

---

# COMO AS EMPRESAS MAIS NEGOCIADAS NO BM&FBOVESPA DIVULGAM O EBITDA?

---

## HOW DO THE MOST TRADED COMPANIES IN BM & FBOVESPA RELEASE THE EBITDA?

---

### **Lucas Martins Dias Maragno**

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em  
Contabilidade da Universidade Federal de Santa  
Catarina - UFSC

Endereço: Campus Universitário, Trindade,  
Florianópolis, SC - Brasil

CEP: 88040-500

Telefone: (48) 3721-9897

E-mail: [lucasmaragno@hotmail.com](mailto:lucasmaragno@hotmail.com)

### **José Alonso Borba**

Professor Doutor em Contabilidade e Professor da  
Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC

Endereço: Campus Universitário, Trindade,  
Florianópolis, SC - Brasil

CEP: 88040-500

Telefone: (48) 3721-9897

E-mail: [j.alonso@ufsc.br](mailto:j.alonso@ufsc.br)

Recebido: 17/11/2013 2ª versão: 10/04/2014

Aprovado: 28/03/2014 Publicado: 30/04/2014

### **Vladimir Arthur Fey**

Professor Mestre em Engenharia de Produção e  
Professor da Universidade Federal de Santa Catarina -  
UFSC

Endereço: Campus Universitário, Trindade,  
Florianópolis, SC - Brasil

CEP: 88040-500

Telefone: (48) 3721-9897

E-mail: [vlad@cse.ufsc.br](mailto:vlad@cse.ufsc.br)

---

## RESUMO

O uso generalizado, pelas companhias abertas, de informações de natureza não contábil, sobretudo o EBITDA, e a não existência de um consenso nas metodologias de cálculo do indicador levaram a CVM, por meio da Instrução CVM nº 527/12, uniformizar o cálculo. Nesse contexto buscou-se verificar as diferenças em relação à metodologia de cálculo da divulgação do EBITDA em conformidade com a Instrução CVM nº 527/12. A pesquisa em questão tem caráter descritivo, e a coleta de dados foi secundária pelo fato de os dados terem sido coletados das Demonstrações Financeiras Padronizadas, nos sítios eletrônicos das respectivas companhias. A medida adotada pela CVM não objetiva criar uma melhor ou pior metodologia de cálculo para o EBITDA, mas sim padronizá-lo, pois a padronização ajuda o usuário da informação. As empresas que gerenciam seus respectivos EBITDA, em não conformidades com a norma, mostraram números que são demasiadamente otimistas, em 2010 a média da variação foi de 8,85% e em 2011 de 4,32%. Em 2012 atingiu 35,43%, devido às companhias V-Agro, Brookfield e MMX Mineração apresentarem variações de 323,68%, 181,37% e 128,24% positivas, respectivamente. Fica evidente para essas empresas o gerenciamento agressivo do indicador para favorecer o resultado. As respostas mostraram que quando não há normatização específica, a maioria das empresas não cumprem as

recomendações da CVM. Por outro lado, após a edição da norma, a maioria das empresas apresentou o EBITDA conforme determinado pela CVM. Contudo, à partir da definição de uma norma, todas as empresas que escolheram por divulgar o EBITDA, deveriam divulgá-lo em conformidade com os critérios estabelecidos. Visto que, não existem sanções ou punições, foi observado que algumas empresas continuam a gerenciar o indicador, adicionando ou excluindo itens ao cálculo do EBITDA conforme critérios individuais.

**Palavras-chave:** EBITDA; Gerenciamento; Conformidade; CVM.

## **ABSTRACT**

---

*The widespread use by listed companies of non-accounting information, particularly EBITDA and that there is no consensus on the method of calculating EBITDA, and that the measurement lacks an independent objective standard, led to CVM by Instruction 527/12, to standardize the calculation. In this context we sought to investigate the differences in the methodology for calculating the disclosure of EBITDA in accordance with CVM Instruction 527/12. The research in question is descriptive, and data collection was secondary because the data has been collected from the Annual Financial Statements, in the websites of the respective companies. The measure adopted by the CVM does not aim to create a better or worse method for calculating EBITDA, but standardizing it, because the standardization helps the user information. Companies that manage their EBITDA in nonconformance with the standard, showed numbers that are too optimistic, in 2010 the average rate was 8.85% and 4.32% in 2011. In 2012 reached 35.43%, due to V-Agro, Brookfield and MMX Mineração companies presenting variations 323.68%, 181.37% and 128.24% positive, respectively. It is evident to those companies the aggressive management indicator to favor the outcome. The responses showed that when there is no specific regulation, most companies do not comply with CVM recommendations. On the other hand, after the edition of the standard, most companies had EBITDA as determined by CVM. However, starting from the definition of a standard, all companies that have chosen to disclose EBITDA, should disclose it in accordance with the established criteria. Whereas, there are no penalties or punishments, it was observed that some companies continue to manage the indicator by adding or deleting items in the calculation of EBITDA as individual criteria.*

**Keywords:** EBITDA; Managemen; Standard; CVM.

## **1. INTRODUÇÃO**

Em agosto de 2011, contabilistas do Groupon, exibiram uma forma criativa de contabilidade. Seu plano de Oferta Pública de Ações (IPO) não gerou nenhum espanto, mas sim, a valorização e a maneira pela qual eles quantificaram os resultados, que surpreenderam os mercados financeiros. A métrica criada, Segmento Consolidado Ajustado do Lucro Operacional (ACSOI), inclui todas as receitas, mas exclui somente algumas despesas. Excluindo certas despesas significativas, o Groupon transformou perdas em lucros, criando um indicador mais agressivo que o EBITDA. (LA MERCED, 2011)

Os motivos de os gestores recorrerem à medidas não-GAAP, segundo Merchant e Sandino (2009), certamente é para excluir uma má notícia, para tornar o desempenho de sua empresa melhor, possivelmente aumentando simultaneamente o bônus.

A fixação de analistas e investidores pela geração de caixa diminuiu a importância que os gestores dessas empresas dão ao lucro líquido, na mesma medida em que o EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ou LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Taxas, Depreciação e

Amortização) virou o principal foco da administração. (TORRES; RAGAZZI, 2011)

O uso generalizado do EBITDA pelas companhias abertas, o gerenciamento de resultados do indicador, que pode distorcer análises e influenciar na tomada de decisão, e, segundo Godwin e Jones (2002) o não consenso nas metodologias de cálculo do EBITDA resultaram na preocupação da CVM, em estabelecer um critério de padronização para o cálculo do indicador.

Assim, a instituição editou a Instrução CVM nº 527 de 4 de outubro de 2012, uniformizando e estabelecendo, parâmetros para o cálculo do EBITDA no Brasil, importante para favorecer a análise comparativa e para que o investidor entenda os efeitos de aspectos operacionais sobre o negócio.

Baseado no acima exposto, emerge a seguinte questão que norteia esta pesquisa: considerando que os critérios estabelecidos pela instituição (CVM) são os mais adequados, as empresas divulgam metodologias de cálculo próximas à normatização?

Para responder tal questionamento, o presente artigo tem como objetivo, verificar as diferenças em relação à metodologia de cálculo da divulgação do EBITDA em conformidade com a Instrução CVM nº 527/12.

Na busca de resposta ao problema central da pesquisa, foram formulados os seguintes objetivos específicos:

- Identificar as empresas que divulgaram o EBITDA.
- Calcular o EBITDA conforme Instrução CVM nº 527/12, baseado nos valores presentes nas Demonstrações Financeiras Padronizadas.
- Identificar as empresas que divulgaram o EBITDA em conformidade com o EBITDA da Instrução CVM nº 527/12.
- Especificar os termos em geral que não estão em conformidade com o EBITDA, conforme Instrução CVM nº 527/12.

