

AS PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE O LUCRO LÍQUIDO E O FLUXO DE CAIXA



- ✓ Principais diferenças
- ✓ Diferentes visões do lucro operacional
- ✓ Separação entre as operações o financiamento.

Francisco Cavalcante (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 |
| 2 – SEPARAÇÃO ENTRE AS OPERAÇÕES E O FINANCIAMENTO | 5 |

1- Apresentação e Desenvolvimento

Empresas que possuem política de imobilizações mais agressiva e elevada necessidade de investimento operacional em giro poderão apresentar bons lucros e péssimos fluxos de caixa para os acionistas (até negativos). Como alguns modelos antigos de avaliação de empresas utilizavam o lucro líquido em vez do fluxo de caixa, é importante salientar as principais diferenças entre ambos:

- ◆ Ativos diferidos
- ◆ Depreciação e itens monetários e não financeiros
- ◆ Diferenças temporais entre a venda e o recebimento, o custo e o pagamento, a venda e o recebimento;
- ◆ Emissão ou recompra de ações
- ◆ Fundos de pensão
- ◆ Inadimplência
- ◆ Investimento em controladas e coligadas e participações minoritárias
- ◆ Investimento em intangíveis e outros ativos
- ◆ IR diferido
- ◆ Necessidade de investimentos em giro e em imobilizados
- ◆ Operações de leasing
- ◆ Pagamento de juros e variações nas dívidas financeiras
- ◆ Provisões para devedores duvidosos e outras provisões
- ◆ Receitas e despesas financeiras – podem ser reconhecidos e não recebidos
- ◆ Receitas e despesas não operacionais
- ◆ Reversão de provisões

Em termos gerais, há boas razões para se preferir o uso do fluxo de caixa sobre o lucro. Motivos como os da relação a seguir, justificam a preferência dos investidores em analisar projeções de fluxos de caixa, ao invés de fluxos de lucros. Todavia, fluxos de caixa e de lucro se "encontram" ao longo do tempo. Nenhum projeto será excelente sob a perspectiva do caixa e muito ruim do ponto de vista de lucro. O inverso também é verdadeiro.

- Em tese, o fluxo de caixa projetado sistematicamente positivo, considerando inclusive o pagamento do serviço da dívida, poderá ser pago para o acionista na forma de dividendos.
- Bons projetos tendem a mostrar excedentes de caixa sistematicamente positivos. Eventuais déficits são de valores toleráveis e frequência baixa.
- Um fluxo de lucros projetados poderia esconder um déficit de caixa provocado pela necessidade de um reinvestimento e pela necessidade de investimento em capital de giro.
- Fluxos de caixa positivos indicam recursos disponibilizados para a empresa e para os acionistas. Inversamente, fluxos de caixa negativos apontam a necessidade de aporte de novos capitais.
- Na verdade, não importa se o caixa do projeto será pago ou não para o acionista na forma de dividendos. O que importa é que o caixa ficará à disposição da empresa, ou seja, ela terá o poder de decidir o que fazer com o dinheiro, distribuir ou aplicar em projetos que teoricamente vão render mais para os sócios do que se estes aplicarem seus recursos em outras alternativas.

2 – Separação entre as Operações e o Financiamento

Se a separação entre o que é operacional e financeiro na empresa é tão importante, alguma conceituação deve ser fornecida. Neste item, são apresentadas três visões distintas do lucro operacional. Adicionalmente, há uma visão do fluxo de caixa operacional após o efeito dos tributos.

O Objeto 1 mostra uma visão do conceito de lucro operacional segundo a legislação societária. Deve-se notar que, no conceito da legislação societária brasileira, os juros pagos pela empresa são descontados quando do cálculo do lucro operacional, ou seja, são considerados de natureza operacional. Desta forma, perde-se a distinção entre os componentes operacionais e financeiros do resultado da empresa.

Uma explicação de por que tal procedimento é mantido pode residir na dificuldade de classificar a conta de correção monetária, que contém componentes tanto operacionais, associados à erosão das contas monetárias do capital de giro operacional, quanto financeiros, provenientes da redução dos juros nominais sobre aplicações e empréstimos financeiros.

Como, pela legislação societária, é difícil separar estes componentes, é lícito manter a conta de correção monetária entre as operacionais. Por coerência, e para evitar induzir à sua super-avaliação, torna-se defensável apor, entre as contas operacionais, a despesa com juros. Para simplificar, consideramos que a alíquota de IR é de 30%.

