



*Associação dos Analistas e Profissionais de  
Investimento do Mercado de Capitais*

*Membro da Association of Certified  
International Investment Analysts - ACIIA*

---

# **O ANALISTA E A CONVERGÊNCIA DE NORMAS CONTÁBEIS**

---

Reginaldo Alexandre

**SET 2007**

O mercado brasileiro de capitais vem passando por modificações estruturais nos últimos anos

Tem havido um notável avanço da legislação e das normas que regulam o mercado, ao lado de uma crescente participação do investidor estrangeiro

Esses fatores, entre outros, já vêm impondo às companhias abertas a necessidade de disponibilizar demonstrações contábeis seguindo as normas do US GAAP ou IFRS

## Investidor estrangeiro movimentou, atualmente, mais de um terço do volume da Bovespa

Período: Julho de 2007

Tipos de Investidores	Total		
	R\$ Mil	C(%)	V(%)
Pessoa Física	47.337.833	11,67	11,75
- Inv Individuais	40.916.742	10,07	10,18
- Clubes de Inv	6.421.091	1,61	1,57
Institucional	58.654.718	15,35	13,68
Inves. Estrangeiro	71.772.142	16,96	18,56
Emp. Priv/Publ.	4.184.096	1,37	0,7
Instit. Financeiras	19.141.967	4,24	5,23
Outros	965.391	0,41	0,07
Total	202.056.147	100	-

Fonte: Bovespa

### Obs:

1 - Considerada a soma dos volumes de compra e venda.

2 - C (%) Participação percentual das compras de cada tipo de investidor.

ADRs brasileiros são os mais negociados entre os listados para negociação nos Estados Unidos

## ADRs mais Negociados nas Bolsas Norte-Americanas\*

País	Volume Negociado de Jan. a Jun/07 (US\$ milhões)
Brasil	198.529
Reino Unido	148.364
China	141.727
México	80.457
França	60.883
Holanda	48.675
Alemanha	39.376
Finlândia	36.269
Japão	31.685
Taiwan	31.639

Fonte: dados compilados pelo autor a partir de informações primárias do **The Bank of New York**

(\*) ADRs negociados na Bolsa de Nova York (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) e Nasdaq

Consolidando-se os volumes médios diários da Bovespa (cerca de US\$2 bilhões) e do mercado de ADRs (perto de US\$1,7 bilhão), chega-se à conclusão de que:

**O investidor estrangeiro é responsável por cerca de dois terços dos negócios com ações de companhias brasileiras.**

Em vista dessa realidade, muitas companhias abertas brasileiras já disponibilizam demonstrações contábeis segundo as normas do US GAAP e/ou IFRS.

Investidor estrangeiro também tem tido papel preponderante nas ofertas públicas de ações de empresas brasileiras

Evolução de Ofertas Públicas de Ações de Companhias Brasileiras – R\$ Milhões

	<b>VOLUME TOTAL DA OFERTA</b>	<b>ESTRANGEIROS NA OFERTA LOCAL</b>	<b>OFERTA INTERNACIONAL</b>	<b>TOTAL DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS</b>	<b>PARTICIPAÇÃO DOS ESTRANGEIROS</b>
<b>2004</b>	<b>8.805</b>	<b>3.284</b>	<b>2.809</b>	<b>6.093</b>	<b>69%</b>
<b>2005</b>	<b>13.936</b>	<b>6.673</b>	<b>3.021</b>	<b>9.694</b>	<b>70%</b>
<b>2006</b>	<b>28.502</b>	<b>17.952</b>	<b>1.159</b>	<b>19.112</b>	<b>67%</b>
<b>2007*</b>	<b>38.923</b>	<b>25.709</b>	<b>2.818</b>	<b>28.527</b>	<b>73%</b>

Fonte: Bovespa

(\*) Até 29/08.



**Associação dos Analistas e Profissionais de  
Investimento do Mercado de Capitais**  
*Membro da Association of Certified  
International Investment Analysts - ACIIA*

As distribuições públicas de ações, em sua quase totalidade, têm sido feitas ao abrigo do Novo Mercado ou, pelo menos, do Nível II de Governança Corporativa da Bovespa

As companhias listadas no Novo Mercado ou no Nível II são obrigadas a disponibilizar demonstrações contábeis de acordo com as normas do US GAAP ou IFRS

A crescente inserção internacional do mercado brasileiro de capitais impõe a necessidade de adequação das normas contábeis brasileiras às internacionais

Essa adequação evitaria que uma mesma realidade fosse expressa por duas representações contábeis (uma segundo as normas brasileiras e outra de acordo com as normas americanas ou internacionais) muito distintas entre si

## Diferenças entre Padrões Contábeis Podem ser Expressivas

### CVRD - Indicadores Financeiros Consolidados Selecionados

R GAAP	R\$ milhões		US GAAP	US\$ milhões	
	1T07	2T07		1T07	2T07
Receita Líquida	16.249	17.809	Receita Líquida	7.489	8.692
EBIT	8.080	9.194	EBIT	2.702	4.379
Margem EBIT (%)	49,7	51,6	Margem EBIT (%)	36,1	50,0
EBITDA	8.936	10.255	EBITDA	3.184	5.057
Lucro Líquido	5.095	5.842	Lucro Líquido	2.217	4.095
Margem Líquida (%)	31,4	32,8	Margem Líquida (%)	29,6	47,0
Lucro por ação (R\$)	2,11	2,42	Lucro por ação (US\$)	0,92	1,69
ROE Anualizado (%)	37,0	34,4	ROE (%)	34,3	33,7

A record quarter, as expected. Driven mainly by record prices of its main products, iron ore and nickel, **CVRD** posted its best quarterly performance ever, with EBITDA reaching \$5.2B in the period, up 23% from 1Q07, but 12% below our estimates, as we expected higher nickel volumes.

