

Estimação do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa



- ✓ Principais passos
- ✓ O efeito da depreciação
- ✓ Outros fatores que geram obrigações ou direitos para a empresa

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

1- Apresentação e Desenvolvimento

O fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE) é o montante de recursos que dela pode ser extraído sem lhe reduzir o valor. Ou seja, é o rendimento mensal ou anual que a empresa pode fornecer continuada e naturalmente aos provedores do seu capital.

O FCLE é um conceito semelhante ao do lucro, só que em regime de caixa e não de competência. A diferença mais importante é que para cálculo do fluxo de caixa não é considerada a depreciação (a não ser para a apuração dos impostos sobre o lucro real), mas em contrapartida é necessário levar em conta os investimentos reais a serem efetuados na substituição e modernização dos imobilizados que vão ficando obsoletos, desgastados ou fora de moda e as os investimentos a serem feitos no capital de giro operacional da empresa.

O processo de projetar o FCLE consiste em projetar inicialmente o lucro operacional da empresa e, a partir dele e mediante uma série de ajustes, estimar o fluxo de caixa. Este lucro operacional é o lucro que a empresa teria se não possuísse qualquer dívida, exceto talvez empréstimos de curto prazo e de pequeno valor, utilizados para cobrir desajustes de caixa provenientes da sazonalidade do negócio.

Os principais passos para estimar o FCLE estão detalhados nos itens seguintes. Inicialmente, são apresentados os tipicamente utilizados para projetar o lucro operacional:

1. **Receita bruta da empresa.** Esta é a variável mais difícil de projetar, portanto polêmica de uma avaliação. A dificuldade vem da relativa imprevisibilidade do comportamento dos mercados, que pode afetar a segurança com que são estimados volumes, preços e margens. Algumas dúvidas metodológicas são: o quanto detalhar o estudo do mercado, como projetar sazonalidade e tendência, qual a sensibilidade a fatores macroeconômicos e setoriais, que novos eventos podem trazer impactos de natureza qualitativa e até descontinuidades no comportamento dos clientes.
2. **Tributos sobre a receita.** Na época em que este estudo foi feito, os principais eram: COFINS, PIS, ISS, IPI e ICMS. A maior parte das pequenas empresas pode ainda optar pela tributação pelo Lucro Presumido ou pelo Simples, casos em que os tributos sobre a renda são simplificados para uma porcentagem da receita e a contabilidade por partidas dobradas para mero registro de caixa.
3. **Custos diretos.** Os itens mais importantes são a mercadoria (no comércio), materiais, serviços, energia e mão de obra direta (na manufatura e em serviços). Pode ser estimado pela multiplicação de quantidades e preços ou como uma porcentagem da receita. As margens costumam diferir por categoria de produto e de cliente, em função do valor efetivamente agregado a eles e da existência de alternativas.
4. **Custos indiretos.** Incluem atividades não diretamente alocáveis aos produtos ou serviços vendidos, como supervisão, engenharia de processo, manutenção, controle de qualidade, serviços de infraestrutura, aluguel / depreciação de unidades produtivas. Os custos indiretos são comumente rateados ou alocados, por vezes em mais de um estágio, aos produtos e serviços da empresa.

5. **Despesas comerciais.** São definidas no plano de marketing e são intimamente interdependentes com o volume de vendas e a margem bruta projetadas. As duas mais importantes são as despesas de promoção, como a propaganda e a promoção de vendas, e os custos variáveis da equipe, como as comissões de vendedores e representantes. Adicionalmente, podem ser aqui incluídas as despesas fixas com a equipe de vendas e marketing, pesquisas de mercado, viagens comerciais e outras relacionadas.
6. **Despesas gerais, operacionais e administrativas.** São as despesas de pessoal, de escritório, das diretorias, da controladoria, da tesouraria, de recursos humanos, de informática e todas as outras despesas relacionadas a administração da empresa. Incluem o aluguel e a depreciação dos escritórios.

É comum considerar os custos e despesas diretos como variáveis e os indiretos como fixos. Entretanto, esta identificação é apenas aproximada. Há custos diretamente alocáveis a produtos que independem do seu volume de vendas, como o aluguel de uma loja (que é direto para a loja enquanto unidade de custeio) e a manutenção de uma máquina (que é direta para o produto a que é dedicada).

Da mesma forma, os custos e despesas indiretos podem ser variáveis, como no caso das viagens comerciais (que são limitadas em tempos de baixa de vendas) e do esforço de desenvolvimento de novos produtos (usualmente arrefecido em tempos difíceis). Uma forma de discriminar o componente variável do fixo é por meio de um estudo correlacional entre despesas e receitas: o intercepto expressa o custo fixo e a inclinação o variável.

Para pequenas oscilações de volume, o custo fixo pode ser considerado efetivamente constante. Já se for projetado um aumento ou redução substancial do volume de operações, o próprio custo fixo poderá sofrer um aumento ou redução. A expressão mais precisa é custo semifixo, pois ele cresce em patamares.

7. **Lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortizações¹.** É a receita menos os custos e as despesas, sem ainda considerar a depreciação ou a amortização. Reflete a capacidade de geração de caixa operacional por parte da empresa, se ela não quiser expandir ou tiver de substituir ativos depreciados. É fortemente correlacionado com o fluxo de caixa livre da empresa.
8. **Depreciação.** É o reconhecimento do gasto que a empresa faz quando investe, só que distribuído ao longo de uma série de anos. É despesa, sem ser saída de caixa. Nos balanços publicados, em geral é apresentada como parte do custo e/ou das despesas gerais. Pode ser visualizada no demonstrativo de origens e aplicação de recursos ou no demonstrativo de fluxo de caixa.
9. **Exaustão.** Refere-se ao consumo de reservas extrativas, como minas, poços de petróleo, florestas e pesqueiros. Como a depreciação, é despesa sem saída de caixa.
10. **Amortização de ativos diferidos.** Tem interpretação análoga à depreciação e à exaustão. Não confundir com a amortização de dívidas, que não são consideradas na projeção do fluxo de caixa livre da empresa.