Objeto 1
Lucro Operacional segundo a Legislação Brasileira

| CONTA | VALOR |
|---------------------------------|--------------|
| Vendas | 1.000 |
| Custos | (500) |
| Depreciação | (50) |
| Despesas Operacionais | (250) |
| Juros | (100) |
| Lucro Operacional (LAIR) | 100 |
| Imposto de Renda (30%) | (30) |
| Lucro Líquido | 70 |

Já na prática norte-americana, mostrada no Objeto 2, o lucro operacional é calculado antes do efeito dos juros. Com isto, tenta-se obter uma separação entre efeitos operacionais, do investimento realizado, e financeiros, da escolha de financiamento da empresa. Esta segregação é coerente com o pensamento predominante na teoria de estrutura de capital, que preconiza a separação entre as decisões de investimento e financiamento da empresa.

Objeto 2
Lucro Operacional segundo a Prática Norte-americana

| CONTA | VALOR |
|----------------------------------|--------------|
| Vendas | 1.000 |
| Custos | (500) |
| Depreciação | (50) |
| Despesas Operacionais | (250) |
| Lucro Operacional (LAJIR) | 200 |
| Juros | (100) |
| Lucro antes de IR (LAIR) | 100 |
| Imposto de Renda (%) | (30) |
| Lucro Líquido | 70 |

Entretanto, esta segregação de resultados operacionais e financeiros não é completa, pois ignora a natureza dupla do imposto de renda. Uma visão do lucro operacional que reflete esta segregação de operações e

financiamento, inclusive quanto ao imposto de renda, é apresentada no Objeto 3.

Objeto 3

Lucro Operacional com Segregação Completa entre Operações e Financiamento

| CONTA | VALOR |
|---|--------------|
| Vendas | 1.000 |
| Custos | (500) |
| Depreciação | (50) |
| Despesas Operacionais | (250) |
| IR s/ Operações | (60) |
| Lucro Operacional após IR (NOPLAT) | 140 |
| Juros | (100) |
| IR s/ Juros (Benefício Fiscal) | 30 |
| Lucro Líquido | 70 |

Caso a empresa não tivesse qualquer dívida, o imposto de renda recairia sobre a diferença entre as vendas e os gastos operacionais, especialmente os custos, a depreciação e as despesas operacionais. Este valor é o imposto de renda sobre as operações, ajustado para uma empresa sem dívidas.

Sendo despesas, os juros reduzem o imposto de renda a pagar, em um efeito de benefício fiscal. Este benefício fiscal reduz o custo dos juros para os sócios da empresa. Deve-se notar que o imposto de renda sobre as operações, descontado do benefício fiscal dos juros, é o próprio imposto de renda calculado nas duas versões anteriores.

Um conceito complementar é o de fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE), exemplificado na Objeto 4. O conceito por trás dos cálculos é o do fluxo de caixa que a empresa fornece aos seus investidores, independentemente ou antes dos efeitos financeiros. Para tal, toma-se como ponto de partida o lucro operacional, com segregação completa entre operações e financiamento, adicionando-se e deduzindo-se a

depreciação e efeitos operacionais de caixa não incorporados no cálculo do lucro, como novos investimentos e acréscimos / reduções no capital de giro operacional da empresa.

Objeto 4

Fluxo de Caixa Livre para a Empresa e para os Sócios

| CONTA | VALOR |
|--|--------------|
| Vendas | 1.000 |
| Custos | (500) |
| Depreciação | (50) |
| Despesas Operacionais | (250) |
| IR s/ Operações | (60) |
| Lucro Operacional (após IR ajustado) | 140 |
| Depreciação | 50 |
| Imobilizações | (40) |
| Aumento do Capital de Giro | (20) |
| Fluxo de Caixa Livre para a Empresa | 130 |
| Juros | (100) |
| IR s/ Juros (Benefício Fiscal) | 30 |
| Amortizações de Empréstimos | (70) |
| Novos Empréstimos | 20 |
| Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas | 10 |

Esta é a versão que incorpora os conceitos de lucro operacional e de fluxo de caixa operacional. É importante ser notado que tanto o lucro operacional quanto o fluxo de caixa operacional já vêm descontados dos efeitos tributários decorrentes das operações.