a partir da premissa dos fluxos de caixa livres para a empresa, conforme abordado acima. Desta forma, chegamos ao múltiplo de EV/EBITDA.

Existem também comparações com múltiplos de EV utilizando outros denominadores (como vendas por exemplo), assim como múltiplos de patrimônio líquido como o P/E (*price to earnings*) e o P/BV (*price to book value*), que são calculados da seguinte forma:

Quadro 5 – Fórmula do P/E e P/BV

$$\text{P/E} = \frac{\text{valor de mercado do patrimônio líquido}}{\text{Lucro líquido contábil}}$$
$$\text{P/BV} = \frac{\text{valor de mercado do patrimônio líquido}}{\text{valor contábil do patrimônio líquido}}$$

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

Com relação ao objetivo deste trabalho, é justamente por isso que o EBITDA é uma ferramenta tão importante em avaliação de empresas. Dependendo do método escolhido e das variáveis a serem trabalhadas, alterações no mesmo ou a má qualidade na sua construção podem afetar significativamente o cálculo do valor da empresa.

Em nossa visão, o EBITDA é apontado como uma das escolhas preferidas de avaliações relativas justamente devido a sua ampla popularidade e simplicidade de cálculo, e não necessariamente à sua consistência técnica diante de outras métricas, como vimos anteriormente, desde que seja utilizado de forma consistente e uniforme, e em empresas comparáveis.

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

- O uso de múltiplos e comparáveis demanda menos tempo e recursos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado. As avaliações de fluxo de caixa descontado requerem substancialmente mais informações do que avaliações relativas;
- É mais fácil de vender. Devido à popularização de seus componentes e facilidade de uso, é mais fácil vender uma avaliação relativa do que uma de fluxo de caixa descontado, especialmente quando se trabalha com escassez de tempo;
- É mais fácil de defender. As avaliações de fluxo de caixa descontado possuem premissas muitas vezes complexas e de difícil entendimento, ao contrário da avaliação relativa, que muitas vezes possui cálculo simples e objetivo, e anda junto com o mercado;
- Imperativos de mercado. Uma vez que avaliações relativas tentam medir o valor relativo, e não o valor intrínseco, é mais provável que a avaliação relativa irá produzir indicadores mais próximos aos de mercado, independente de este ser ou não apropriado, o que se traduz em uma série de conseqüências.

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

Assim, empresas que tenham alíquotas de impostos muito altas, podem erroneamente parecer baratas diante de empresas localizadas em países que tenham alíquotas mais baixas.

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

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

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

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

À conclusão semelhante chegou Maeda et al. (2010), ao analisarem o EBITDA da Petrobrás: “(…) os resultados obtidos sugerem que o EBITDA na Petrobrás não é um indicador calculado de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, ou seja, não é utilizado para avaliar a efetividade do negócio e o desempenho operacional da entidade e, possivelmente, pode não servir como base de comparação com o mesmo nome, apresentado por outras empresas”.

Cohen (2010), em sua pesquisa relacionada à utilidade do EBITDA como indicador de desempenho no setor imobiliário brasileiro, conclui que o mesmo tem baixa utilidade para precificação de empresa, mensuração de desempenho operacional e de caixa. Adicionalmente, conclui também que não é o indicador de fluxo de caixa para empresas inseridas neste setor.

Mais interessante é a conclusão no mesmo estudo de Cohen (2010) no que tange às razões que justificam o uso do EBITDA por parte dos profissionais no setor de incorporação imobiliária brasileiro, “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 (…).”

Considerando o contexto e as respostas, a conclusão foi a de que é o isomorfismo mimético, conceituado pela teoria institucional, o agente difusor do uso do EBITDA por profissionais do setor imobiliário brasileiro, admitindo que aspectos comportamentais e sociológicos podem influenciar decisões dos agentes de mercado.

Este resultado está em linha com o trabalho de Gonçalves (2010), sobre avaliação do desempenho de empresas do setor imobiliário: “(...) no início da cobertura, os analistas divulgavam apenas os indicadores conhecidos e utilizados por qualquer setor da economia, como ROA, ROE, ROIC e EBITDA”, se referindo à evolução dos indicadores utilizados por empresas deste setor.

Neste caso específico, com o tempo o EBITDA foi perdendo importância relativa em detrimento de outros indicadores mais apropriados ao setor, como VGV (Valor Geral de Vendas), VGV Contratado, VGV Potencial, *Land Bank* (estoque de terrenos), etc.

O cunho institucional da utilização do EBITDA, como veremos adiante, é um aspecto extremamente importante e que deve ser levado em conta. Em ambientes organizacionais estruturados, que é o caso das áreas de atuação dos profissionais entrevistados, onde esforços são feitos para lidar racionalmente com a incerteza e assimetria, muitas vezes levam, no agregado, à homogeneidade de estrutura, cultura e produção (DIMAGGIO & POWELL, 1983).

