

Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente

Sílvia Hiroshi Nakao

Guilherme Júlio da Silva

Elisete Dahmer Pfitscher

Resumo:

O texto investiga os pontos fortes e fracos, como também as críticas às medidas de desempenho financeiro utilizado pela empresas EBITDA (Earning Before Interesse, Tax, Depreciation and Amortization) ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), e o Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC). Para atingir os objetivos propostos por este trabalho, que são o de identificar o uso, a conciliação e propor reflexões sobre o cálculo do EBITDA e do DFC, procurou-se obter referencial teórico que forneça base adequada para as comparações entre as medidas, como também foi criada uma situação simulada, com dois cenários prováveis, que permite visualizar, de forma real, as situações de comparação. Conclui-se que ambos os indicadores são úteis para a medição financeira das empresas e que ambos medem o fluxo de caixa, mas com diferenças temporais e que cada indicador deve ser utilizado para se atingir um determinado objetivo: o EBITDA para identificar o caixa livre gerado pelas operações no período de competência; o DFC para identificar como o saldo de caixa foi alterado, de um exercício para outro.

Área temática: *Controladoria*

Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA

AUTORES

1. **Ernesto Fernando Rodrigues Vicente (UFSC)** e.fernando@cse.ufsc.br e ernest@usp.br
2. **Silvio Hiroshi Nakao (USP)** shnakao@usp.br
3. **Guilherme Júlio da Silva (UFSC)** guilherme@fepese.ufsc.br
4. **Elisete Dahmer Pfitscher (UFSC)** elisete@cse.ufsc.br

Resumo

O texto investiga os pontos fortes e fracos, como também as críticas às medidas de desempenho financeiro utilizado pela empresas –EBITDA (Earning Before Interesse, Tax, Depreciation and Amortization) ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), e o Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC). Para atingir os objetivos propostos por este trabalho, que são o de identificar o uso, a conciliação e propor reflexões sobre o cálculo do EBITDA e do DFC, procurou-se obter referencial teórico que forneça base adequada para as comparações entre as medidas, como também foi criada uma situação simulada, com dois cenários prováveis, que permite visualizar, de forma real, as situações de comparação. Conclui-se que ambos os indicadores são úteis para a medição financeira das empresas e que ambos medem o fluxo de caixa, mas com diferenças temporais e que cada indicador deve ser utilizado para se atingir um determinado objetivo: o EBITDA para identificar o caixa livre gerado pelas operações no período de competência; o DFC para identificar como o saldo de caixa foi alterado, de um exercício para outro.

Palavras-chave: DFC-Demonstrativo do Fluxo de Caixa. EBITDA-Earning Before Interesse, Tax, Depreciation and Amortization. Medidas de desempenho

Área Temática: Controladoria.

1. Introdução

Uma das principais decisões dos gestores está orientada a se saber como está o resultado da organização em termos de resultado e de patrimônio. A avaliação de desempenho das empresas é um tema que desperta o interesse dos pesquisadores de contabilidade, controladoria e finanças, porque está relacionado a essa necessidade básica.

Este artigo procura investigar, dentre as diversas medidas de desempenho, as diferenças, semelhanças e aspectos críticos existentes no uso do EBITDA (Earning Before Interesse, Tax, Depreciation and Amortization) ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), e o Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC).

1.1. MEDIDAS DE DESEMPENHO

É comum, ao se analisar o desempenho de uma empresa, valer-se de ferramentas de análise como as medidas de desempenho, por serem instrumentos objetivos de análise, quantificados em termos numéricos, relacionando grandezas e valores monetários. Segundo Hronec (1994, p.1) “Medidas de desempenho são ”sinais vitais” da organização. Elas quantificam o modo como as atividades em um processo atingem uma meta específica.”.

Uma medida de desempenho tem a função de indicar, por meio de comparações de grandezas e proporções, a necessidade de tomada de ações corretivas e auxiliar no processo de planejamento, servindo de referência para o estabelecimento e para a correção das metas.

Uma medida de desempenho deve ter algumas características que são fundamentais para a utilidade de sua aplicação. Dentre as características existem duas que são primárias na seleção e utilização de uma medida de desempenho:

- o gestor pode agir no sentido de modificar (aumentar ou diminuir) o seu valor;
- ela tem que estar fortemente relacionada com os objetivos, metas e missão da empresa.

Isto significa que a medida esteja relacionada, de uma forma direta ou indireta, com o resultado econômico e financeiro.

As duas características apresentadas são fundamentais, pois se não existirem, a medida de desempenho não exerce seu papel mais importante, que é o de relacionar as metas e estratégias da empresa com as atividades e os processos executados para a consecução dessas metas.

1.2. A CONTABILIDADE E AS MEDIDAS DE DESEMPENHO

Dentro deste contexto, é necessário adequar-se o conceito de contabilidade pressuposto por este trabalho:

“... o Sistema de Informação Contábil de fato abrange não somente Contabilidade Financeira (Nível Operacional), mas também a Contabilidade Gerencial (Nível Tático) e já contém os elementos essenciais do que poderíamos denominar de ‘Contabilidade Estratégica’.” (RICCIO, 1989, P.163-164)

Enfim, entende-se neste trabalho a contabilidade como um sistema de informações amplo que abrange não somente a contabilidade societária e fiscal, mas também, e principalmente, a contabilidade gerencial, e que fornece informações “não contábeis” para o processo decisório.