**US GAAP**

**EBITDA was better than expected and above R\$10bn per quarter.** CVRD reported its 2Q07 results yesterday with a record EBITDA of R\$10.25bn, +99.3% YoY, +14.8%QoQ and 7.5% above our estimates. Net profits stood at R\$5,842mn, +49.6% YoY, +14.7% QoQ and 4.1% above our estimates. Results were good, above our estimates and with good earnings quality.

**BR GAAP**



*Associação dos Analistas e Profissionais de  
Investimento do Mercado de Capitais  
Membro da Association of Certified  
International Investment Analysts - ACIIA*

### **Despite miss vs our aggressive estimates, in line with street**

CVRD reported US\$1.69, exactly in line with our estimate, while normalized earnings (which exclude non-cash FX gains) were US\$1.43/ADR and ahead of Bloomberg consensus of US\$1.25. Disappointingly, cost inflation more-than-offset 2Q07's price hikes, but this bodes well for CVRD taking a stronger stance on 2008 iron ore negotiations (DB +15% est. appears low). The market should be pleased with numbers as, despite the miss vs our US\$5.2-5.5bn estimate, US\$5bn of EBITDA was in line with consensus. We re-iterate our Buy and US\$60/ADR PT.

**US GAAP**

**L & P Consolidado  
(R\$ Milhões):**

	2T07	Mercado
Receita Bruta	18,196.0	-
Receita líquida	17,809.0	17,635.0
LAJIDA	10,225.0	9,635.0
Mg. LAJIDA (%)	57.4%	54.6%
Lucro líquido	5,842.0	5,961.0

**BR GAAP**

**The numbers.** CVRD reported net revenues of US\$8.692bn (in line with our estimate) and 15% higher q/q. Ebitda came in at US\$5.057bn (in line), up 58% q/q. Net income amounted to US\$4.095bn, impacted by the sale of assets (non-recurring items): Usiminas and Log-In Logística (+ US\$457mn and US\$217mn, respectively) .

**US GAAP**

**US GAAP**

## CVRD – 2Q Results Variance Analysis

	2Q06a	1Q07a	2Q07a	2Q07e
Iron Ore & Pellet Sales (m tons)	67.6	66.6	73.1	73.0
Nickel Sales (k tons)	70.8	71.0	69.0	71.3
<b>\$m, except EPADR</b>				
Revenues	4,145	7,489	8,692	8,700
Operating Profit	1,872	2,702	4,379	4,394
Adjusted EBITDA	2,077	4,078	4,982	4,858
EBITDA Margin	50%	54%	57%	56%
Taxes	238	642	1,396	1,319
Net Income	1,879	2,217	4,095	4,128
Reported EPADR	0.77	0.92	1.69	1.71
Normalized EPADR	0.68	1.19	1.53	1.62
Effective Tax Rate	12%	22%	25%	24%

Não há um padrão definido; há casos em que o analista privilegia as demonstrações em BR GAAP (base de dividendos

### Grendene - Indicadores Financeiros Consolidados Seleccionados

Consolidado				
	Patrimônio Líquido		Demonstração do Resultado	
	30/06/07	31/12/06	1S07	1S06
<b>BR GAAP</b>	1.057.701	979.029	32.605	42.054
Depreciação	30.552	34.842	(4.290)	799
Impostos diferidos	(10.388)	(11.846)	1.458	(272)
Ajuste por diferença prática:				
Incentivos fiscais	-	-	46.067	41.213
Dividendos	-	48.261	-	-
<b>IFRS</b>	1.077.865	1.050.286	75.840	83.794

<b>L &amp; P Consolidado (R\$ Milhões):</b>	<b>2T07</b>	<b>2T07P</b>
Receita líquida	198,8	198,0
LAJIDA (*)	34,5	37,6
Mg. LAJIDA (%)	17,4%	19,0%
Lucro líquido (*)	31,2	30,0

**BR GAAP**

## Higher selling expenses squeeze EBITDA margin.

**Grendene**'s net revenues came in at R\$198.8mn, 3.7% lower than our estimate and 0.8% higher YoY. Adjusted EBITDA reached R\$34.5mn, a decrease of 9.7% compared to 2Q06 and 10.9 lower than our estimates. ... Adjusted net income came in at R\$31.2mn, with a net margin of 15.7%. Excluding non-recurring events (R\$12mn in tax credits in 2Q06 and the return of R\$1.7mn in compulsory deposits in 2Q07), net income would have decreased 1% YoY.