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

Esta tendência das organizações se assemelham em virtude pressões relacionadas ao ambiente externo é denominado Isomorfismo (Frezatti et al., 2009), que pode ser de três tipos, segundo Dimaggio e Powell (1983):

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

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

Stumpp (2000), admite que o EBITDA seria mais bem utilizado quando se tratam de empresas com ativos de ciclos longos, como as empresas de infraestrutura, contrariando o resultado de alguns trabalhos conforme exposto anteriormente. Apesar disso, alerta que além de poder ser facilmente manipulado através de políticas contábeis agressivas ou ajustes “pro-forma”, em sua visão possui dez falhas críticas:

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

Em sua análise, Stumpp (2000) cita ainda que o EBITDA se tornou muito popular entre “*bankers*” (profissionais que representam bancos de investimento) e aquisições alavancadas justamente pelo fato de que, em segmentos econômicos que possuem uma carga de depreciação muito elevada, permitir que avaliações relativas se traduzam em valores maiores, uma vez que estas depreciações não são consideradas no EBITDA, nem a necessidade de reinvestimento da mesma.

Outro aspecto importante da análise de Stumpp refere-se à capacidade de indicadores de dívida e liquidez baseados em EBITDA proverem informação fidedigna sobre a capacidade financeira da empresa. Em seu estudo foram selecionadas 51 empresas que faliram em 1999, sendo que o indicador EBITDA/juros não foi preditivo desta situação. Em uma análise mais profunda, segundo a autora caso os investimentos em ativos imobilizados (CAPEX) tivesse sido subtraído do EBITDA, talvez esta situação pudesse ter sido prevista.

Com relação ao 1º item, onde cita que o EBITDA ignora as alterações no capital de giro, também vale a ressalva de que, como é construído a partir da demonstração do resultado do exercício, o EBITDA considera, por exemplo, a receita das vendas mas por outro lado não considera se estas vendas, ou o contas a receber relativo às mesmas, se transformou em caixa ou ainda está em aberto. Em empresas que possuem problemas de caixa ou problemas de recebimento de clientes isso pode ser um ponto muito importante que eventualmente não seria capturado pelo EBITDA.

Pelo fato de a característica dos itens que afetam o EBITDA dependerem extremamente do segmento econômico dos quais as empresas fazem parte, e da característica destas empresas *per si*, o mesmo pode levar a comparações de múltiplos enganosas. Por exemplo, não é possível realizar comparações baseadas em EBITDA entre uma empresa intensiva em capital (e portanto com uma depreciação elevada), e uma empresa de prestação de serviços. Ainda assim, há de se ter cautela mesmo que a análise esteja sendo feita, por exemplo, dentro de um segmento intensivo em capital, pois as empresas podem estar em estágios bastante distintos. Enquanto algumas podem estar nos ciclos iniciais de investimento, outras podem estar em um estágio estável ou mais maduro, tendo investimentos apenas para manutenção do parque instalado.

Assim, é inegável a controvérsia em torno da utilização do EBITDA que, quer nos parecer, foi muito difundido devido a sua facilidade de uso em detrimento de aspectos técnicos.

Embora existam outros indicadores que podem medir o desempenho de uma empresa ou auxiliar na apuração do valor das mesmas, segundo Frezatti e Aguiar (2007), “(...) existe a necessidade de hierarquizar um que seja suficientemente relevante e representativo para o mercado, para o acionista controlador, e para a empresa.”. Mormente o fato, Mendez (2007) destaca em sua análise que empresas que destruíram valor apresentaram comportamento negativo da margem EBITDA da amostra analisada.

Gouveia (2013), em seu trabalho sobre o desenvolvimento de um modelo de prospecção para bancos comerciais de busca de contrapartes estratégicas para transações de fusões e aquisições, considera o EBITDA um dos indicadores chave para identificação de alvos (“*targets*”), assim como o múltiplo EV / EBITDA (vide adiante).

Em seu estudo sobre medidas de valor em aquisições de empresas, Granata e Chirico (2010) selecionaram o EBITDA como métrica (assim como o EBIT) em detrimento de outros indicadores e da própria demonstração dos fluxos de caixa, por ser independente das estruturas de capital das empresas, o que permite comparabilidade, assim como provê uma medida da capacidade das empresas de honrar o serviço da dívida e pagar dividendos.

Vale ressaltar que o EBITDA ainda permite neutralidade ao não incluir também efeitos de tributação sobre a renda distintos (certas empresas podem contar com prejuízos fiscais recuperáveis ou incentivos tributários). Obviamente, a comparabilidade precisa obedecer a critérios tais como o segmento econômico de atuação das empresas, assim como similaridade de políticas contábeis e padrões de reporte, sob o risco de se gerar distorções relevantes especialmente em avaliações relativas, conforme abordado anteriormente.