Assim, a contabilidade, como principal fonte das informações para a mensuração do desempenho das empresas, não se restringe apenas às bases da informação para o público externo. A contabilidade engloba também informações orçamentárias, padrões e medidas não-monetárias que são relevantes no processo de elaboração das medidas de desempenho.

1.3. MEDINDO O DESEMPENHO FINANCEIRO

Dentre as diversas medidas de desempenho utilizadas e pesquisadas, duas delas têm sido objeto de comparações, críticas e discussões sobre seu uso: o EBITDA e o DFC.

O objetivo desta pesquisa é identificar o uso, a conciliação e propor reflexões sobre o cálculo do EBITDA e do DFC.

2. A gestão do fluxo de caixa

Ambientes econômicos altamente competitivos exigem rapidez na tomada de decisões, principalmente nas decisões financeiras. A gestão dos recursos financeiros representa uma das

principais atividades da empresa e dessa forma, se faz necessário um efetivo planejamento dos montantes captados e, o acompanhamento dos resultados obtidos, objetivando administrar tais recursos, possibilitando uma melhor operacionalização.

Para uma boa gestão financeira, é necessária a utilização de ferramentas gerenciais, como o fluxo de caixa, que visa orientar e planejar os recursos disponíveis a partir da criação de cenários. Com isso, torna-se possível à identificação de necessidades ou oportunidades para a aplicação dos excedentes de caixa em áreas rentáveis da empresa ou em investimentos estruturais.

Para Epstein e Pava (1992 citado por LIMA e ZANOLLA), “os investidores aumentaram suas desconfianças sobre o valor do resultado contábil, não o considerando mais como um indicador suficiente para determinar o desempenho das empresas”.

Segundo Lima e Zanolla (2002) “A Demonstração de Fluxo de Caixa é um demonstrativo que informa a posição financeira da empresa, destacando-se a liquidez e a solvência, bem como a flexibilidade financeira”.

Assim, o fluxo de caixa é um instrumento gerencial utilizado pela maioria das grandes empresas, que permite ao empreendedor projetar, para determinado período, suas disponibilidades e conhecer, antecipadamente suas necessidades, mediante o correto controle e acompanhamento das entradas e saídas de recursos financeiros (RIBEIRO, 2000).

Zdanowicz (1995) defende que o fluxo de caixa tem como objetivo básico, a projeção das entradas e das saídas de recursos financeiros para determinado período, visando prognosticar a necessidade de captar empréstimos ou aplicar excedentes.

Assim, a demonstração do fluxo de caixa “permite mostrar, de forma direta ou mesmo indireta, as mudanças que tiveram reflexo no caixa, suas origens e aplicações”. (FREZATTI, 1997, p. 29).

Para a empresa, o fluxo de caixa é o principal instrumento para detectar a capacidade de pagamento do empreendimento, ou melhor, a capacidade da empresa gerar receitas suficientes para honrar seus compromissos e responsabilidades em um determinado tempo. (RIBEIRO, 2000).

Cabe ao administrador financeiro, conjuntamente com a diretoria da empresa, determinar qual o período que será abrangido pelo fluxo de caixa e a forma que será utilizada para o seu acompanhamento.

O fluxo de caixa pode ser utilizado como uma previsão, associando-se a idéia de projeções de longo prazo. Entretanto, o conceito de fluxo de caixa é mais flexível, tendo em vista que ele pode ser traduzido como uma projeção das entradas e saídas de recursos na empresa, para um determinado (qualquer) período de tempo. (RIBEIRO, 2000).

Percebe-se em Matias (2007) que o fluxo de caixa pode também ser utilizado pelo administrador financeiro como um instrumento para apurar os somatórios de ingressos financeiros da empresa em determinado momento, prognosticando, assim, se haverá excedente ou escassez de caixa, em função do nível desejado pela empresa, auxiliando, desta forma no processo decisório de uma organização, visando sempre atingir os objetivos esperados, fazendo frente à incerteza associada ao fluxo de recebimentos e pagamentos.

De acordo com Ribeiro (2000), tomando, o fluxo de caixa como uma projeção observa-se a elaboração de uma planilha com base em projeções de receitas e despesas, embasadas em informações plausíveis, coerentes e previsíveis, de forma a mostrar a projeção de uma situação, mais próxima possível da realidade, de um momento futuro.

Para a elaboração de um fluxo de caixa, inicialmente, deve-se definir o prazo desejado para fazer as suas projeções. Em seguida, é necessário relacionar todas as receitas e despesas

existentes e previstas, levando em conta receitas anteriores que servirão para a verificação do nível de faturamento e para detecção de sazonalidades.

Ribeiro (2000) salienta, ainda, que devem vir relacionadas as intenções da empresa em realizar investimentos de pequena monta, no período, prevendo, assim, um incremento no faturamento. Além disso, devem ser consideradas outras informações relevantes, ou seja, que afetarão a empresa, tais como: vencimento do contrato de locação; probabilidade de ajustes; dissídios coletivos; prêmios de seguro; e as práticas de mercado. (RIBEIRO, 2000).