Como delimitação, cumpre esclarecer que foi estudado o EBITDA, retirado das Demonstrações Financeiras Padronizadas, no horizonte temporal de 2010 a 2012. As empresas estudadas são aquelas que integram o índice IBrX - Índice Brasil da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Dessa forma, os resultados têm sua validade restrita a este período e à estas empresas.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 Conceito de EBITDA

Segundo Assaf Neto (2010), a sigla EBITDA corresponde a *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* e traduzida para a língua portuguesa corresponde a Lucro Antes de Juros, Taxas, Depreciação e Amortização (LAJIDA).

O EBITDA é um indicador econômico-financeiro usado como parâmetro para os usuários da análise do potencial da geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas em suas atividades operacionais, sem considerar os efeitos financeiros, de impostos e efeitos não recorrentes. (VASCONCELOS, 2002)

O CIMA (*Chartered Institute of Management Accountants*) reconhece que "o dinheiro é rei", quando eles julgam o desempenho de uma empresa. Isto foi confirmado quando o instituto pesquisou, em uma pequena amostra de seus membros, uma série de indicadores de desempenhos financeiros, a partir do lucro econômico e às várias formas de lucro operacional. A maioria dos entrevistados respondeu que, o

dinheiro era a medida em que eles acreditariam se decidissem investir em um negócio. A realidade dos relatórios financeiros hoje, é que os investidores e analistas são mais propensos a considerar uma nova medida, o EBITDA, do que muitos outros indicadores tradicionais. (GOULD, 2002)

Uma forma de utilização do EBITDA para análise da criação de valor da companhia, é o EV/EBITDA, que leva em conta o “*enterprise value*” (EV) ou valorização da empresa. Compreende o valor de mercado da companhia (cotação atual da ação multiplicado pelo total de ações) somado com a dívida líquida (dívida bruta menos o caixa). De modo a explicar o desempenho operacional da empresa, EBITDA é o parâmetro predominante. Em primeiro lugar, o EBITDA é a base mais comum para a valorização da empresa (*enterprise value*) em capital privado (*private equity*). Como resultado, um maior EBITDA para fins de avaliação, leva a um maior valor da empresa e, supondo um nível constante de débito líquido, a um maior valor patrimonial. (ACHLEITNER; BRAUN; ENGEL, 2011)

## **2.2 Vantagens e Limitações**

O EBITDA pode ser entendido como o indicador que mostra as empresas de maneira mais favorável, no sentido de disponibilidade de caixa, do que realmente possam ser. (GREENBERG, 1998)

Para explorar melhor a questão do EBITDA o Quadro 1, apresenta as principais vantagens e limitações do EBITDA segundo Stumpp (2000, p.1), Diaz (2002, p.19), Santana e Lima (2004) e Matarazzo (2010).

**Quadro 1: Vantagens e Limitações do EBITDA**

<b>Vantagens</b>	<b>Limitações</b>
Facilidade de se poder comparar empresas do mesmo setor porque ele elimina os efeitos da estrutura de capital.	É mensurado antes do imposto de renda, enquanto que o caixa disponível para pagar dividendos ou recompra de ações, depois do imposto de renda; poderia ser excluído das despesas desembolsáveis apenas o IR diferido.
Retira o efeito da dívida, o EBITDA como percentual do faturamento, pode ser um bom indicador para a rentabilidade "operacional" comparativa entre empresas do mesmo setor.	Não considera as receitas e despesas não operacionais, tais como ganhos ou perdas na alienação de bens do ativo fixo.
Expurga o efeito da estrutura de capital, pode servir como base indicativa para o perfil de rentabilidade comparativa entre segmentos industriais diferentes, não esquecendo que o risco também é diferente.	Não mensura a necessidade de reinvestimentos em bens do ativo permanente.
Possibilidade de conciliar as estimativas futuras de fluxo de caixa com o resultado obtido em exercícios passados.	Ignora as variações do capital circulante líquido e superestima o fluxo de caixa real em períodos de crescimento do capital de giro.
Por desconsiderar receitas e despesas financeiras, elimina qualquer dificuldade para fins de análise de uma eventual desvalorização da moeda.	Pode ser uma medida enganosa de liquidez.
Apoia decisões de mudanças na política financeira da empresa, caso exista um valor de EBITDA insatisfatório.	Não considera o montante de reinvestimento necessário – especialmente para companhias com ativos de vida curta.
Auxilia a análise do grau de cobertura das despesas financeiras, evidenciando o potencial operacional de caixa para remunerar os credores.	Não diz nada sobre a qualidade dos lucros.
Avalia de que forma repercutiu a estratégia financeira adotada.	É uma medida autônoma inadequada para comparação de múltiplos de aquisição.
Pode ser utilizado como benchmark financeiro, através da análise de seus indicadores estáticos ou absolutos comparados com os de outras empresas congêneres.	Ignora as distinções na qualidade do fluxo de caixa resultante de políticas contábeis – nem todas as receitas são caixa.
Por evidenciar a viabilidade dos negócios, através da aferição da eficiência e produtividade, serve de base para avaliação de empresas.	Não é um denominador comum para convenções contábeis internacionais.
Representa uma medida globalizada por permitir a comparação de dados entre empresas de diferentes países.	Oferece proteção limitada quando utilizado em cláusulas de contrato.
Pode ser utilizado pelas empresas para estabelecer suas metas de desempenho.	Pode se desviar do campo da realidade.
Pode ser utilizado como base para pagamentos de bônus a empregados.	Não é apropriado para análises de muitas indústrias porque ignora as suas características únicas.

Fonte: Stumpp (2000, p.1), Diaz (2002, p.19), Santana e Lima (2004) e Matarazzo (2010).

### 2.3 Normatização

Para Godwin e Jones (2002) não há consenso nas metodologias de cálculo do EBITDA e a mensuração carece de uma norma. Outras preocupações incluem a fácil manipulação, por agressivas práticas contábeis, a mensuração enganosa da liquidez e a capacidade da empresa para pagar seus débitos.

A preocupação em relação à divulgação do indicador EBITDA, por parte da CVM no Brasil, se inicia pela divulgação do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2005, que logo no início descreve seu objetivo,

objetivo principal divulgar os problemas centrais observados na aplicação das normas emitidas pela CVM e fornecer orientação mais detalhada sobre a aplicação dessas mesmas normas. Nesse sentido, esse ofício-circular propõe-se, ainda, alertar o mercado sobre desvios verificados pela CVM, e esclarecer dúvidas sobre a aplicação das Normas de Contabilidade pelas Companhias Abertas e das normas relativas aos Auditores Independentes. Esse ofício-circular também procura incentivar a adoção de novos procedimentos e divulgações, bem como antecipar futura regulamentação por parte da CVM e, em alguns casos, esclarecer questões relacionadas às normas internacionais emitidas pelo IASB.

O Ofício-Circular CVM nº 01/2005 aborda diversos assuntos relacionados à aplicação das Normas Brasileiras de Contabilidade e no item 1.9.7 descreve, de forma clara, o cálculo de como seria o EBITDA.