Além dos diversos pontos de vista e formas de utilização do EBITDA apontados acima, o mesmo ainda é bastante utilizado em conjunto com outras métricas para construção de indicadores. Muitas vezes, estes indicadores levam em conta as características dos segmentos econômicos ou particularidade dos negócios das empresas às quais pertencem.

Alguns exemplos bastante comuns da utilização do EBITDA como indicador em conjunto com outras métricas contábeis ou financeiras:

- Dívida líquida / EBITDA: considerando a dívida financeira bruta da empresa menos o seu caixa disponível, procura medir quantos ciclos (anuais na maioria das vezes) de geração de caixa operacional bruta seriam necessários para quitar completamente a dívida. É muito utilizado em “*covenants*” (cláusulas contratuais restritivas de empréstimos e financiamentos) financeiros.
- EBITDA / despesa com juros: em analogia ao indicador acima, procura medir quantas vezes a despesa financeira com juros equivale à geração de caixa operacional da empresa em determinado período. Além de também ser muito utilizado em *covenants* contratuais, procura delimitar o perfil e capacidade de endividamento da empresa tomadora.
- EBITDAR ou EBITDARM, onde R significa “*rent*” (alugueis) ou “*restructuring costs*” (custos com reestruturação), e M “*management fees*”: muito comum em indústrias altamente alavancadas, companhias aéreas, hospitais e shopping centers por exemplo, que possuem uma carga extremamente alta de aluguel de ativos operacionais que não são registrados como leasing financeiro.
- Margem EBITDA: geralmente calculado considerando o EBITDA dividido pela receita líquida, é uma métrica de rentabilidade que traduz o % de EBITDA gerado para cada unidade monetária em vendas líquidas de impostos e devoluções (se aplicável) pela empresa.
- Vendas / EBITDA: idem acima, mas considerando vendas brutas ou, em algumas indústrias, contratos assinados (não necessariamente receita).
- EV / EBITDA, onde “EV” corresponde a “*enterprise value*”: é um múltiplo de valor muito utilizado em avaliações de empresas, e possui a vantagem de neutralidade em relação à estrutura de capital (no entanto também poderia ser utilizado com o *equity value*). Costuma também ser utilizado como alternativa ao índice P/E (*price to earnings*) na determinação do valor.

Os itens acima são apenas alguns exemplos da gama de utilização de indicadores de EBITDA, que podem variar conforme a indústria, utilização e perfil dos profissionais.

3. MÉTODO DE PESQUISA

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Diante da natureza do problema de pesquisa e do objeto de estudo, além de ser um tema pouco explorado no Brasil, optamos por dar um enfoque qualitativo a nossa pesquisa. A pesquisa qualitativa aliada a um enfoque exploratório, nos permite contribuir para o tema de forma mais relevante e objetiva, com o esclarecimento de perguntas significativas para a área de estudo e também lançando bases para, quem sabe, pesquisas futuras com enfoque aí então explicativo e quantitativo.

Beuren et al. (2006), enfatizam que “(...) explorar um assunto significa reunir mais conhecimento e incorporar características inéditas, bem como buscar novas dimensões até então não conhecidas”.

Adotar um enfoque qualitativo, aliada a análise de conteúdo, nos permite ainda poder destacar ou detectar eventuais características eventualmente não observadas por meio de um estudo quantitativo devido às características do mesmo.

Além disso, como bem lembrado por Beuren et al. (2006), a Contabilidade é uma ciência social, “e não uma ciência exata como alguns poderiam pensar, o que justifica a relevância do uso da abordagem qualitativa”.

Por fim, abordar o problema de pesquisa qualitativamente é uma excelente forma de obter conhecimento mais aprofundado sobre o assunto e desenvolver a pesquisa de forma a não se restringir ao tipo de conclusão que uma pesquisa quantitativa ensejaria, o que não seria aplicável a nosso caso.

3.2 COLETA DOS DADOS E AMOSTRA

Para responder a questão de pesquisa utilizou-se o recurso de entrevistas individuais semi-estruturadas para coleta de dados, gravadas com gravador digital e com profissionais que atuam no mercado de capitais e/ou possuam funções em finanças onde tenham que se deparar em seu cotidiano, com a utilização ou análise do EBITDA de forma relevante, seja como

forma de medir a performance empresarial ou operacional de uma empresa, ou como meio de estimar o valor de uma empresa para fins relacionados a investimentos.

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

Para Beuren et al. (2006), “a entrevista semi-estruturada, ao mesmo tempo em que valoriza a presença do entrevistador, possibilita que o informante use toda sua criatividade e espontaneidade, valorizando mais a investigação”. A entrevista semi-estruturada eventualmente nos dá a liberdade de enriquecer os dados coletados com informações obtidas conforme o núcleo primário de questionamentos da entrevista vá se desenvolvendo, ou não, conforme o caso.