De posse de todas essas informações passa-se a projetá-las, conforme o desejo do gestor financeiro e do empreendedor, isto é, durante o período de um ano, mês a mês, mantendo constantes os demais itens informados.

Assim, a demonstração do fluxo de caixa propicia ao gerente financeiro a elaboração de um melhor planejamento financeiro, constatando quanto de dinheiro será necessário para cobrir os compromissos assumidos pela empresa, bem como será detectada a necessidade de se contrair empréstimos, no eventual caso de insuficiência de fundos, e ainda como aplicar no mercado financeiro o excesso de dinheiro, proporcionando maior rendimento à empresa.

3. O EBITDA

No início dos anos 90, surgiu o EBITDA, como instrumento de análise dos resultados obtidos por uma empresa. Segundo Santos (citado por GRADILONE, 2002),

O EBITDA mostra o potencial de geração de caixa de um negócio, pois indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais. No entanto, o que vem sendo discutido é até que ponto o EBITDA é suficiente como regra de decisão sobre o futuro de uma companhia.

O EBITDA não considera as despesas financeiras, e indica quanto, em recursos financeiros, os ativos operacionais de uma companhia produzem, tendo em vista que há alguns fatores entre o resultado operacional e o resultado final, ou seja, é preciso contabilizar outras despesas, como a depreciação, as amortizações e etc. Segundo a CVM (2006) resultado operacional “é aquele produzido pela administração dos seus ativos e a sua medição mais diretamente relacionada, o "retorno sobre o ativo operacional””.

De acordo com Lima e Zanolla (2002) o EBITDA é instrumento de avaliação e análise de desempenho, utilizado com muita frequência por analistas e investidores de mercado. Salotti e Yamamoto dizem que o EBITDA é uma medida utilizada para uma série de finalidades, e, segundo vários autores, pode ser utilizado como potencial fluxo de caixa operacional.

Paras Martins (1998) o EBITDA “representa o potencial de geração genuinamente operacional de caixa; assim que recebidas todas as receitas e pagas todas as despesas, esse é o valor de caixa produzido pelos ativos, antes de computadas as receitas e as despesas financeiras e os itens não operacionais e extraordinários”.

Segundo Greenberg (1998, citado por LIMA e ZANOLLA) o EBITDA tornou-se um método estimativo para alavancar financeiramente companhias de telecomunicações, em que os resultados esperados eram difíceis, e para empresas com aptidão para comprar outras.

Segundo Gradillone, (2002), o EBITDA é um instrumento muito mais fácil de trabalhar, já que ele não é afetado por variáveis específicas de cada país,

[...] como taxas de juro, regras de depreciação e, principalmente, as complexas diferenças entre as leis tributárias. Tudo isso torna muito mais difícil fazer qualquer projeção sobre os resultados futuros da empresa. O EBITDA é uma variável operacional e muda pouco de ano para ano e de país para país. Por isso, ele é uma ferramenta muito útil quando uma empresa resolve comparar-se com um concorrente ou globalizar suas operações.

Segundo Gradilone (2002) a resistência de alguns profissionais em utilizar o EBITDA encontra-se na imprecisão de usá-lo como índice definitivo e único, tendo em vista que ele não considera o endividamento, ele acrescenta que:

Isso não é um problema quando o capital é abundante e barato, pois a idéia é que é possível rolar qualquer dívida a um preço menor se a empresa for comprada por uma concorrente maior ou mais lucrativa. Só que tudo muda quando o crédito está mais apertado, como agora.

Damodaran (2002, pg. 501) defende que “o valor da empresa pode ser obtido pelo múltiplo do EBITDA”, como também utiliza diversos indicadores baseados no EBITDA, tais como: Cash Fixed charges coverage ratio = EBITDA / Cash fixed charges (pg. 50); EBITDA interest coverage = EBITDA / Gross interest (pg.81); Cash burn ratio = Cash balance / EBITDA (pg.317); EV/EBITDA = (Market value of equity + Market value of debt – Cash) / EBITDA (pg.501)

Roche (2005, pg. 170) lista pelo menos 4 razões para o incremento do uso do EBITDA.

- O múltiplo pode ser calculado para organizações que reportam perdas líquidas porquê o EBITDA é usualmente positivo;
- Para empresas em determinados setores, por exemplo TV a Cabo, que requerem investimentos substanciais em infraestrutura e períodos de longa gestação, este múltiplos podem ser mais apropriados do que o indicador preço/lucro;
- Em negócios alavancados, onde o fator chave é a geração de caixa, o EBITDA é a medida de geração operacional de caixa, que pode ser utilizado como suporte ao pagamento de dívidas de curto prazo;
- Focando-se o valor do negócio (incluindo as dívidas) e os fluxos de caixa da organização (antes do pagamento de dívidas), há uma melhor comparação entre empresas com diferentes alavancagens financeiras.

Ganguin e Bilardelo (2005, pg.151), citam o uso do EBITDA na análise de risco do negócio: “..no setor automobilístico pode ser utilizado o EBITDA por unidade como forma de melhor comparação entre concorrentes”.