**Quadro 2: EBITDA conforme item 1.9.7 do Ofício-Circular CVM nº 01/2007**

Visão resumida de medições econômicas baseadas e não baseadas nas normas contábeis, aqui apresentadas apenas para efeito de compreensão do texto.	
Receitas	
Custo das Mercadorias Vendidas	
Lucro Bruto	medição econômica baseada nas normas contábeis
Despesas de Vendas	
Despesas Administrativas	
Lucro antes dos impostos, juros depreciações e amortizações (LAJIDA)	medição não baseada nas normas contábeis, equivalente ao EBITDA – <i>earnings before interest, tax, depreciation and amortization</i>
Depreciação e Amortização	
Lucro operacional antes da tributação e dos juros (I.R. e Despesas Financeiras) (LAJIR)	medição não baseada nas normas contábeis, equivalente ao EBIT – <i>earnings before interest and tax</i>
Despesas Financeiras (de juros)	
Lucro Operacional (após despesas financeiras)	medição econômica baseada nas normas contábeis
Receitas e Despesas não operacionais	
Lucro antes dos impostos sobre a renda	
Impostos (s/lucro: renda e contribuição social)	
Lucro Líquido	medição econômica baseada nas normas contábeis

Fonte: OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007

A própria CVM percebe, naquela época, a assimetria da informação e o gerenciamento do indicador, e descreve no ofício que,

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

Para melhor compreensão do indicador, a CVM recomenda que a empresa inclua a reconciliação da medição econômica não baseada nas normas contábeis com a medição econômica baseada em normas contábeis mais próximas.

Seguindo as normas americanas, a CVM se baseou na Regulação G da SEC (*Securities and Exchange Commission*), onde informa que as medições não contábeis são apresentadas aos investidores e alerta para a desorientação do potencial causado por esses indicadores, embora admita que as medições não contábeis (non-GAAP), podem ser úteis aos investidores e que não existe a proibição de divulgação. Em especial, o *staff* da SEC observa que as informações "pro forma" divergem das informações contábeis convencionais e por isso, essas informações podem se tornarem difíceis ao investidor, para comparação de resultados. (CVM, 2006)

No ano de 2008 a CVM realça pelo Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2008 que,

caso a companhia faça uso de métricas financeiras calculadas, como por exemplo o LAJIDA (ou EBITDA), deverá apresentar a reconciliação com as rubricas contábeis expressas diretamente nas demonstrações financeiras da companhia e, portanto, obtidas pelos critérios contábeis adotados no Brasil.

Em 2010, aponta novamente por meio do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2010, o mesmo sobre a reconciliação do EBITDA, em conformidade com norma específica que trata da matéria.

Em 2011, o Groupon divulgou, nos EUA, uma métrica criativa, não aceita pela instituição reguladora, e no *NY Times* foi divulgado a seguinte notícia, "Groupon divulgou uma métrica contábil muito criticada depois de recuar a partir da *Securities and Exchange Commission*, de acordo com um prospecto alterado [...] [...] Em sua nova apresentação, Groupon removeu as referências a "lucro ajustado consolidado segmento operacional" (LA MERCED, 2011)

Para proteger o investidor comum e estabelecer parâmetros para comparação do indicador, a Instrução CVM nº 527 de 4 de outubro de 2012 foi editada, padronizando o EBITDA no Brasil.

A instrução dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil, denominadas LAJIDA (EBITDA) e LAJIR (EBIT), a partir de 2013 para as Sociedades Anônimas de Capital Aberto, listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA).

O art. 2º determina que o cálculo do EBITDA deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, conforme corrobora Saraiva e Ragazzi (2012), ao afirmar que, um ponto relevante foi a conciliação das parcelas que compõem o valor do indicador com os elementos originários das demonstrações contábeis, para garantir a transparência e a consistência do cálculo.

Segundo o art. 3º o cálculo do LAJIDA e do LAJIR não pode excluir quaisquer itens não recorrentes, não operacionais ou de operações descontinuadas, em seguida discorre sobre o que pode ser acrescido, "LAJIDA - resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões".

O EBITDA será obtido da seguinte forma:

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

A Instrução CVM nº 527 em seu art. 4º parágrafo 3º deixa claro que a divulgação dos valores referidos no caput deve ser acompanhada da descrição de sua natureza, bem como da forma de cálculo e da respectiva justificativa para a inclusão do ajuste. Em seguida no artigo 5º padroniza a divulgação do EBITDA calculado da forma que a empresa julgue melhor aparentá-lo, assim a norma discorre, art. 5º a divulgação prevista no art. 4º desta Instrução deve ser sempre identificada pelo termo “ajustado”.

### 3. METODOLOGIA

A pesquisa em questão tem caráter descritivo. A coleta de dados foi secundária pelo fato de os dados terem sido coletados nos sítios eletrônicos das respectivas companhias que compõem o índice IBrX - Índice Brasil da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) do dia 18 de março de 2013, no período de 2010 a 2012.

A pesquisa, em relação ao procedimento técnico, será por meio documental. Devido às informações terem sido coletadas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas. A pesquisa documental para Gil (2010, p.30) “é utilizada em praticamente todas as ciências sociais e constitui um dos delineamentos mais importantes no campo da História e da Economia”.

A pesquisa irá comparar o EBITDA divulgado pelas empresas e a metodologia de cálculo apresentada pela instrução da CVM. Segundo Lakatos e Marconi (2007) a comparação “uma etapa mais concreta da investigação, com finalidade mais restrita em termos de explicação geral dos fenômenos menos abstratos”.

A pesquisa utilizou-se de duas abordagens do problema: qualitativa e quantitativa. Como qualitativa a parte da análise entre o EBITDA divulgado pelas empresas e o EBITDA segundo critérios estabelecidos pela instrução CVM nº 527/12. A abordagem também se caracteriza como quantitativa, pois será calculado o EBITDA de todas as empresas pertencentes à amostra.

O IBrX - Índice Brasil é composto por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas, em termos de número de negócios e volume financeiro.

Visando obter melhores resultados foram retiradas duplicidades da amostra, como por exemplo, empresas que possuem ações preferenciais e ordinárias, e ações de Bancos e Financeiras que não divulgam o EBITDA, pelo fato de obterem Receitas Financeiras como Receita Operacional. Assim a amostra desta pesquisa totalizou 84 empresas.



**Quadro 3: IBrX - Índice Brasil [Tratado]**

Nome da Companhia	Nome da Companhia	Nome da Companhia	Nome da Companhia
Anhanguera	Cosan	Hypermarcas	PDG Realt
All Amer Lat	Copasa	JBS	Petrobras
Ambev	Sid Nacional	Klabin S/A	Marcopolo
Amil	Cetip	Kroton	Qgep Part
Arteris	Cyrela Realt	Lojas Americ	Qualicorp
Br Brokers	Dasa	Light S/A	Raiadrogasil
Brookfield	Duralex	LLX Log	Randon Part
BRF Foods	Ecorodovias	Lojas Renner	Localiza
Braskem	Eletobras	MMX Miner	Rossi Resid
BR Malls Par	Eletropaulo	Multiplus	Sabesp
BR Propert	Embraer	MPX Energia	Suzano
B2W Varejo	Energias Br	Marfrig	Tractebel
Bmfbovespa	Even	MRV	Tecnisa
CCR SA	Eztec	Multiplan	Tim Part S/A
CCX Carvao	Fibria	Iochp-Maxion	Totvs
Cesp	Aes Tiete	Natura	Tran Paulist
Cielo	Gafisa	Odontoprev	Ultrapar
Cemig	Gerdau	OGX Petroleo	Usiminas
Cpfl Energia	Gol	Oi	V-Agro
Copel	Cia Hering	OSX Brasil	Vale
Souza Cruz	Hrt Petroleo	P.Acucar-Cbd	Telef Brasil

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BM&FBOVESPA (2013)

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para alcance do primeiro objetivo específico foram coletadas e identificadas, a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas de cada companhia, o EBITDA e o EBITDA Ajustado se assim divulgado, e criado um quadro para melhor visualização, referente aos anos de 2010, 2011 e 2012.