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

A amostra foi composta por cinco profissionais, a saber:

Tabela 1 – Background dos profissionais da amostra

Executivo	Posição Atual	Experiência (anos)
P1	<i>Senior Vice-President</i> de um <i>private equity</i> americano global com atuação no Brasil.	18
P2	<i>Head</i> de Novos Negócios e Desenvolvimento Corporativo em uma multinacional brasileira.	14
P3	Sócio <i>M&A</i> e <i>Advisory</i> de uma consultoria com atuação em transações.	22

P4	<i>Senior Associate</i> de um banco de investimentos americano com atuação global e no Brasil.	7
P5	Sócio da área de <i>M&A Transaction Services</i> de uma “Big4”.	23

É importante ressaltar que estes profissionais selecionados possuem destaque em suas áreas, experiência profissional extremamente relevante para o tema de pesquisa em questão, assim como convivem com o mesmo diariamente, possuem familiaridade com o assunto, tomam decisões relacionadas ao mesmo e masterizaram seu uso e conceito, obviamente, levando-se em conta o âmbito deste estudo.

3.2.1 Roteiro da Entrevista

A título informativo, para realizar a entrevista semi-estruturada adotamos o roteiro de perguntas exposto nesta seção. É importante observar que, justamente pelo fato de ser semi-estruturada, estas questões sofreram interferência direta dos entrevistados, que contribuíram com comentários diversos relacionados ao tema e eventualmente até alteraram a ordem das perguntas involuntariamente, tornando a entrevista fluida e dinâmica.

Além disso, o entrevistador direcionou as entrevistas sempre que necessário, para que o entrevistado não perdesse o foco nem as entrevistas a objetividade.

Roteiro da entrevista semi-estruturada:

- 1) Agradecimento e identificação do entrevistado, com apresentação e breve histórico profissional.
- 2) Como o EBITDA é utilizado em seu dia a dia de trabalho, ou qual o uso você faz desta métrica?
- 3) Você entende que o EBITDA é uma boa proxy para fluxo de caixa?

- 4) Você cogita trabalhar, trabalharia, ou já trabalha sem a utilização do mesmo ou considera um indicador que possa o substituir?
- 5) Apesar de muito popular, o EBITDA é alvo frequente de críticas pela sua inconsistência teórica. Você imagina por quê?
- 6) Falando de EBITDA, o que você gosta, e o que você não gosta com relação ao mesmo ou em sua utilização?

3.3 ANÁLISE E TRATAMENTO DOS DADOS

O método de análise dos dados coletados durante as entrevistas foi o de análise de conteúdo. Bardin (1977), define a análise de conteúdo como:

“(...) um conjunto de técnicas de análise das comunicações, visando, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, obter indicadores quantitativos ou não, que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção *variáveis inferidas* das mensagens”.

Ou seja, a análise de conteúdo possui ênfase no conteúdo das discussões e mensagens presentes das entrevistas.

Diante de um tema pouco explorado e de certa forma até polêmico, se trata de uma escolha bastante apropriada em nossa visão para atender aos objetivos deste estudo.

Perez (2008), observa que “em um estudo de natureza qualitativa, parte-se do pressuposto de que o pesquisador não conhece o fenômeno por completo e pretende, assim, encontrar novas versões do problema, antes de poder visualizar qualquer conclusão. Procurar-se-á nesta etapa, colher dados que possam ser analisados e interpretados de forma a se buscar um possível conjunto de ideias diferentes daquele que o pesquisador já conhecia”.

Através da análise das respostas coletadas, pretende-se responder a questão de pesquisa e trazer à tona assuntos úteis que porventura possam ser identificados, assim como ideias para continuidade da pesquisa.

Ainda fazendo referência a Perez (2008), de forma bem colocada a decisão de partir para um enfoque qualitativo com análise de conteúdo “não objetiva o controle de variáveis, mas, sim, ouvir de forma bastante livre os indivíduos e as organizações participantes do fenômeno em estudo”.

A análise de conteúdo dedica atenção às peculiaridades e nuances e diferentes significados do conteúdo a ser analisado, sem ser um método rígido de análise, também é útil para detectar o que não foi dito explicitamente mas pode ser interpretado ou relacionado.

Para auxiliar na organização e análise do conteúdo das entrevistas, utilizamos o software ATLAS.ti da empresa ATLAS.ti GmbH, que permite trabalhar e importar conteúdo não estruturado em diversos idiomas, e aceita vários formatos como gravações, vídeos, texto, PDF, etc., altamente recomendado para trabalhos desta natureza, de análise qualitativa.

Iniciamos a análise importando para o ATLAS.ti os arquivos de áudio, assim como as transcrições das entrevistas, para o projeto de pesquisa aberto no software. Na sequência, realizamos uma série de leituras e audições (pré-análise), para tomar notas e adquirir familiaridade com o conteúdo em análise.