O Ofício Circular 01 de 2006 da CVM em seu item 1.9.7 diz que os usuários vêm utilizando o resultado EBITDA como um tipo de fluxo de caixa. Este tema foi fruto de um estudo empírico apresentado Salotti e Yamamoto (2002). Sua conclusão a respeito é “que o EBITDA, teoricamente, mostra-se ineficaz na tarefa de estimar o fluxo de caixa operacional”. Seu estudo foi utilizado uma amostra de 70 empresas que apresentaram suas demonstrações em 2000 e 2001, das quais 20% das empresas tiveram variação superior a 10% entre o EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional.

Sobre este aspecto King (2001 citado por SALOTTI e YAMAMOTO) o EBITDA possui quatro aplicações, sendo: a) medida para substituir análises que se valem da relação

lucro/preço; b) medida aplicada em empresas em estágio inicial que operam com prejuízos; c) medida de avaliação de empresa; e, d) medida de valor disponível.

Stumpp (2000 citado por SALOTTI e YAMAMOTO) enumera dez críticas em relação ao EBITDA:

- é uma medida autônoma inadequada para comparação de múltiplos de aquisição, pois não fornece informações específicas como a qualidade dos ativos, sua administração, o mercado a que serve e sua perspectiva de crescimento;
- ignora as variações do capital circulante líquido e superavalia o fluxo de caixa em período de crescimento, uma vez que nenhuma variação de contas do balanço é computado no cálculo;
- ignora distinções na qualidade do fluxo de caixa resultantes de políticas contábeis, pois nem todas as receitas são caixas tornando-se uma base pobre para comparação de fluxo de caixas entre companhias;
- medida de liquidez pode ser enganosa, pois não considera alguns elementos, como por exemplo a estabilidade do fluxo de caixa e as necessidades de fundos para suportar o capital de giro;
- não considera o montante de reinvestimento necessário, pois o montante pode não estar disponível para empresas com grande necessidade de reinvestimento;
- não diz nada sobre a qualidade do lucro por que a depreciação e amortização podem não estar disponível para cobertura das dívidas para empresas com grande necessidade de reinvestimento;
- não é apropriado para análise de muitas indústrias por que ignora as suas características únicas, já que empresas têm diferentes tipos de ativos.
- não é um denominador comum para convenções contábeis internacionais;
- oferece proteção limitada quando utilizado em cláusulas de contrato, relaciona-se a resposta da “c”, o EBITDA ignora as necessidades de capital de giro e de reinvestimento;
- pode desviar do campo da realidade por que pode ser manipulado em função de políticas contábeis agressivas relacionadas ao reconhecimento de receitas e despesas.

Stumpp (2000 citado por SALOTTI e YAMAMOTO, 2002) destaca uma citação da empresa Unicco, Inc

Quando da avaliação do EBITDA, os investidores deveriam considerar que o EBITDA não deveria ser considerado isoladamente, mas agregado a outros fatores que podem influenciar as atividades operacionais e de investimento, tais como as mudanças nos ativos e passivos operacionais e as aquisições de imobilizado; não é uma medida de performance calculada de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos; não deveria ser construído como uma alternativa ou substituição ao lucro das operações, lucro líquido ou fluxo de caixa das atividades operacionais na análise de performance operacional, posição financeira ou fluxos de caixa da Companhia; e não deveria ser utilizado como um indicador de performance da operação da Companhia ou como uma medida da sua liquidez.

Ainda Stumpp (2000 citado por LIMA e ZANOLLA) descreve o EBITDA como

[...] descrevendo a perspectiva histórica do EBITDA, afirmam que antes da década de 1980, o EBIT, ou seja, o lucro antes de impostos e juros (LAJIR), era geralmente

usado como um indicador para as companhias analisarem seu desempenho e avaliarem sua capacidade de pagar despesas. Segundo os autores, o seu uso evoluiu ao longo dos anos, incluindo no seu conceito a depreciação e a amortização, itens não monetários, cujo saldo compõe o fluxo de caixa da empresa e que poderia ser utilizado na amortização de dívidas [...].

Braga e Marques (2001) também não são favoráveis a utilização do EBITDA como comparativo do Fluxo de caixa operacional.

[...] não se consideram outras diferenças de valor entre os regimes de caixa e competência, como recebimentos de clientes e receitas de vendas, pagamentos e despesas de salários. Essa simplificação pode conduzir à diferenças relevantes entre Fluxo de Caixa Operacional real e LAJIDA, assim como erros na previsão de tendências.

Assim, observa-se que o EBITDA ainda é um indicador polêmico que, embora seja de simples utilização, não contempla pontos que para alguns profissionais de contabilidade e gestão são relevantes para a tomada de decisão.

3.1. O cálculo do EBITDA

O cálculo do EBITDA é feito pela adição ao lucro operacional das despesas não operacionais, ou seja, sem considerar os juros financeiros, impostos (tributos, taxas e contribuições) as depreciações e amortizações.

As depreciações, exaustões e amortizações não são desembolsos, justificando, assim, a exclusão destes itens para cálculo.