¹ EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*).

11. **Lucro antes dos juros e do imposto de renda**². É o EBITDA menos a depreciação e a amortização de intangíveis.
12. **Tributos sobre a renda ajustados**. Incluem o imposto de renda e a contribuição social, calculados sobre o LAJIR. Nesta fase, os tributos sobre a renda desconsideram quaisquer efeitos das dívidas, notadamente os juros pagos aos credores. Assim, o lucro operacional será exclusivamente o decorrente das operações e os tributos sobre a renda são chamados de ajustados.

No momento em que este texto foi escrito, a alíquota de IR era de 15% para lucros até R\$ 240 mil anuais e de 25% para lucros acima disto, mais uma contribuição social de 9%. Este patamar de R\$ 240 mil é nominal, não sendo atualizado desde 1994 e, provavelmente, não vindo a sê-lo tão cedo.

A projeção do IR e da CS deve contemplar a eventual existência de prejuízo fiscal anterior a ser abatido da base de cálculo de imposto de renda. Estes prejuízos anteriores reduzem até 30% do lucro de cada exercício, ficando o restante, sem correção, para os próximos. O aproveitamento de prejuízos fiscais tem sido um dos motivos de muitas fusões e aquisições de empresas e bancos no Brasil e no exterior.

Os tributos sobre a renda, o aproveitamento de prejuízos anteriores e o benefício fiscal dos juros sobre o capital próprio são calculados como se não houvesse dívidas. Posteriormente, o conjunto das alterações tributárias trazidas pelos juros será calculado e apropriado como benefício fiscal da dívida.

² EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*).

13. **Lucro operacional**³. É o LAJIR menos os tributos sobre a renda ajustados, poranto o lucro líquido que a empresa teria sem dívidas financeiras.

O ponto de partida para elaboração do fluxo de caixa é o seu lucro operacional, conforme apurado acima. Nos itens a seguir, são apresentados alguns ajustes necessários para transformá-lo no FCLE:

14. **Somar a depreciação e as amortizações de ativos diferidos.**

Como não são saída de caixa, a depreciação e as amortizações de diferidos não deveriam ter sido subtraídas na projeção de um fluxo de caixa. Por isto, são somadas de volta. O efeito líquido da depreciação e das amortizações de intangíveis são apenas a redução dos tributos sobre a renda.

15. **Descontar o investimento em ativos permanentes.** A principal conta é a de imobilizado, que inclui os imóveis, veículos, máquinas e equipamentos, instalações, dentre outros. Estes investimentos devem ser considerados na medida em que são necessários à capacidade de geração de caixa operacional projetada, nem em excesso, nem em falta.

16. **Descontar o investimento em capital de giro.** O suprimento das necessidades iniciais de estoques e contas a receber também é um investimento. Ele é parcial e espontaneamente financiado pelas contas a pagar de natureza operacional (fornecedores, salários, tributos e outras). À medida que a empresa vá crescendo, novos investimentos podem ser necessários para ampliar o seu capital de giro.

³ NOPLAT (*net operational profit less adjusted taxes*) ou NOPAT (*net operational profit less after taxes*).

17. **Fluxo de caixa livre para a empresa (FCFE).** É obtido a partir do NOPLAT, mais depreciação e amortizações, menos investimentos em ativos permanentes e em capital de giro.

Como é comum uma empresa ser formada de vários negócios, que poderiam ter vida autônoma, cada um deles é avaliado isoladamente, mesmo porque podem vir a ser vendidos para compradores diferentes. Mais tarde, se necessário, o valor das partes pode novamente ser somado para formar o todo.

Quando a empresa apresenta ativos não operacionais, como terrenos por exemplo, estes devem ser avaliados pelos seus valores de mercado, sendo que todas as despesas e receitas não operacionais devem ser desconsideradas. Uma solução em casos de fusões e aquisições, é não englobar tais ativos na aquisição da empresa, ou considerá-lo e vendê-lo pelo valor de mercado.

Da mesma forma, devem ser desconsiderados ativos financeiros não operacionais, bem como todos seus efeitos. Estes incluem juros recebidos de aplicações financeiras que sejam mantidas acima do requerido pelas operações da empresa.

Outros fatos que gerem obrigações ou direitos para a empresa e/ou seus sócios também devem ser considerados. Para não deixar qualquer item importante de fora, uma técnica é pensar em todas as características atuais da empresa que possam ser utilizadas em uma negociação para aumentar ou diminuir o seu valor. Estas obrigações ou direitos freqüentemente não são contabilizados, o que dificulta a sua identificação, sendo praticamente impossível fazer uma relação completa. Isso leva a citar apenas alguns dos mais comuns: riscos

trabalhistas, ambientais, fiscais e tributários, devidos a incorreções do passado e não reconhecidos pela empresa, mas que um dia podem voltar à tona.

De qualquer forma, recomenda-se uma auditoria prévia à entrega ou ao pagamento final para localizar estes e outros destes passivos ocultos. Esta auditoria se chama *due diligence*, e tem por objetivo identificar inconsistências nos relatórios da empresa e contingências. Quando as contingências não forem identificadas, quantificadas ou houver dúvidas se estas resultarão em desembolsos futuros para o adquirente, um procedimento muito utilizado é deixar uma parte do valor da empresa depositado em uma conta corrente. Esta conta é conhecida como *scrow account* e serve para fazer frente a tais contingências.