**Quadro 4 - EBITDA divulgado pelas Companhias 2010, 2011 e 2012 [Extrato]**

(Em milhões R\$)

Companhias	2010		2011		2012	
	EBITDA coletado[1]	EBITDA Ajustado coletado[2]	EBITDA coletado[1]	EBITDA Ajustado coletado[2]	EBITDA coletado[1]	EBITDA Ajustado coletado[2]
Anhanguera	240	ND	ND	ND	ND	ND
All Amer Lat	1.338	ND	1.494	ND	ND	ND
Ambev	11.590	11.707	13.164	13.141	15.628	15.679
Amil	544	605	ND	793	ND	ND
Arteris	834	942	1.012	1.195	1.078	1.314
Br Brokers	ND	128	151	ND	ND	ND
Brookfield	ND	ND	ND	ND	83	ND
BRF Foods	2.635	ND	3.244	ND	ND	ND
Braskem	ND	ND	ND	ND	ND	ND
BR Malls Par	ND	ND	1455	684	ND	ND

**Nota**

[1] EBITDA divulgado nas DFP da companhia, apresentado com a denominação EBITDA.

[2] EBITDA divulgado nas DFP da companhia, apresentado com a denominação EBITDA Ajustado.

[3] ND: Não divulgou o EBITDA junto às DFP.

[4] SD: Sem DFP.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).

Observa-se que a maioria das empresas que compõem o índice IBrX divulgaram o EBITDA. Em 2010, 56 companhias divulgaram o EBITDA, 53 em 2011 e 57 em 2012. Em relação ao EBITDA Ajustado 23 divulgaram em 2010, 27 em 2011 e em 2012 totalizou-se 33. As companhias que escolheram por divulgar o EBITDA e o EBITDA Ajustado, em 2010 somaram 15, em 2011 este número aumentou para 17 e em 2012 aumentou para 26.

Do total da amostra, nem todas as empresas escolheram por divulgarem o EBITDA, 18 em 2010, 20 em 2011 e 19 em 2012, uma média de 22,61% das empresas por ano, preferiram não divulgarem o EBITDA.

#### 4.1 Cálculo do EBITDA conforme Instrução CVM nº 527/12

Para alcance do segundo objetivo específico, foi necessário calcular, de acordo com a instrução CVM nº 527/12, o EBITDA de todas as companhias que o divulgaram de 2010 a 2012, com o propósito de poder compará-lo. Sendo assim é possível identificar as conformidades ou não conformidades em relação à normatização.

A fórmula utilizada conforme instrução CVM nº 527/12 é,  $EBITDA = \text{Lucro Líquido} + \text{Despesas financeiras líquidas e das receitas financeiras (Resultado Financeiro)} + \text{Impostos} + \text{Depreciação e Amortização}$ .

Os valores utilizados originaram-se das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), como descreve o art. 2º “o cálculo do EBITDA deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis”.

**Quadro 5 - Cálculo do EBITDA referente ao ano de 2010 [Extrato]**

(Em milhões R\$)

<b>Companhias</b>	<b>EBITDA conforme CVM 527 (a=b+c+d+e+f)</b>	<b>Lucro Líquido (b)</b>	<b>Resultado Financeiro (d)</b>	<b>Impostos (IR e CS) (e)</b>	<b>Depreciação e Amortização (f)</b>
Anhanguera	191	122	49	(14)	34
All Amer Lat	1.364	240	813	(37)	348
Ambev	11.590	7.619	319	2.085	1.567
Amil	368	132	40	84	112
Arteris	834	304	218	131	181
Br Brokers	133	76	6	42	9
Brookfield	ND	-	-	-	-
BRF Foods	2.216	805	483	196	732
Braskem	ND	-	-	-	-
Br Malls Par	ND	-	-	-	-

**Nota:** ND - Não divulgou o EBITDA junto às DFP.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP. (2013)

**Quadro 6 - Cálculo do EBITDA referente ao ano de 2011 [Extrato]**

<b>Companhias</b>	<b>EBITDA conforme CVM 527 (a=b+c+d+e+f)</b>	<b>Lucro Líquido (b)</b>	<b>Resultado Financeiro (d)</b>	<b>Impostos (IR e CS) (e)</b>	<b>Depreciação e Amortização (f)</b>
Anhanguera	ND	-	-	-	-
All Amer Lat	1.558	251	915	(17)	409
Ambev	13.225	8.780	468	2.522	1.455
Amil	469	179	56	106	128
Arteris	1.012	404	208	196	204
Br Brokers	206	118	27	49	12
Brookfield	ND	-	-	-	-
BRF Foods	2.886	1.365	479	156	886
Braskem	ND	-	-	-	-
Br Malls Par	1.448	790	306	350	2

**Nota:** ND - Não divulgou o EBITDA junto às DFP.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP. (2013)

**Quadro 7 - Cálculo do EBITDA referente ao ano de 2012 [Extrato]**

<b>Companhias</b>	<b>EBITDA conforme CVM 527 (a=b+c+d+e+f)</b>	<b>Lucro Líquido (b)</b>	<b>Resultado Financeiro (d)</b>	<b>Impostos (IR e CS) (e)</b>	<b>Depreciação e Amortização (f)</b>
Anhanguera	280	152	53	5	70
All Amer Lat	ND	-	-	-	-
Ambev	15.628	10.643	812	2.405	1.768
Amil	ND	-	-	-	-
Arteris	1.078	403	237	196	242
Br Brokers	ND	-	-	-	-
Brookfield	(102)	(388)	145	89	52
BRF Foods	2.354	820	570	(2)	966
Braskem	ND	-	-	-	-
Br Malls Par	ND	-	-	-	-

**Nota:** ND - Não divulgou o EBITDA junto às DFP.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP. (2013)

## 4.2 Empresas em Conformidade com a Instrução CVM nº 527/12

Para alcance do terceiro objetivo específico, compara-se o EBITDA divulgado ao calculado segundo metodologia estabelecida pela CVM.

### Quadro 8 - Empresas em conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2010

(Em milhões R\$)

<b>Companhias</b>	<b>EBITDA divulgado</b>	<b>EBITDA Ajustado divulgado</b>	<b>EBITDA CVM Calculado</b>
Ambev	11.590	11.707	11.590
Arteris	834	942	834
Cielo	2.564	ND	2.564
Cemig	4.543	4.787	4.543
Souza Cruz	2.095	ND	2.095
Cetip	143	198	143
Cyrela Realt	808	ND	808
Dasa	384	401	384
Eletropaulo	2.412	ND	2.412
Embraer	ND	1.069	1.069
Aes Tiete	1.320	ND	1.320
Cia Hering	276	ND	276
Marfrig	1.502	1.740	1.502
Iochp-Maxion	312	ND	312
Natura	1.256	ND	1.256
Marcopolo	398	409	398
Localiza	673	ND	673
Sabesp	3.223	ND	3.223
Tractebel	2.611	ND	2.611
Tim Part S/A	4.194	ND	4.194
Totvs	289	ND	289
V-Agro	(9.340)	2.769	(9.340)
Telef Brasil	5.460	ND	5.460

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).

Em 2010 das 84 companhias pesquisadas 63 divulgaram o EBITDA em suas DFP, ou seja, 75,00% escolheram por divulgarem o indicador. Dessas 63 que divulgaram, 23 já apresentavam o indicador em conformidade com a instrução CVM nº 527/12, o que representa 27,38% do total (84).