Em OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2006 no item 1.9.7 a CVM diz: “companhia ao divulgar uma medição semelhante ao LAJIDA (EBITDA) deve estabelecer uma reconciliação com a medição econômica baseada nas normas contábeis mais diretamente comparável com o Lucro Operacional. Nessa estrutura genérica, a reconciliação poderia, por exemplo, ter o seguinte formato:”

Quadro 1 – Reconciliação do EBITDA

Lucro operacional	
(+) despesas financeiras	(+) depreciação (+/-) amortização de ágio ou deságio
(+) outras amortizações	(-) despesas não recorrentes
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	
A edição de 2006 do Ofício 01 da CVM traz uma nova forma de se alcançar o EBITDA, como segue abaixo:	
Lucro líquido (prejuízo) do exercício	
(+) Imposto de renda e Contribuição Social Participações em controladas e coligadas	
(+) Despesas (receitas) financeiras, líquidas	(+) Despesas (receitas) não operacionais líquidas
(+) Participações de acionistas minoritários	(=) Lajir/Ebit
(+) Depreciações e amortizações	
(=) Lajida/Ebitda	

Acrescenta ainda que “o lucro operacional é aquele produzido pela administração dos seus ativos e a sua medição mais diretamente relacionada, o "retorno sobre o ativo operacional" (lucro operacional / ativo operacional). Este conceito permite destacar, da capacidade de administrar ativos, a habilidade em captar recursos para financiar suas

atividades”. O lucro operacional, segundo o ofício, é uma medição econômica baseada em normas contábeis.

Além disso, de acordo com o Form 20F do Securities and Exchanges Commission - SEC, equivalente à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, elaborado pela Legrand Holding (2004), o EBITDA não é calculado igualmente pelas empresas que o divulgam.

[...] **Because all companies do not calculate EBITDA identically, our presentation of EBITDA may not be comparable to similarly titled measures of other companies** (grifo do autor).

Legrand Holding (2004) diz que nem todas as companhias calculam o EBITDA igualmente, e por isso a sua apresentação pode não ser comparável similarmente como medida com outras companhias.

Salotti e Yamamoto (2002, pg.2) definem que

Quando o usuário não dispõe das informações do fluxo de caixa claramente publicadas, e carecendo delas, é natural que procure determiná-las de uma outra maneira, ainda que de forma estimada, ou que procure obtê-las de forma simplificada. Os profissionais do mercado conhecem algumas dessas maneiras alternativas e as utilizam, por vezes de modo indiscriminado, para o atendimento de seus propósitos. Neste trabalho, é abordado um caso especial: o uso do EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), traduzida para a língua portuguesa para a sigla LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), como substitutivo do FCO

Salotti e Yamamoto (2002, pg.15) concluíram que

Portanto, a utilização do **EBITDA** como uma medida estimativa para o FCO extraído da DFC é inadequada e pode levar o usuário de tal estimativa a conclusões equivocadas. Essa afirmação toma uma importância muito expressiva se inserida no cenário empresarial atual, no qual, cada vez mais, as empresas se preocupam em divulgar os valores de **EBITDA** para evidenciar a geração operacional de caixa

Ocorre que grande parte das críticas parte de uma visão equivocada, pois cada um dos indicadores apresenta uma característica única, não devendo ser utilizado como estimativa um do outro. Tanto não é possível, partindo-se do EBITDA estimar-se o DFC, como também não é possível, partindo-se do DFC, estimar-se o EBITDA, como será demonstrado a seguir.

4. Comparativo entre o EBITDA e o DFC

Para demonstrar a real geração operacional de caixa e os valores do EBITDA e do DFC foram criados dois cenários, a saber:

- Cenário 1 – Todos os recebimentos e pagamentos a vista
- Cenário 2 - Recebimentos e pagamentos com prazos e a vista

4.1. Cenário 1

Na Tabela 1 estão listados determinados eventos ocorridos durante o ano de 2006. Na coluna “Caixa Líquido” está demonstrado o impacto do evento na geração do caixa. O impacto no caixa, nesta situação, é de **\$36.633**.

Tabela 1 – Eventos ocorridos em 2006 – Cenário 1

	EVENTO	CAIXA LIQUIDO
1	Aquisição de 5000 unidades de estoques ao custo de \$11 cada, sendo 100% a vista	(\$55.000)
2	Venda, a vista, de 4900 unidades de mercadorias por \$30 cada	\$147.000
2.a	Controle de estoques: UEPS	
3	Aporte de capital em dinheiro : \$3500	\$3.500
4	Contratação de novos empréstimos de longo prazo - \$25000	\$25.000
5	Aquisição de novas máquinas por \$25000, sendo \$10000 a pagar curto prazo e o restante a longo prazo	
6	Compra de Veículo por \$26000 a vista	(\$26.000)
7	Despesas Financeiras - \$14700 a vista	(\$14.700)
8	Despesas Operacionais - \$17000 a vista	(\$17.000)
9	Vida útil de veículos - 3 anos --> Depreciação de \$20.667	
10	Vida útil de máquinas/equipamentos - 12 anos --> depreciação de \$11.250	
11	Dos empréstimos de longo prazo, \$3500 passaram a ser de curto prazo	
12	Impostos sobre vendas - 12% - a vista	(\$17.640)
13	Imposto de renda - 20% do lucro -a vista	(\$2.369)
14	Distribuição de 65% do lucro do exercício aos sócios	(\$6.158)
	TOTAL	\$36.633

Na Tabela 2 é apresentada a Demonstração do Resultado do Exercício, com base nos eventos listados na Tabela 1, tendo sido apurado Lucro Líquido de **\$9.474**.