O passo seguinte foi estruturar a análise dos dados propriamente dita. O ATLAS.ti, como o NVIVO, trabalha com “*Codes*” (os “nós” do NVIVO), que permitem estruturar a análise de conteúdo pelas categorias a serem analisadas ou discutidas (ou temas). A utilização de categorias, técnica que é cronologicamente uma das mais antigas e ao mesmo tempo a mais utilizada, possui diferentes possibilidades de categorização. Segundo Bardin (1977), “(...) a investigação dos temas, ou análise temática, é rápida e eficaz na condição de se aplicar a discursos diretos e simples”.

Após a criação dos “*Codes*”, que a partir daqui referiremos como “categorias” propriamente ditas, que é a finalidade a qual se referem, criamos os “*Quotations*” (“citações”), que são os trechos das entrevistas que fazem referência às categorias de análise e constituem o suporte estruturado propriamente dito à análise do pesquisador e a formação de sua conclusão. Ainda citando Bardin (1977), “(...) desde a pré-análise devem ser determinadas

operações: de recorte do texto em unidades comparáveis de categorização para análise temática e de modalidade de codificação para o registro dos dados”.

A combinação das categorias e citações criam o painel de “*Networking*” (“rede”) no ATLAS.ti, que desempenha papel semelhante à “árvore” do NVIVO. Através da “rede”, o pesquisador tem um vislumbre gráfico da combinação das citações e das categorias, o subsidiando em sua análise e conclusão.

Após a organização das categorias e citações devidamente compilados, foi realizada a análise e interpretação dos dados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Descreve-se na sequência a análise dos resultados da pesquisa, assim como as bases para a conclusão da mesma.

4.1 CATEGORIAS

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

4.1.1 Utilização do EBITDA

Esta categoria possui finalidade confirmatória acerca do nível de utilização do EBITDA por parte dos profissionais entrevistados. Todos os cinco entrevistados utilizam a métrica para tomada de decisão e/ou como ferramenta que subsidia a tomada de decisão em seu dia a dia profissional.

O entrevistado P1 menciona:

“O EBITDA é utilizado em 100% dos dias. É uma medida que a gente acompanha com muito rigor (...)”.

4.1.2 *Proxy* para Fluxo de Caixa

Aqui, “indo direto ao ponto”, buscamos entender se os entrevistados consideram o EBITDA uma *proxy* para fluxo de caixa, e comentários gerais acerca deste tema e como isso é tratado no dia a dia dos mesmos.

Embora nenhum entrevistado tenha afirmado categoricamente que o EBITDA não é uma boa *proxy* para fluxo de caixa, o entendimento geral foi o de que o mesmo pode vir a ser

uma *proxy*, que é importante, mas que deve ser utilizado com restrição, e principalmente se fazendo uso de:

- Adaptações setoriais;
- Uso de ajustes, principalmente de recorrência (ou não recorrência), e de exclusão de itens “não caixa” do EBITDA.

Assim, o entrevistado P4 resume de forma bastante sucinta:

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

Sendo que o entrevistado P3 pondera:

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

4.1.3 Uso de Substitutos

Com relação a potenciais substitutos ao EBITDA, a opinião geral é a de que o mesmo continua sendo uma ótima métrica para medida de performance operacional, não necessariamente *proxy* de fluxos de caixa.

Dois dos entrevistados no entanto comentam a possibilidade de substitutos, já nas análises que fazem em seu dia a dia:

“(…) é, a gente tem discutido se usar P/E (*price to earnings*) já não seria um, se o P/E não seria um indicador melhor de valuation da empresa, ou *free cash flows* versus EBITDA, mas de novo o EBITDA é um ótimo começo. (...) Se você quiser olhar caixa, a melhor métrica é fluxo de caixa, é *free cash flows*. É... não se olha, costumeiramente, ou não se valoriza ativos com base em *free cash flows*, se valoriza ou se compara na verdade P/E ou EBITDA, mas não necessariamente são as melhores métricas de fluxo de caixa”. (P1)

“(…) as três métricas tradicionais, é, o fluxo de caixa descontado, análise de comparáveis e análise de transações precedentes. Você tem prós e contras de cada uma das análises, né. Se você tem muita certeza das suas premissas de projeção, uma análise de fluxo de caixa descontado seria a melhor análise, porque você

realmente está vendo o caixa, o que entra no bolso do acionista. O problema é que uma projeção tem tantas premissas e (...) uma subjetividade tão grande, que você acaba se ancorando em métricas mais *straight forward*. O múltiplo de EBITDA é uma métrica bastante *straight forward*, principalmente para empresas de capital fechado, empresas de capital aberto você pode usar o P/E (*price to earnings*) que, para o investidor de bolsa, é uma métrica muito interessante (...)”. (P2)

4.1.4 Críticas ao EBITDA

Esta foi a categoria que mais registrou manifestações por parte dos entrevistados, algo já esperado. Como comentado na introdução deste trabalho e em seu referencial teórico, sabemos é sabido que o EBITDA é alvo de críticas de diversas fontes e por diversas razões.