A companhia Ambev apresentou divergência quanto à nomenclatura, ao invés de utilizar o termo “ajustado” como cita a norma, a empresa utilizou “normalizado”, e a Embraer divulgou com a nomenclatura “ajustado” o EBITDA padrão, ressalva-se que ainda não havia normatização específica em 2010.

As companhias Oi e Raiadrogasil não haviam sido criadas até o ano de 2010 e 19 empresas não divulgaram o EBITDA ou o EBITDA Ajustado.

**Quadro 9 - Empresas em conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2011**

(Em milhões R\$)

<b>Companhias</b>	<b>EBITDA divulgado</b>	<b>EBITDA Ajustado divulgado</b>	<b>EBITDA CVM Calculado</b>
Arteris	1.012	1.195	1.012
Cielo	2.389	ND	2.389
Cemig	5.351	5.351	5.351
Souza Cruz	2.357	ND	2.357
Cetip	517	546	517
Dasa	499	553	499
Ecorodovias	957	1.037	957
Eletrobras	6.350	8.102	6.350
Eletropaulo	2.847	ND	2.847
Embraer	923	1.069	923
Gerdau	4.651	ND	4.651
Cia Hering	394	ND	394
Jbs	3.072	3.151	3.072
Marfrig	1.773	1.600	1.773
Multiplan	ND	455	455
Iochp-Maxion	411	ND	411
Natura	1.425	ND	1.425
Marcopolo	464	ND	464
Localiza	821	ND	821
Suzano Papel	1.304	ND	1.304
Tractebel	2.909	ND	2.909
Tim Part S/A	4.637	ND	4.637
Totvs	308	ND	308
Telef Brasil	10.383	ND	10.383

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).

No ano de 2011, 63 empresas divulgaram o EBITDA em suas DFP. Dentre as 63 companhias que escolheram por divulgarem o indicador, 24 já apresentavam a mesma metodologia de cálculo conforme a CVM determinou para o ano de 2012.

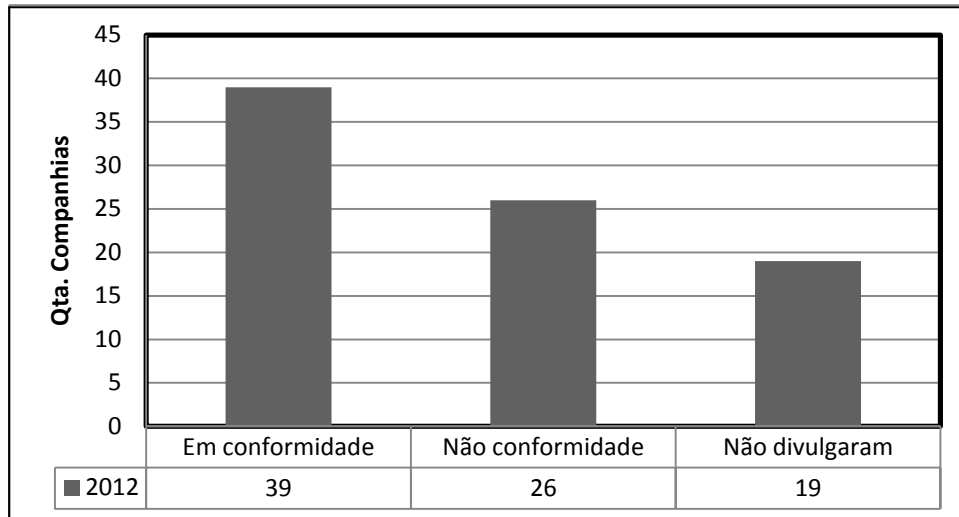
Identificou-se que a empresa Dasa apresentou divergência quanto à nomenclatura, ao invés de utilizar o termo “ajustado” como cita a norma, a empresa utilizou “recorrente”. A empresa Multiplan divulgou com a nomenclatura “ajustado” o EBITDA padrão. Ressalva-se que ainda não havia normatização específica em 2011.

As empresas em não conformidade e que apresentaram o EBTIDA somaram 38, e 20 companhias escolheram pela não divulgação. A empresa Oi não havia sido criada até o ano de 2011.

Com relação ao “obrenome” do EBITDA Ajustado, divulgado pela companhia, CCR SA em 2010 e Fibria em 2011, as quais não apresentaram conformidades e utilizaram o termo "Pro forma". Segundo Marques (2010) as medidas financeiras não-GAAP, frequentemente chamados de “pro forma”, são medidas de desempenho criadas e divulgadas pelos gestores, que não são calculadas de acordo com GAAP (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos). Allee *et al* (2007) alertam que essas divulgações podem confundir e enganar os investidores comuns, e que segundo pesquisas empíricas os investidores comuns negociam suas ações dando mais atenção aos lucros pro forma do que aos lucros operacionais GAAP.

Após a edição da Instrução CVM nº 527/12, 39 empresas apresentaram a metodologia de cálculo em conformidade com instrução, um crescimento de 62,50% em relação a 2011. Após a regulamentação, o nível de conformidades aumentou, ou seja, houve uma melhora. Entretanto, quando se determina uma regulamentação o objetivo é de que 100% das empresas respondam adequadamente ao estabelecido e não somente uma parte ou a maioria. A divulgação do indicador não é obrigatória, e sim voluntária, e 26 empresas decidiram por apresentá-lo em desacordo com a norma.

Gráfico 1 - EBITDA divulgado em 2012



Fonte: Elaborado pelo autor (2013).

Quanto à nomenclatura do EBITDA Ajustado as empresas Natura e Qgep Participações, apesar de apresentarem conformidades em relação ao cálculo, apresentaram não conformidades quanto ao termo, divulgando "normalizado" e "EBITDAX" respectivamente, a companhia OGX Petróleo, uma das em não conformidade, utilizou-se do termo "Pro forma". No total foram identificados 4 sobrenomes diferentes, "normalizado", "EBITDAX", "pro forma" e "recorrente". Ainda assim identificou-se que 26 empresas apresentaram não conformidades, e 19 empresas não divulgaram o indicador.

**Quadro 10 - Empresas em conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2012**

(Em milhões R\$)

<b>Companhias</b>	<b>EBITDA divulgado</b>	<b>EBITDA Ajustado divulgado</b>	<b>EBITDA CVM calculado</b>
Ambev	15.628	15.679	15.628
Arteris	1.078	1.314	1.078
B2W Varejo	254	331	254
CCR SA	3.037	3.271	3.037
Cesp	1.730	2.072	1.730
Cielo	3.082	ND	3.082
Cemig	5.084	ND	5.084
Cpfl energia	3.898	ND	3.898
Copel	1.551	ND	1.551
Copasa	1.145	1.130	1.145
Souza cruz	2.546	ND	2.546
Sid nacional	1.857	4.531	1.857
Cetip	550	575	550
Cyrela realt	1.046	ND	1.046
Ecorodovias	1.190	1.265	1.190
Eletronbras	(6.173)	5.520	(6.173)
Eletropaulo	655	ND	655
Energias br	1.313	ND	1.313
Fibria	2.555	2.253	2.555
Aes tiete	1.542	ND	1.542
Gerdau	4.176	ND	4.176
Cia hering	407	ND	407
Light s/a	1.456	1.781	1.456
Lojas renner	692	714	692
Multiplan	616	ND	616
Iochp-maxion	459	ND	459
Natura	1.510	1.522	1.510
Oi	7.916	ND	7.916
Marcopolo	439	ND	439
Qgep part	123	285	123
Raiadrogasil	284	325	284
Localiza	875	ND	875
Suzano papel	1.271	ND	1.271
Tractebel	3.108	ND	3.108
Tim part s/a	5.010	5.052	5.010
Totvs	378	ND	378
Ultrapar	2.405	2.402	2.405
Usiminas	859	798	859
Telef brasil	12.705	ND	12.705

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).