Tabela 2 – D.R.E do Exercício de 2006 – Cenários 1 e 2

ELEMENTO	VALOR
Receita bruta de venda	\$147.000
(-) Impostos sobre vendas	(\$17.640)
(=) Receita Líquida de vendas	\$129.360
(-) CMV	(\$53.900)
(=) Lucro Bruto	\$75.460
(-) Despesas gerais	(\$17.000)
(-) Despesas financeiras	(\$14.700)
(-) Despesa de depreciação	(\$31.917)
(=) LAIR	\$11.843
(-) Imposto de Renda/CSLL	(\$2.369)
(=) Lucro líquido	\$9.474

Com base no cálculo já demonstrado, obtém-se um EBITDA de \$58.460 (Lucro bruto – despesas gerais). Na Tabela 3 é apresentado o Balanço Patrimonial, com base nos eventos listados na Tabela 1.

Tabela 3 – Balanço Patrimonial Cenário 1

ATIVO	31/12/05	31/12/06	PASSIVO	31/12/05	31/12/06
Ativo circulante			Passivo circulante		
Disponível	\$55.000	\$91.633	Contas a pagar		-
Contas a Receber		-	Empréstimos a pagar (CP)		\$13.500
Estoques		\$1.100			
Total do circulante	\$55.000	\$92.733	Impostos a pagar		
Ativo permanente			Dividendos a pagar		-
Veículos		\$26.000	Total do passivo circulante	-	\$13.500
Máquinas e equipamentos		\$25.000	Exigível a longo prazo		
(-) Depreciação acumulada		(\$31.917)	Empréstimos a pagar (LP)		\$36.500
Total do permanente	-	\$19.083	Total do exigível a longo prazo	-	\$36.500
			PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
			Capital	\$55.000	\$58.500
			Lucros/prejuízos acumulados		\$3.316
			Total do PL	\$55.000	\$61.816
TOTAL DO ATIVO	55.000	111.816	TOTAL PASSIVO + PL	\$55.000	\$111.816

Na Tabela 4 é apresentado o Demonstrativo do Fluxo de Caixa, com base nos eventos listados na Tabela 1.

Tabela 4 – DFC de 2006 – Cenário 1

Caixa Líquido Gerado p/ Atividades Operacionais		\$40.291
Lucro Líquido	\$9.474	
(+) Desp. Depreciação	\$31.917	
Var Clientes		
Var Estoques	(\$1.100)	
Var Fornecedores/C. a Pagar		
Var Impostos		
Var outras contas a pagar		
Caixa Líquido Consumido p/ Investimentos		(\$51.000)
Caixa Líquido Consumido p/Financiamento		\$47.342
Empréstimos obtidos	\$50.000	
Pagamento de Dividendos	(\$6.158)	
Aumento de Capital	\$3.500	
Aumento Líquido Disponibilidades -		\$36.633

Na Tabela 5 é apresentada a Conciliação entre o EBITDA e o DFC, com base nos eventos listados na Tabela 1. Nesta situação – todos os pagamentos e recebimentos a vista – a geração operacional de caixa deve ser, necessariamente, a mesma utilizando-se o EBITDA ou o DFC, pois não há a interferência da variável prazo no cálculo dos mesmos.

Tabela 5 – Conciliação entre EBITDA e o DFC – Cenário 1

EBITDA	\$58.460
(1) Variação de estoques	(\$1.100)
GERAÇÃO OPERACIONAL DE CAIXA	\$57.360
(2) Despesas financeiras	(\$14.700)
(3) Imposto de renda/CSLL	(\$2.369)
CONCILIAÇÃO COM DFC	\$40.291

Na conciliação entre o EBITDA e o DFC algumas diferenças precisam ser explicadas:

- Uma primeira diferença (\$1.100) é obtida entre o valor da compra (\$55.000) e o custo de mercadoria vendida (\$53.900) pois no EBITDA esta diferença não é evidenciada.
- Na DFC parte-se do lucro líquido para a apuração da Geração Operacional de Caixa, mas no lucro líquido estão inseridas despesas financeiras líquidas, o que torna incorreta a apuração da geração operacional do caixa, da forma como é feita ;
- Como o EBITDA apura os ganhos antes dos impostos sobre a renda, esse valor é abatido para a conciliação.

Como pode ser constatado o valor correto de geração de caixa operacional, sem os impostos, para o ano de 2006, é de **\$57.360** e não \$40.291, como demonstrado na DFC, nem \$58.460, conforme demonstrado pelo EBITDA original. Se houver o ajuste no valor demonstrado pelo DFC, $\$40.291 + \$14.700 (\text{Despesas Financeiras}) + \$2.369 (\text{Imposto de Renda})$, o mesmo valor de **\$57.360** será obtido.

4.2. Cenário 2

Na Tabela 6 estão listados os mesmos eventos da Tabela 1, ocorridos durante o ano de 2006, com a inserção da variável prazo para pagamentos e recebimentos Na coluna “Caixa Líquido” está demonstrado o impacto do evento na geração do caixa. O impacto no caixa, nesta situação, é de **\$40.775**.