De maneira geral, os entrevistados apontaram as seguintes críticas principais, na visão deles, ao uso do EBITDA:

- Permite criatividade e manipulação;
- Não é normatizado, é “non-GAAP”, e portanto também não é auditado;
- Analistas de mercado carecem de profundidade contábil para analisar o mesmo;
- É alvo de ajustes e pode ter usos diferentes de setor para setor;
- Pode ser *misleading* dependendo do perfil da empresa.

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

“O que seria negativo, no meu ponto de vista, é que o EBITDA é quase como uma opinião, cada um tem o seu, então você, por falta dessa normatização (...) faz com que em cada situação você tenha um critério de montagem desse EBITDA (...) então isso faz com que você gaste um tempo até precioso tentando eliminar ou tentando refinar esse EBITDA. (...) como não existe uma normatização, dá margem a diversas interpretações, o que não é uniforme, então acho que esse é o grande desafio, a grande dificuldade que eu tenho no meu dia a dia, e que, por muitas vezes eu vi várias transações caírem por água abaixo (...)”. (P5)

“(...) o que eu não gosto na utilização dele, é a má utilização, é por isso que muitas vezes ele pode ter (...) sido discriminado, possivelmente (devido) a manipulação de itens no EBITDA (...). Então, o que eu não gosto é eventualmente a manipulação que se faça para, na métrica EBITDA, pois aí o culpado vai ser o EBITDA, e não as pessoas”. (P3)

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

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

4.1.5 Motivação Real do Uso

A última categoria, e uma das mais importantes para esta pesquisa, em continuidade aos comentários das críticas ao uso do EBITDA como *proxy* de fluxo de caixa, refere-se entenderão entendimento de por que os entrevistados continuam utilizando o EBITDA diante das críticas tecidas.

Em suma, todos os entrevistados continuam utilizando o EBITDA em seu dia a dia de trabalho, assim como continuam a tomar decisões com base no mesmo, apesar das contradições técnicas que a métrica possui e das diversas críticas que todos teceram ao mesmo. Pudemos observar que a continuidade do uso se deve principalmente a:

- Facilidade de uso, cálculo e disponibilidade (P2, P4)
- Possibilidade de aferição de performance operacional (P5);
- Falta de uma alternativa eficiente para proxy de geração de caixa (P3);
- A “institucionalização” do EBITDA (P1).

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

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

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

Dentre as características acima, talvez o mais notório seja o comentário de um dos entrevistados com relação a “institucionalização” do EBITDA:

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

4.2 DAS RAZÕES DA UTILIZAÇÃO DO EBITDA

Conforme comentado acima na última categoria da pesquisa, todos os entrevistados continuam normalmente a utilizar o EBITDA em seu dia a dia de trabalho e a tomar decisões com base no mesmo. Não obstante, vale comentar que dois dos entrevistados da amostra citaram que já analisam a possibilidade de utilizar outros indicadores, que em suas palavras talvez possam ter mais qualidade, como o *free cash flows* e o *P/E ratio*, mas ainda não o fazem de forma oficiosa ou estruturada em claro detrimento ao EBITDA.

Percebe-se que, da mesma forma que foi comentado no referencial teórico, os entrevistados também teceram críticas severas ao EBITDA como métrica, descrevendo várias de suas vicissitudes e problemas óbvios. Por outro lado, também confirmaram as qualidades discutidas como sendo o maior motivo do uso, mas não foi citado de forma explícita que estas qualidades anulam os defeitos do EBITDA.

Sendo assim, o que explica o fato destes profissionais continuarem a utilizar o EBITDA, sabendo de suas fragilidades ou eventualmente tendo alternativas para sua substituição?

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

No entanto, em nossa visão o que realmente explicaria tanto a disseminação massiva do EBITDA desde a época dos *leveraged buyouts* da década de 1970 até hoje, acima até mesmo da extrema simplicidade da métrica, seria o processo de **institucionalização** da mesma. Talvez o EBITDA tenha sido vítima de seu próprio sucesso. Dado seu grande êxito à época, onde tinha um propósito claro (como já citado, empresas em dificuldades operacionais com carga elevada de despesas financeiras, empresas com utilização de capital intensivo, etc.), e era utilizado pelas elites profissionais financeiras de então, a sua institucionalização se deu quase que de forma automática, da mesma forma em que hoje empresas adotam ensinamentos de “gurus”, metodologias de gestão e sistemas praticamente de forma **mimética** visando obter também o mesmo grau de sucesso e “não ficar de fora”, sendo assim utilizado de forma indiscriminada e no “piloto automático”.

Entretanto, não se pode desconsiderar uma linha tênue com o isomorfismo **normativo**, uma vez que muito vem sendo discutido em órgãos profissionais e regulatórios mundiais sobre sua utilização e impacto da mesma na sociedade. Conforme discutimos, temos presenciado até mesmo tentativas de sua normatização.