A supremacia da geração hidráulica no Brasil representa 70,1% da oferta interna segundo a Resenha Energética Brasileira do Ministério de Minas e Energia de 2012, e a Eletrobrás, apresentou 6.925 milhões de reais em prejuízos em decorrência da lei 12.783/13. A Lei garantiu redução das tarifas de energia elétrica para os consumidores, da ordem de 18% para o consumo residencial e de até 32% para a indústria segundo o Ministro de Minas e Energia, Edison Lobão.

O EBITDA divulgado pela empresa resultou em 6.173 milhões negativos, sem o efeito da lei o EBITDA Ajustado seria de 5.520 milhões, um crescimento de 189,42%. Particularidades deste tipo podem distorcer comparações entre análises de curtos períodos.

### 4.3 Empresas em não Conformidade com a Instrução CVM nº 527/12

Para obtenção do quarto objetivo específico foram identificadas as empresas em não conformidades e que demonstraram a metodologia de cálculo do indicador financeiro.

No ano de 2010 dentre as 40 empresa que divulgaram o EBITDA e apresentaram não conformidades, em 18 foi possível identificar Adições ou Exclusões de itens, que resultaram na diferença em relação ao EBITDA calculado conforme a Instrução CVM nº 527/12.

**Quadro 11 - Empresas em não conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2010**

(Em milhões R\$)

<b>Companhia</b>	<b>EBITDA divulgado</b>	<b>EBITDA Ajustado divulgado</b>	<b>EBITDA CVM calculado</b>	<b>(+) Adições/(-) Exclusões ao EBITDA divulgado</b>
Anhanguera	240	ND	191	(+) despesas com amortização de ágio e de custos e despesas pré-operacionais
Amil	544	605	368	(+) Provisão de risco e remissão (+) PEONA Ebtida ajustado (+) Despesas não-recorrentes
Brf foods	2.635	ND	2.216	(+) Outros Resultados/Resultado da equiv. Patrimonial
B2W Varejo	547	ND	467	(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais
Bmfbovespa	1.315	ND	1.349	(+) Imposto relacionado à Equivalência Patrimonial (-) Participação minoritária (-) Resultado de equivalência patrimonial
Copel	ND	1.475	1.575	(-) Resultado da equivalência patrimonial
Cosan	1.733	2.063	1.636	(+) Outras despesas operacionais
Sid nacional	ND	6.355	5.804	(+) Outras Receitas (Despesas) Líquidas
Ecorodovias	812	860	1.110	(-) Resultado de operações não recorrentes
Even	410	ND	341	(+) Despesas Apropriadas ao Custo
Gerdau	5.201	ND	5.537	(-) Reversão/perdas pela não recuperabilidade de ativos
Hypermarcas	734	ND	661	(+) Outras despesas não-caixa (+) Despesas não recorrentes
JBS	3.756	ND	3.512	(+) Ganho de compra vantajosa (+) Despesas não recorrentes
Lojas Renner	505	ND	481	(+) Participações Estatutárias (+) Resultado de Baixas de Ativos Fixos (+) Plano de Opção de Compra de Ações
MRV	795	ND	683	(+) Encargos financeiros incluídos no CMV
Petrobras	60.323	ND	60.455	(-) Reversão/perdas pela não recuperabilidade de ativos
Usiminas	ND	2.650	2.962	(-) Outras adições / exclusões
Vale	46.378	ND	45.961	(+) Dividendos recebidos

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).



O "Resultado de Equivalência Patrimonial" e as "Despesas não recorrentes" foram os itens com mais frequência encontrados. As empresas BRF Foods, BM&FBovespa e Copel adicionaram/excluíram ao cálculo do EBITDA o "Resultado de Equivalência Patrimonial", e as companhias Amil, Ecorodovias, Hypermarchas e JBS adicionaram/excluíram ao cálculo do EBITDA as "Despesas não recorrentes".

No ano de 2011 as empresas em não conformidade somaram 38, sendo que em 19 foi possível especificar o que causou a diferença ao cálculo do EBITDA em relação à normatização, como mostra o Quadro 12 - Empresas em não conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2011.

**Quadro 12 - Empresas em não conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2011**

(Em milhões R\$)

Companhia	EBITDA divulgado	EBITDA Ajustado divulgado	EBITDA CVM calculado	(+) Adições/(-) Exclusões ao EBITDA divulgado
All Amer Lat	1.494	ND	1.558	(+) Stock Options (+) Acidentes / Indenizações (-) Arrendamento dos Contratos de Concessão (DRE-Caixa) (-) Itens não recorrentes
Ambev	13.164	13.141	13.225	(-) Receitas (despesas) especiais
Amil	ND	793	469	(+) Variação das provisões técnicas (Provisão de risco e remissão e PEONA) (+) Outros efeitos não-recorrentes/não-caixa (PIS/COFINS de Juros sobre o Cap. Próprio, Baixa de Créditos, Despesas não-recorrentes e custo opções)
BRF Foods	3.244	ND	2.886	(+) Outros Resultados/Resultado da equivalência Patrimonial
B2W Varejo	415	ND	310	(+) Outras Receitas (Despesas) Operacionais
Bmfbovespa	1.173	ND	1.382	(+) Imposto relacionado aos dividendos recebidos do CME Group (-) Equivalência patrimonial
CCR SA	2.933	ND	2.713	(+) Provisão de Manutenção (+) Despesas Antecipadas
Copel	1.856	ND	1.912	(-) Resultado da equivalência patrimonial
Copasa	1.065	1.065	1.051	(+) Outras receitas (despesas) líquidas
Sid Nacional	ND	6.468	6.705	(-) Outras operacionais
Cyrela Realt	852	1.090	743	(+) Honorários de Administração
Duratex	839	850	1.007	(+) Parcela da Exaustão do Ativo Biológico (-) Variação do Valor Justo do Ativo Biológico (-) Benefício a Empregados
Even	359	ND	312	(+) Despesas Apropriadas ao Custo
Fibria	2.582	1.981	2.458	(+) Provisão de créditos duvidosos (+) Provisões para perdas sobre créditos de ICMS (+) Quitação da Reserva Matemática - Plano de Pensão ARUS (-) Valor justo de ativos biológicos (-) Baixa de Imobilizado (-) Resultado de alienação de ativos
Lojas Renner	592	ND	573	(+) Plano de Opção de Compra de Ações (+) Resultado de Baixas de Ativos Fixos
MRV	1.045	ND	912	(+) Encargos financeiros incluídos no CMV
OSX Brasil	(50)	ND	(112)	(+) Despesas com opções de ações outorgadas
P.Acucar-Cbd	3.042	ND	2.844	(+) Resultado não Recorrente (+) Resultado da Equivalência Patrimonial (-) Resultado com Ativo Permanente
Usiminas	ND	1.263	1.425	(-) Outras adições / exclusões

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).

Nem todas as empresas, que divulgaram o EBITDA, demonstraram a metodologia de cálculo utilizada, sendo assim em 19 empresas não foi possível especificar o item que causou a não conformidade.

Na análise de quais itens foram os mais frequentes, as "Outras Receitas (Despesas)" foram adicionadas/excluídas pelas empresas B2W Varejo, Copada, Siderúrgica Nacional e Usiminas, e novamente o "Resultado da Equivalência Patrimonial" foi adicionado/excluído pelas empresas BRF Foods, BM&FBovespa e Copel.