Tabela 6 - Eventos ocorridos em 2006 – Recebimentos e pagamentos com prazo

	EVENTO	CAIXA LÍQUIDO
1	Aquisição de 5000 unidades de estoques ao custo de \$11 cada, sendo 45% a vista	(\$24.750)
2	Venda de 4900 unidades de mercadorias por \$30 cada, sendo 20% a receber (controle de estoques pelo UEPS)	\$117.600
2.a	Controle de estoques: UEPS	\$0
3	Aumento de capital em dinheiro : \$3500	\$3.500
4	Contratação de novos empréstimos de longo prazo - \$25.000	\$25.000
5	Aquisição de novas máquinas por \$25.000, sendo \$10.000 a pagar curto prazo e o restante a longo prazo	\$0
6	Compra de Veículo por \$26.000 a vista em 30/06/X2	(\$26.000)
7	Despesas Financeiras - \$14.700 a vista	(\$14.700)
8	Despesas Operacionais - \$17.000 a vista	(\$17.000)
9	Vida útil de veículos - 3 anos --> Depreciação de \$20.667	
10	Vida útil de máquinas/equipamentos - 12 anos --> depreciação de \$11.250	
11	Dos empréstimos de longo prazo, \$3.500 passaram a ser de curto prazo	\$0
12	Impostos sobre vendas - 12% - a vista	(\$17.640)
13	Imposto de renda - 20% do lucro -a pagar em 90 dias	\$0
14	Distribuição de 65% do lucro do exercício aos sócios, sendo 15% a pagar	(\$5.235)
	TOTAL	\$40.775

Na apuração do resultado do exercício não há diferenças entre os cenários, gerando portanto o mesmo resultado líquido do Cenário 1 e o mesmo EBITDA de \$58.460 (Lucro bruto – despesas gerais), conforme pode ser constatado na Tabela 2. Na Tabela 7 é apresentado o Balanço Patrimonial, com base nos eventos listados na Tabela 6.

Tabela 7 – Balanço Patrimonial – Cenário 2

ATIVO	31/12/05	31/12/06	PASSIVO	31/12/05	31/12/06
Ativo circulante			Passivo circulante		
Disponível	\$55.000	\$95.775	Contas a pagar		\$30.250
Contas a Receber		\$29.400	Empréstimos a pagar (CP)		\$13.500
Estoques		\$1.100			
Total do circulante	\$55.000	\$126.275	Impostos a pagar		\$2.369
Ativo permanente			Dividendos a pagar		\$924
Veículos		\$26.000	Total do passivo circulante	-	\$47.042
Máquinas e equipamentos		\$25.000	Exigível a longo prazo		
(-) Depreciação acumulada		(\$31.917)	Empréstimos a pagar (LP)		\$36.500
Total do permanente	-	\$19.083	Total do exigível a longo prazo	-	\$36.500
			PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
			Capital	\$55.000	\$58.500
			Lucros/prejuízos acumulados		\$3.316
			Total do PL	\$55.000	\$61.816
TOTAL DO ATIVO	55.000	145.358	TOTAL PASSIVO + PL	\$55.000	\$145.358

Na

Tabela 8 é apresentado o Demonstrativo do Fluxo de Caixa, com base nos eventos listados na Tabela 6.

Tabela 8 – DFC – Cenário 2

Caixa Líquido Gerado p/ Atividades Operacionais		\$44.434
Lucro Líquido	\$9.474	
(+) Desp. Depreciação	\$31.917	
Var Clientes	(\$29.400)	
Var Estoques	(\$1.100)	
Var Fornecedores/C. a Pagar	\$30.250	
Var Impostos	\$2.369	
Var outras contas a pagar	\$924	
Caixa Líquido Consumido p/ Investimentos		(\$51.000)
Caixa Líquido Consumido p/Financiamento		\$47.342
Empréstimos obtidos	\$50.000	
Pagamento de Dividendos	(\$6.158)	
Aumento de Capital	\$3.500	
Aumento Líquido Disponibilidades -	\$40.775	

Na Tabela 9 é apresentada a conciliação entre o EBITDA e o DFC, com base nos eventos listados na Tabela 6.

Tabela 9 – Conciliação entre EBITDA e DFC – Cenário 2

EBITDA		\$58.460
Varição de estoques		(\$1.100)
GERAÇÃO OPERACIONAL DE CAIXA		\$57.360
Despesas financeiras		(\$14.700)
Líquido fornecedores		\$30.250
Líquido Clientes		(\$29.400)
Varição dividendos		\$924
CONCILIAÇÃO COM DFC		\$44.434

4.3. Análise das diferenças

Comparando-se a situação entre o cenário 1 e o cenário 2, observa-se que:

- A geração operacional de caixa, utilizando-se o EBITDA, não é alterado, sendo de \$57.360 nos dois cenários, pois o EBITDA demonstra a capacidade que as operações da empresa têm em gerar caixa no período em análise;
- Decisões de financiamento (prazos) diferentes (tanto nas origens como nas aplicações) apresentam variações diferentes nas disponibilidades, o que é explicado pela DFC, pois demonstra como a conta disponibilidades variou do início ao fim do período analisado.
- Os valores obtidos pelo DFC demonstram e explicam como o saldo de caixa alterou-se de um ano para outro;
- Não há sentido em comparar e criticar os dois indicadores/demonstrativos, pois cada um deles tem um objetivo diferente e demonstra valores diferentes.