É justamente esta linha tênue que em nosso ver torna o momento deste trabalho extremamente oportuno e intrigante, pois este talvez seja justamente o momento da migração da utilização do EBITDA para um tipo mais claro de isomorfismo normativo. Hoje, enquanto mimetizado por diversas indústrias (financeira, consultorias, fundos, *private equities*, etc.), os órgãos mundiais da profissão contábil ainda não “acolheram” o EBITDA, o que teria um efeito ainda mais massivo e sacramentaria de vez a sua utilização, mesmo que, fosse o caso, irracional.

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

“Organizations may change their goals or develop new practices, and new organizations enter the field. But, in the long run, organization actors making rational decisions construct around themselves an environment that constrains their ability to change further in later years. Early adopters of organizational innovations are commonly driven by a desire to improve performance. But new practices can become, in Selznick’s words (1957:17), ‘infused with value beyond the technical requirements of the task at hand.’ As an innovation spreads, a threshold is reached beyond which adoption provides legitimacy rather than improves performance (Meyer and Rowan, 1977)”.

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

Além disso, na medida em que as organizações aumentam em tamanho e escopo, critérios padrão de medição da performance são aplicados. Muitas vezes, subsidiárias têm que adotar padrões de performance e reporte que são compatíveis que o que os acionistas ou matrizes esperam obter (em nosso caso o EBITDA), sem necessariamente fazer sentido ou ser aplicável à realidade do ente em questão.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo exploratório teve como objetivo aprofundar o entendimento de como os profissionais de mercado utilizam o EBITDA em seu dia a dia, assim como as razões para sua utilização, sendo este um indicador tão polêmico no meio financeiro.

A análise dos dados, que consistiram em entrevistas semi-estruturadas com uma amostra da população de profissionais de mercado que são formadores de opinião e utilizam o EBITDA como ferramenta de trabalho e para tomada de decisão, resultou na confirmação de características tanto negativas quanto positivas desta importante métrica não-contábil.

Pode-se confirmar que estes profissionais estão totalmente cientes das fragilidades técnicas e conceituais do EBITDA, assim como ciente de suas qualidades, que não necessariamente superam as primeiras. Tão importante quanto a confirmação dos defeitos e qualidades, foi poder tentar traçar uma linha de entendimento acerca da real motivação para sua utilização e popularidade apesar da dicotomia.

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

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

- (i) O aprofundamento da abordagem pela Teoria Institucional quanto da utilização do EBITDA;
- (ii) Seu elo com a Contabilidade Gerencial e mecanismos de controle;

- (iii) O uso de variáveis “ajustadas” do EBITDA, quais destas variáveis estão presentes no mercado, e seu uso em gerenciamento de resultados (*earnings management*) devido às pesadas críticas recebidas dos participantes à esta peculiaridade do EBITDA;
- (iv) A identificação de agentes de mercado que somente adotam substitutos para o EBITDA, ou não trabalham com o mesmo, caso existam, e que substitutos seriam estes;
- (v) A transformação desta pesquisa em formulário detalhado para que possa ter sua amostra expandida exponencialmente para realizar a análise sob um enfoque quantitativo, agregando valor à pesquisa inicial;
- (vi) A extensão desta pesquisa à profissionais do meio acadêmico, e à corporações tradicionais ou subsidiárias de multinacionais na tentativa de aumentar seu escopo e verificar a equivalência com a conclusão deste trabalho.

REFERÊNCIAS

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. Lisboa, Ed. Edições 70, 1977.

BEUREN, Ilse Maria; LONGARAY, André Andrade; RAUPP, Fabiano Maury; SOUZA, Marco Aurélio Batista de; COLAUTO, Romualdo Douglas; PORTON, Rosimere Alves de Bona. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 3ª ed, 2006. Reimpressão 2012. São Paulo, Ed. Atlas, 2012.

COHEN, Gerson. **O Uso do EBITDA Como Indicador de Desempenho no Setor Imobiliário Brasileiro**. 2010. Dissertação de Mestrado – Centro de Ciências Sociais Aplicadas – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, São Paulo.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa**. Disponível em <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=17>>.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Disponível em <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=44>>.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 527 de 4 de outubro de 2012**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst527.doc>>.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2ª Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DIMAGGIO, Paul. J., & POWELL, Walter. W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, 48, 147-160, abr, 1983.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine; VINCENT, Linda. The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns. **Contemporary Accounting Research**. v.20, 1, p.121-164, Spring 2003.

FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Adilson Braga de. EBITDA: Possíveis Impactos sobre o Gerenciamento das Empresas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.3, n.3, p.07-24, set/dez, 2007.