No ano 2012 foram encontradas 26 empresas em desacordo com a norma.

### Quadro 13 - Empresas em não conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2012

(Em milhões R\$)

Companhia	EBITDA divulgado	EBITDA Ajustado divulgado	EBITDA CVM Calculado	Variação	(+) Adições/(-) Exclusões ao EBITDA divulgado
Anhanguera	321	ND	280	14,64%	ND [1]
Brookfield	83	ND	- 102	181,37%	(+) Juros capitalizados em custos operacionais + AVP
BRF Foods	2.348	2.680	2.354	-0,25%	(-) Atribuído a Sócios Não Controladores
Br Propert	2.267	558	2.277	-0,44%	(-) Participações dos não controladores
Dasa	407	ND	396	2,78%	ND
Duratex	1.021	1.005	1.370	-25,47%	ND
Embraer	ND	1.766	1.911	-7,59%	ND
Even	424	ND	335	26,57%	(+) Despesas Apropriadas ao Custo
Gafisa	ND	470	259	81,47%	ND
Hypermarcas	ND	865	843	2,61%	ND
Klabin S/A	1.352	1.352	1.872	-27,78%	ND
Kroton	357	387	328	8,84%	(+) juros e mora sobre mensalidades em atraso
Lojas Americ	1.488	1.572	1.504	-1,06%	(+) Operações Descontinuadas (-) Outras Receitas (Despesas) Operacionais* (-) Participação Estatutária
Mmx Miner	48	ND	(170)	128,24%	ND
Marfrig	2.134	ND	2.233	-4,43%	(-) Equivalência de não controladas (-) Efeito das Operações Descontinuadas
MRV	812	ND	669	21,38%	(+) Encargos financeiros incluídos no CMV
Odontoprev	ND	227	231	-1,73%	ND
OGX Petroleo	ND	(343)	(1.051)	67,36%	ND
OSX Brasil	40	ND	20	100,00%	ND
P.Acucar-Cbd	3.668	ND	3.703	-0,95%	ND
Qualicorp	ND	317	240	32,08%	ND
Randon Part	286	ND	280	2,14%	ND
Sabesp	ND	3.605	3.585	0,56%	ND
Tecnisa	(136)	5	(143)	-4,90%	(+) Stock options
Tran Paulist	1.471	ND	1.442	2,01%	ND
V-Agro	161	ND	38	323,68%	ND

Nota [1] ND - Não Demonstrou o Cálculo

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados coletados nas DFP (2013).

As empresas que apresentaram o valor do EBITDA divergente em 2012 totalizaram em 26, ou seja, 30,95% das empresas não cumpriram a normatização. Dessas 26 empresas, em 9 pode-se identificar o motivo da divergência.

Como mostra o Quadro 13 - Empresas em não conformidade com a Instrução CVM nº 527 em 2012, em 26 companhias verificou-se que, na média, as empresas em não conformidade apresentaram um EBITDA 35% maior do que o estabelecido pela CVM.

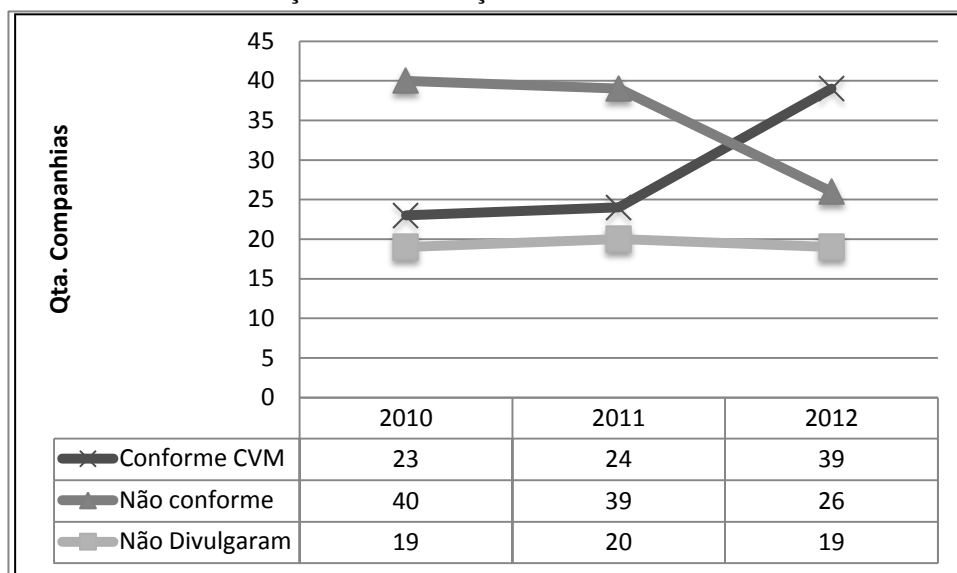
A V-Agro calculou o EBITDA 323,68% maior que o indicador calculado segundo a CVM, seguido pela *Brookfield* com 181,37% e da MMX Mineração com 128,24%. Dentre as 3 com maiores variações, somente foi possível identificar o motivo da divergência pela empresa *Brookfield*, a qual adicionou "Juros capitalizados em custos operacionais + AVP", entretanto não explicou o motivo de tal adição.

Na análise de 2010, 2011 e 2012, as empresas BRF *Foods*, *Even* e MRV demonstraram não conformidades com o EBITDA normatizado. A BRF *Foods*, nos 2 primeiros anos adicionou ao cálculo do EBITDA "Outros Resultados/Resultado da equiv. Patrimonial", e em 2012, após regulamentação da CVM, excluiu "Participações dos não controladores".

A empresa *Even* nos 3 anos adicionou "Despesas Apropriadas ao Custo" e a MRV também nos 3 anos analisados, adicionou ao cálculo do indicador "Encargos financeiros incluídos no CMV".

Foram encontrados 5 sobrenomes, nos 3 períodos analisados, "EBITDAH", "normalizado", "recorrente", "Pro forma" e "EBITDAX".

Gráfico 2 - Evolução da Evidenciação do EBITDA



Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Nos anos de 2010 e 2011, menos da metade, dentre as empresas que divulgaram o EBITDA, apresentaram conformidades com a metodologia de cálculo da instituição (23 em 2010 e 24 em 2011).

Após a normatização pela CVM, a maioria (39), dentre as empresas que divulgaram o EBITDA, apresentaram conformidades com a metodologia de cálculo da instituição, isto é, a padronização trouxe um aumento significativo em relação à aderência aos critérios estabelecidos.

A norma deixa claro em seu art. 1º que "esta Instrução rege a divulgação voluntária", não obrigatória. Entretanto 26 companhias (30,95%) escolheram por divulgar o EBITDA em desacordo, ao invés de não divulgá-lo.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A maioria das empresas que compõem o IBrX - Índice Brasil divulgaram o EBITDA (75,00% em 2010, 75,00% em 2011 e 77,38% em 2012).

No Brasil, a porcentagem de empresas que divulgaram o EBITDA se mostrou consideravelmente mais elevada do que em países Europeus, onde o EBITDA é amplamente utilizado segundo Nichols, Street e Cereola (2012), após examinarem 326 empresas, que compõem o índice de 14 Bolsas de Valores Européias, chegou-se ao resultado de que a maior parte de medidas de lucratividade divulgadas são medidas não-IFRS. Destas, as mais comuns são: lucro operacional (resultado do segmento ou receitas operacionais - 180,57%), o EBIT (lucro antes de juros e impostos - 73,23%), EBT (lucro antes de impostos - 56, 18%), e o EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização - 50,16%).