BR GAAP

# CPFL ENERGIA ANUNCIA LUCRO LÍQUIDO DE R\$ 369 MILHÕES NO 2T07

INDICADORES (R\$ Milhões)	2T07	2T06	Var.	1S07	1S06	Var.
Energia Vendida - GWh	11.016	9.939	10,8%	21.384	19.900	7,5%
Receita Operacional Bruta	3.410	2.938	16,1%	6.751	5.727	17,9%
Receita Operacional Líquida	2.224	1.882	18,2%	4.377	3.704	18,2%
EBITDA	814	659	23,5%	1.683	1.313	28,2%
Margem EBITDA	36,6%	35,0%	-	38,4%	35,5%	-
Lucro Líquido	369	305	20,9%	842	612	37,6%
Lucro Líquido por Ação - R\$	0,77	0,64	20,9%	1,76	1,28	37,6%
Investimentos	312	219	42,6%	549	363	51,5%

## Vibrant Q2 beats estimates led by benefits of volumes/acqs.

**CPFL** reported vibrant Q2 net income of R\$369 mn (R\$0.77/sh. or US\$0.39/ADR) ahead our estimate of R\$342 mn (R\$0.71/sh. or US\$0.36/ADR) and well above last year's R\$305 mn.

BR GAAP

**Good operating results with all-time-high dividends, although bottom line came in below estimate. CPFL** reported its quarterly results yesterday after market close. The company posted net revenues of R\$2,224mn in 2Q07 (up 18% YoY and 3% below our preview), EBITDA of R\$814mn (up 24% YoY and 4% below our preview), and net income of R\$369mn (up 21% YoY and 19% below estimate).

**BR GAAP**

BR GAAP

**Impact on Our Views:** CPFL posted solid results but with no major surprises: R\$ 0.77 EPS were in line with ours (R\$ 0.79) and consensus estimates but we believe stock should trade up due to interim dividend announcement, R\$ 1.75 DPS, 4.8% yield, in line with expectations. EBITDA came in at R\$801Mln, R\$8Mln lower q-o-q, 22% higher y-o-y and 8% higher than our forecasts due to a combination of slightly higher revenues and slightly lower costs.

## A diferença pode estar onde menos se espera: cálculo do lucro por ação

De acordo com os BR GAAP, o lucro líquido ou prejuízo por ação é calculado com base na quantidade de ações em circulação na data do balanço

Em conformidade com os US GAAP, se as ações têm diferentes direitos de votação e liquidação, o lucro líquido por ação básico e diluído deve ser calculado por classe de ação (SFAS 128)

**Braskem:** lucro por ação conforme os US GAAP (2006, valores em milhões)

	Ações			Total
	Ordinárias	Pref. A	Pref. B	
Dividendo mínimo	15,5	145,6	0,5	161,6
Quantidade de ações	122,4	248,3	0,8	371,5
Lucro básico e diluído por lote de mil ações (R\$)	0,30	0,55	0,63	

## Fluxo de Caixa

Demonstração ainda não é exigida pela legislação brasileira

Não há, até o momento, parâmetros definidos localmente para balizar a elaboração da demonstração dos fluxos de caixa

Um número crescente de companhias têm publicado demonstrações de fluxos de caixa, em geral com base nos US GAAP ou IFRS



*Associação dos Analistas e Profissionais de  
Investimento do Mercado de Capitais  
Membro da Association of Certified  
International Investment Analysts - ACIIA*

## Dividendos a pagar da Eletrobrás: dívida ou patrimônio líquido

Os ADRs da Eletrobrás deverão brevemente ser listados para negociação no mercado norte-americano

As demonstrações contábeis da companhia em US GAAP deverão apresentar, pelo menos, uma notável diferença em relação aos demonstrativos em BR GAAP

A questão envolve uma reserva especial para dividendos declarados mas ainda não distribuídos a acionistas detentores de ações ordinárias - no valor de nada menos do que R\$7,9 bilhões (cerca de US\$4 bilhões)

Esse montante deverá aparecer, como atualmente, no patrimônio líquido nos demonstrativos de acordo com os BR GAAP e como dívida, no passivo exigível, nas demonstrações em US GAAP



*Associação dos Analistas e Profissionais de  
Investimento do Mercado de Capitais  
Membro da Association of Certified  
International Investment Analysts - ACIIA*

O analista de investimentos é um aliado de primeira hora da convergência das normas contábeis

Normas contábeis convergentes aumentariam a confiabilidade e a comparabilidade das demonstrações contábeis, facilitando e contribuindo para tornar mais acurado o trabalho do analista

A Instrução CVM 457, que torna obrigatória às companhias brasileiras a publicação de demonstrações financeiras consolidadas pela norma internacional a partir de 2010, é muito bem-vinda!



**Associação dos Analistas e Profissionais de  
Investimento do Mercado de Capitais**  
*Membro da Association of Certified  
International Investment Analysts - ACIIA*

---

Muito Obrigado!

[reginaldo.alexandre@apimecsp.com.br](mailto:reginaldo.alexandre@apimecsp.com.br)