FREZATTI, Fábio; Rocha, W.; Nascimento, A.R.do; Junqueira, E. **Controle Gerencial: uma abordagem da contabilidade gerencial no contexto econômico, comportamental e sociológico**. São Paulo, Atlas, 2009.

GAVIN, Ted. Top Five Reasons Why EBITDA is a Great Big Lie. **Forbes**, Dezembro 2011. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/tedgavin/2011/12/28/top-five-reasons-why-ebitda-is-a-great-big-lie/>>. Acesso em 14 out 2013.

GONÇALVES, Rogério. **Avaliação do Desempenho de Empresas do Setor de Incorporação Imobiliária**. 2010. Dissertação de Mestrado – Centro de Ciências Sociais Aplicadas – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, São Paulo.

GOUVEIA, Luciana Orozco de. **Fusões e Aquisições: Desenvolvimento de um Modelo de Prospecção para Bancos Comerciais**. 2013. Dissertação de Mestrado – Centro de Ciências Sociais Aplicadas – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, São Paulo.

GRANATA, Darya; CHIRICO, Francesco. Measuring Value in Acquisitions: Family Versus Nonfamily Firms. **Family Business Review**. 23(4) 341-354, 2010.

GREENBERG, Herb. Never Trust Anything That You Can't Pronounce. **CNN Money**, Junho 1998. Disponível em: <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/06/22/244160/>. Acesso em 01 mai 2014.

LATHAM & WATKINS. Adjusted EBITDA Is Out of the Shadows as Staff Updates Non-GAAP Interpretations. Client Alert 988. February 2010. Disponível em <www.lw.com/thoughtLeadership/non-gaap-financial-measures>. Acesso em 7 set 2014.

MAEDA, Verônica Cerchiaro; MACIEL, Ricardo Barbosa; GERVASONI, Viviane Chunques. A Importância do Indicador Econômico-Financeiro EBITDA na Petrobrás. **XIII SemeAD-FEA/USP**. São Paulo. Setembro 2010.

MCDONNELL, Sharon. EBITDA. **Computerworld**, Janeiro 2001. Disponível em: <<http://www.computerworld.com/s/article/55895/EBITDA>>. Acesso em 14 mar 2014.

MENDEZ, Carmen A. Bastidas. EBITDA, ¿Es un Indicador Financiero Contable de Agregación de Valor? **Capiv Review**. V.5, 2007.

MENDONÇA NETO, Octávio Ribeiro de; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; OYADOMARI, José Carlos Tiomatsu; RICCIO, Edson Luiz. Ninguém Aprende Samba no Colégio – A Contribuição da Prática para a Formação do Conhecimento Contábil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.4, n.2, p.184-200, 2011.

OHLSON, James A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**. Toronto. v. 18, p.107-120, Spring 1995.

OYADOMARI, José Carlos; CADOSO, Ricardo L.; MENDONÇA NETO, Octávio R.; LIMA, Mariana P. Fatores que Influenciam a Adoção de Artefatos de Controle Gerencial nas Empresas Brasileiras. Um Estudo Exploratório Sob a Ótica da Teoria Institucional. **Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP / USP**, v.2, n.2, p.55-70, jan/abr, 2008.

James A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**. Toronto. v. 18, p.107-120, Spring 1995.

PEREZ, Gilberto. **Adoção de Inovações Tecnológicas: Um Estudo Sobre o Uso de Sistemas de Informação na Área de Saúde**. 227 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

ROSS, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe Jeffrey F.. **Administração Financeira**. 2a ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SAMSON, William D; FLESCHER, Dale L; PREVITS, Gary John. The Case of the Mobile and Ohio Railroad in the 19th Century. **Issues in Accounting Education**. v.18, 4, p.335-357, November 2003.

SEC – Securities and Exchange Commission. **Final Rule: Condition for Use of Non-GAAP Financial Measures**. Disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>>.

SEC – Compliance & Disclosure Interpretations. **Non-GAAP Financial Measures**. Resposta de Janeiro 2010. Disponível em <
<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>>.

SEC – Securities and Exchange Commission. **Regulation S-X**. Disponível em <
<http://www.sec.gov/about/forms/forms-x.pdf>>.

SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP. **The Use of Non-GAAP Financial Measures – A Disclosure Guide**. Corporate Finance Alert. May 2013. Disponível em <
http://www.skadden.com/newsletters/Corporate_Finance_Alert_The_Use_of_Non-GAAP_Financial_Measures_A_Disclosure_Guide.pdf>. Acesso em 20 set 2014.

STUMPP, Pamela M. Puttign EBITDA Into Perspective – Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow. **Moody’s Investors Service – Global Credit Research**. June 2000.

ZAFFANI, Carlos Alberto. EBITDA – Virtudes e Defeitos. **Blog do Gestor de Empresa**, Março 2012. Disponível em: < <http://gestordeempresa.blogspot.com.ar/2012/03/ebitda-virtudes-e-defeitos.html>>. Acesso em 30 set 2013.