No presente caso, o objetivo dos usuários da informação contábil é o de conhecer se a empresa tem capacidade de geração de caixa, no exercício de 2006.

5. Conclusões e recomendações

Como demonstrado, tanto o EBITDA como o DFC podem e devem ser utilizados para a avaliação da performance e do caixa gerado pela empresa, mas cada um deles atingindo um objetivo diferente, pois, o EBITDA identifica a geração de caixa das operações, no período de competência analisado, independente das decisões de financiamento e o DFC demonstra como a conta caixa (disponibilidades) sofreu variações no mesmo exercício, dependente das decisões de financiamento, pois, como comprovado, tanto o financiamento dos ativos como dos passivos correntes altera a geração de caixa operacional demonstrada no DFC.

Dáí conclui-se que:

- ambos os indicadores são úteis para a medição financeira das empresas;
- ambos medem o fluxo de caixa, mas com diferenças temporais;
- cada indicador deve ser utilizado para se atingir um determinado objetivo;
 - o EBITDA para identificar o caixa livre gerado pelas operações no período de competência;
 - o DFC para identificar como o saldo de caixa foi alterado, de um exercício para outro.

Recomenda-se, para melhor evidenciação dos indicadores, a adoção complementar da alteração do cálculo do EBITDA, incluindo-se a diferença entre os estoques no início e no fim do período analisado, possibilitando assim melhor identificação da geração operacional de caixa, e da alteração da DFC, incluindo-se no ajuste do Lucro Líquido a adição das Despesas Financeiras líquidas, evidenciando-se assim apenas o impacto dos eventos operacionais na alteração dos saldos de caixa.

Referências

- BRAGA, Roberto. e MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. **Investigação sobre a Relevância da medida do Fluxo de Caixa Operacional**. Anais do Asian Pacific Conference on International Accounting Issues, Rio de Janeiro, 2001.
- DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- EBITDA: The Good, The Bad, and The Ugly. Disponível em: <http://www.investopedia.com/articles/analyst/020602.asp>.
- FREZATTI, Fábio. **Gestão do fluxo de caixa diário**: como dispor de um instrumento financeiro para o gerenciamento do negócio. São Paulo: Atlas, 1997
- GANGUIN, Blaise, BILARDELO, John. **Fundamentals of Corporate Credit Analysis**. New York: McGraw-Hill, 2005.
- GRADILONE, Cláudio. **Para que serve a EBITDA?** Revista Exame. 12/ago/2002. Disponível em: <http://www.peritocontador.com.br/forum/> acessado em jun/2006.
- HRONEC, Steven M. **Sinais vitais - usando medidas de desempenho da qualidade, tempo e custo para traçar a rota para o futuro de sua empresa**. São Paulo, Makron Books, 1994.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Margarida. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- LEGRAND Holding S.A. **FORM 20-F: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(D) of the Securities Exchange act of 1934**. Washington. 2004.
- LIMA, Álvaro Vieira; ZANOLLA, Ercílio. **Fluxos de Recursos Operacionais: Estudo Comparativo entre métodos, aplicado em amostra de empresas industriais Brasileiras**. São Paulo: Congresso EAC, 2002.
- MARTINS, Eliseu. **“EBITDA” – o que é isso?**. IOB, n. 6, Caderno Temática Contábil e Balanços, São Paulo, fev. 1998.
- MARTINS, Eliseu. **Aspectos de alavancagem financeiro e do lucro no Brasil**. Tese de livre docência apresentado ao EAC. São Paulo: FE/USP, 1980.
- MARTINS, Eliseu. **Contabilidade versus Fluxo de caixa**. Caderno de Estudos, São Paulo, FIECAFI, nº20 – Janeiro a Abril/ 1999.
- MATIAS, Alberto B. (Coordenador). **Finanças corporativas de curto prazo: a gestão do valor do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 20007.
- RIBEIRO, Antonio C. E. **Manual das micro, pequenas e médias empresas passo a passo**. Rio de Janeiro, Papel e virtual, 2000.
- RICCIO, Edson Luiz. **Uma contribuição ao estudo da contabilidade como sistema de informação**. Tese de doutoramento, FEA-SP, 1989, p. 163-164.
- ROCHE, Julian. **The Value of Nothing: alternative to cash flow valuations**. London: Lessons Financial, 2005.
- SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Maria Mitiyo. **Um Estudo Empírico sobre o EBTIDA como representação do Fluxo de Caixa Operacional – Estudo em Empresas Brasileiras**. São Paulo: Congresso EAC, 2002.
- SANTOS, Ariovaldo dos. **Melhores e Maiores da Revista Exame**. Editora Abril. São Paulo. 2002
- THAM, Joseph; Vélez-Pareja, Ignacio **Principles of Cash Flow Valuation: an integrated market-based approach**. Elsevier, 2004.
- ZDANOWICZ, José Eduardo. **Fluxo de caixa: uma decisão de planejamento e controle financeiros**. 6ª ed. Porto Alegre: Sagra Luzzatto, 1995.