Antes da normatização pela CVM menos da metade, dentre as empresas que divulgaram o EBITDA, apresentaram conformidades com a metodologia de cálculo da instituição (36,51% em 2010 e 40,68% em 2011). Após a normatização pela CVM, a maioria (60,00%), dentre as empresas que divulgaram o EBITDA, apresentaram conformidades com a metodologia de cálculo da instituição.

Em 2010 foram encontradas 17 diferenças referentes às adições/exclusões relacionadas ao cálculo do EBITDA e as mais frequentes foram "Resultado de Equivalência Patrimonial" e "Despesas não recorrentes". Em 2011 foram encontradas 25 diferenças referentes às adições/exclusões em relação ao cálculo do EBITDA e as mais frequentes encontradas foram "Resultado de Equivalência Patrimonial" e "Outras Receitas (Despesas)". Em 2012 foram encontrados 12 itens referentes às adições/exclusões ao cálculo do EBITDA, tais como: Juros capitalizados em custos operacionais + AVP; Atribuído a Sócios Não Controladores; Participações dos não controladores; Despesas Apropriadas ao Custo; Juros e mora sobre mensalidades em atraso; Operações Descontinuadas; Outras Receitas (Despesas) Operacionais; Participação Estatutária; Equivalência de não controladas; Efeito das Operações Descontinuadas; Encargos financeiros incluídos no CMV; e *Stock Options*.

A medida adotada pela CVM não objetiva criar uma melhor ou pior metodologia de cálculo para o indicador EBITDA, mas sim padronizá-lo, a padronização ajuda o usuário da informação, pois ele já sabe onde e como irá encontrar os detalhes de que pode precisar.

As empresas que gerenciam seus respectivos EBITDA, em não conformidades com a norma, mostraram números que são demasiadamente otimistas, em 2010 a média da variação foi de 8,85% e em 2011 de 4,32%. Em 2012 atingiu 35,43%, devido às companhias V-Agro, *Brookfield* e MMX Mineração apresentarem variações de 323,68%, 181,37% e 128,24% positivas, respectivamente. Fica evidente o gerenciamento agressivo do indicador para favorecer o resultado. Essas variações podem distorcer as análises dos usuários externos e consequentemente as decisões baseadas nelas.

As respostas mostraram que quando não há normatização específica, a maioria das empresas não cumprem as recomendações da CVM. Por outro lado, após a edição da norma, a maioria das empresas apresentou o EBITDA conforme determinado pela CVM. Contudo, a partir da definição de uma norma, todas as empresas que escolheram por divulgar o EBITDA, deveriam divulgá-lo em conformidade com os critérios estabelecidos. Visto que, não existem sanções ou punições, foi observado que algumas empresas continuam a gerenciar o indicador, adicionando ou excluindo itens ao cálculo do EBITDA conforme critérios individuais.

## 6. REFERÊNCIAS

- ACHLEITNER, Ann-kristin; BRAUN, Reiner; ENGEL, Nico. *Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe and North America*. **Review Of Financial Economics**, p. 146-161. 2011.
- ALLEE, Kristian D.; BHATTACHARYA, Nilabhra; BLACK, Ervin L. CHRISTENSEN, Theodore E.. *Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data*. **Accounting, Organizations And Society**, p. 201-222. 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 319 p.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Índice Brasil - IBrX**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBrX&Idioma=pt-br>> Acesso em: 18 nov. 2012.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 527, de 04 de outubro de 2012**. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR.. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 17 de outubro de 2012.
- **Ofício-circular n.º 01**, 25 de fevereiro de 2005. Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01-2005.asp>>. Acesso em: 18 nov. 2012.
  - **Ofício-circular n.º 01**, de 14 de fevereiro de 2007. Orientações sobre normas contábeis pelas companhias abertas. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01\\_2007.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp)>. Acesso em: 18 nov. 2012.
  - **Ofício-circular n.º 01**, de 14 de março de 2008. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/Port/Atos/Oficios/OF-CVM-SEP-01-2008.asp>>. Acesso em: 18 nov. 2012.
  - **Ofício-circular n.º 01**, de 19 de janeiro de 2010. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e estrangeiras. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Of%C3%ADcio-Circular%2001-10.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2012.
- DIAZ, Fábio Paniza. **EBITDA: Uma Visão Crítica**. São Paulo: EAESP/FGV, 2002. 33 p.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo (SP): Atlas, 2010. 184p
- GODWIN, Norman. H.; JONES, Jefferson. P. *Does EBITDA adequately measure operating cash flow?* **Journal of Accounting and Finance Research**, p 25-32. 2002.
- GOULD, Stathis. "Rough guide: earnings before interest, taxation, depreciation and amortisation (EBITDA) is a convenient indicator of a company's financial performance. Stathis Gould explains why this measure, which is becoming increasingly popular with businesses and investors alike, has its flaws and should be treated with care. (Finance Reporting)." **Financial Management [UK]** Apr. 2002: 30+. *Academic OneFile*. Web. 12 may 2013.
- Governo garante luz mais barata e mantém tarifa social:** Redução para consumo residencial é de 18 por cento; para indústria, até 32 por cento. Ministério de Minas e Energia. Disponível em: <<http://www.mme.gov.br/mme/menu/concessoes.html>>. Acesso em: 04 jun. 2013.

- GREENBERG, H. EBITDA: *never trust anything that you can't pronounce*. *Fortune*, New York, n.137, p.192-194, 1998.
- LA MERCED, Michael J. De. *Groupon Drops a Criticized Accounting Measure*. *NY Times*, aug 2011.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARQUES, Ana. *Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases*. *The British Accounting Review*, p. 119-131. 2010.
- MATARAZZO, Dante C. (Dante Carmine). **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed São Paulo (SP): Atlas, 2010. 372p.
- MERCHANT, Kenneth A.; SANDINO, Tatiana. *Four Options for Measuring Value Creation: Strategies for managers to avoid potential flaws in accounting measures of performance*. *Journal Of Accountancy: Business & Industry*, p. 34-37. 2009.
- NICHOLS, Nancy B.; STREET, Donna L.; CEREOLA, Sandra J. *An analysis of the impact of adopting IFRS 8 on the segment disclosures of European blue chip companies*. *Journal Of International Accounting, Auditing And Taxation*, p. 79-105. 2012.
- Resenha Energética Brasileira: Exercício de 2012**. Ministério de Minas e Energia. Disponível em: <[http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/publicacoes/BEN/3\\_-\\_Resenha\\_Energetica/1\\_-\\_Resenha\\_Energetica.pdf](http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/publicacoes/BEN/3_-_Resenha_Energetica/1_-_Resenha_Energetica.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2013.
- SANTANA, Luciene; LIMA, Franciane Gonçalves. EBITDA: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE E INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2004.
- SARAIVA, Alessandra; RAGAZZI, Ana Paula. CVM edita instrução com parâmetros para cálculo do Ebitda e Ebit. **Valor**, 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2855648/cvm-edita-instrucao-com-parametros-para-calculo-do-ebitda-e-ebit>>. Acesso em: 12 jun. 2013.
- STUMPP, Pamela M. *Putting EBITDA In Perspective: Ten Critical Failings of EBITDA As The Principal Determinant Of Cash Flow*. *Moody's Investor Service –Global Credit Research*, New York: Jun/2000.
- TORRES, Fernando e RAGAZZI, Ana Paula. Ajuste Bilionário. **Valor**, 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/impreso/eu-investimentos/ajuste-bilionario>>. Acesso em 28 abr. 2013.
- VASCONCELOS, Yamura Lúcia. EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n. 136, p. 38-47, jul/ago. 2002.