

# O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa e o Fluxo de Caixa Livre para os Sócios



- ✓ Principais diferenças
- ✓ Como utilizar
- ✓ Vantagens e desvantagens

## Francisco Cavalcante ([francisco@fcavalcante.com.br](mailto:francisco@fcavalcante.com.br))

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- Desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

# ÍNDICE

1- APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ..... 3

## 1- Apresentação e Desenvolvimento

Há essencialmente dois caminhos para se avaliar uma empresa pelo método do FCD (Fluxo de Caixa Descontado): um é avaliar a participação do acionista no negócio (*equity valuation*), outro é avaliar a empresa como um todo (*firm valuation*), que inclui além da participação acionária (capital próprio), a participação dos demais detentores de direitos financeiros na empresa (capital de terceiros). Embora as duas abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e as taxas de desconto são diferentes.

No primeiro caso, o valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa dos sócios (*cashflow to equity*), ou seja, os fluxos de caixa residuais após dedução de todas as despesas e pagamentos de juros e principal, descontados pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio.

No segundo caso, o valor da empresa é obtido descontando-se fluxos de caixa esperados para a empresa (*cashflow to firm*), ou seja, os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, pelo custo médio ponderado de capital. Considerando que esta segunda forma é a mais utilizada pelo mercado financeiro, este capítulo foca a descrição e análise do fluxo de caixa livre para a empresa.

O valor presente do fluxo de caixa livre para a empresa é obtido com base na série de recebimentos ( $FCLE_t$ ) que compõe o fluxo e no custo médio ponderado de capital (CMPC), segundo as equações do Objeto 1.

Objeto 1 – Valor presente do fluxo de caixa livre da empresa

$$VP(FCLE) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE_t}{(1+CMPC)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLE) = \frac{FCLE}{CMPC}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLE_t = FCLE \quad \forall t$$

O exemplo é o de uma empresa capaz de gerar um fluxo de caixa livre anual de \$ 9 milhões, homogêneo e perpétuo. Este fluxo de caixa livre da empresa é o calculado antes de quaisquer efeitos de empréstimos ou financiamentos, como se a firma fosse financiada exclusivamente por capital próprio.

Entretanto, no exemplo o capital é fornecido tanto pelos acionistas como por credores, em proporções iguais. Se os acionistas demandarem uma remuneração de 20% a.a. e os credores receberem juros de, após os efeitos tributários, 10% a.a., a média do custo do capital de ambas as fontes será de 15% a.a. [= 0,10 x ½ + 0,20 x ½].

O FCLE separa o fluxo de caixa (FC) das operações do fluxo de caixa da dívida financeira. Este isolamento proporciona aos credores uma estimativa do FC disponível para remunerá-los. Como ambos são fontes de financiamento para a Empresa, nada mais justo que o valor da entidade seja determinado pelo FCLE descontado por uma taxa ponderada entre o retorno exigido dos acionistas e dos credores – o custo médio ponderado de capital. Oferecendo um fluxo de caixa de \$ 9 milhões anuais para uma cesta de investidores que exige, na média uma remuneração de 15% a.a., a empresa vale \$ 60 milhões [= 9.000.000 / 0,15].

Pela abordagem do FCLE, o que se determina é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza em decorrência de suas características operacionais – independente de suas fontes de financiamento. Para determinar o valor do negócio para o acionista, pelo VP do FCLE deve-se deduzir a dívida existente na data-base da avaliação. Como, no exemplo, metade deste valor é devida aos credores, resta apenas a outra metade para os acionistas, ou seja, \$ 30 milhões [= 60.000.000 x ½].

A segunda abordagem, O valor da empresa para os sócios também pode ser calculado diretamente, sem necessidade de se conhecer primeiro o da empresa. Para tanto, calcula-se o valor presente do fluxo de caixa livre para os sócios ( $FCLS_t$ ), utilizando o custo de capital próprio (CCP) como no Objeto 2.

Objeto 2 – Valor presente do fluxo de caixa livre dos sócios

$$VP(FCLS) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLS_t}{(1+CCP)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLS) = \frac{FCLS}{CCP}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLS_t = FCLS \forall t$$

No mesmo exemplo, a empresa tem uma dívida de \$ 30 milhões, pagando juros após tributos de 10% a.a., portanto de \$ 3 milhões anuais. Como o fluxo de caixa livre da empresa é de \$ 9 milhões, resta aos acionistas um fluxo de caixa esperado de \$ 6 milhões anuais [= 9.000.000 – 3.000.000].

Como os acionistas esperam receber uma remuneração de 20% a.a., a sua participação no capital da empresas será de \$ 30 milhões [=  $6.000.000 / 0,20$ ]. É o mesmo resultado!

O uso do FCLE tem algumas vantagens notáveis sobre o do FCLS:

- É mais fácil o FCLA se mostrar negativo do que o FCLE, principalmente quando as despesas financeiras são altas. Mesmo assim, a empresa pode ter valor.

As empresas muito endividadas poderão ter FCLA negativo, causado pela elevada taxa de juros. Neste caso, a solução é a recapitalização da empresa, que pode ser feita por um novo sócio. O valor da empresa pode ser suficiente para se pagar a dívida e ainda sobrar uma bela quantia para os sócios atuais.

É importante ressaltar que empresas que apresentem valor negativo quando calculado pelo método do fluxo de caixa, podem ser avaliadas pelo valor de liquidação de tais ativos. Possivelmente o valor para os sócios seja maior se ele proceder à venda separada dos ativos da empresa do que se a carregar gerando prejuízos.

- O FCLE oferece um melhor entendimento do desempenho operacional da empresa e de cada unidade de negócio separadamente. Isto é importante para a venda ou compra de partes da empresa, como produtos e regionais, que têm valor de per si, independentemente de como a empresa como um todo é financiada.
- O custo de capital relevante ao cálculo do valor é o médio do mercado e não o específico da empresa. Portanto, quando a empresa contempla mudar sua estrutura de capital, os dispêndios com os

juros projetados não influenciam a determinação do valor pelo método do FCLE.

- A previsão a médio prazo de dispêndio com juros, amortizações de dívidas e a projeção de novos empréstimos pode ser de difícil realização, implicando numa facilidade maior no cálculo do valor pelo FCLE.