

# Outros Tópicos Importantes na Elaboração do Fluxo de Caixa



- ✓ O Tratamento da Remuneração do Trabalho dos Dirigentes
- ✓ Outras Contas Econômicas que não geram efeito sobre o caixa
- ✓ A Projeção dos investimentos em ativo imobilizado

## 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

### O Tratamento da Remuneração do Trabalho dos Dirigentes

Para cálculo do FCLE devem ser considerados todos os custos e despesas necessários à sua operação, o que inclui o trabalho dos seus dirigentes. São utilizados vários padrões de remuneração de dirigentes:

- Alguns dirigentes fazem retiradas condizentes com seu custo pessoal de oportunidade, ou seja, como que eles podem auferir, ou auferiam até recentemente, como empregados em uma outra empresa. Embora seja uma relação equilibrada do ponto de vista da pessoa física, não o é do da jurídica. Nada diz que um futuro comprador tenha um custo de oportunidade tão alto ou baixo.
- Um fixo baixo, que cubra minimamente as despesas familiares, mais a retirada periódica ou eventual de boa parte das sobras de caixa. Esta postura é conservadora, por restringir as retiradas àquilo que a empresa mostrou concretamente poder suportar. Entretanto, não favorece a separação entre remuneração do trabalho e do investimento.
- Ao contrário, alguns dirigentes tiram da empresa todo o fluxo de caixa que ela pode dar, chegando a endividá-la para tal. Este padrão, além de ser perigoso, também não ajuda na separação entre trabalho e lucro.
- Muitos dirigentes têm retiradas até modestas, mas mantêm parentes trabalhando e ganhando na empresa. Alguns são realmente competentes e merecedores, outros recebem remunerações aquém de sua contribuição ou possibilidades, outros ainda são pouco produtivos, portanto caros. Estes gastos devem ser substituídos por salários de empregados que preencheriam as mesmas funções, considerados em um número suficiente à tarefa, e não um para cada parente eliminado. Se o custo final ficar igual, então não há nada a fazer, mas isto simplesmente não é usual.

- Muitos dirigentes têm uma retirada módica em espécie, mas carregam na empresa seus gastos pessoais e familiares. Em uma avaliação, estes devem ser desconsiderados ou contados como parte da remuneração do dirigente. Não sendo despesas legítimas da operação, acabam classificados como parte da destinação que foi dada ao lucro ou ao fluxo de caixa.
- A forma que melhor separa trabalho de lucro é uma remuneração fixa para os proprietários que têm participação ativa na administração da empresa, por vezes diferenciada em razão de sua contribuição efetiva. O caixa gerado após esta remuneração pode ser distribuído segundo a proporção de cotas na empresa, portanto também aos que nela não trabalham. Esta forma de remuneração assemelha-se a um salário pago pelo exercício da função de direção. Assim, pode ser fixada tomando por base o salário de um gerente contratado para esta mesma função.

Este salário é ajustado para cima ou para baixo em razão de um sócio-gerente fatalmente ter maior alçada, portanto responsabilidade que um contratado, mas poder ter menor carga de dedicação. Não deve ser esquecido que um gerente contratado poderá ter parte de sua remuneração vinculada ao sucesso da empresa, fato que deve ser replicado.

A questão é que para empresas em que este trabalho é especialmente importante, notadamente as pequenas, esta remuneração não é fácil de separar do lucro da empresa. Caso ela não seja definida e considerada como despesa, a empresa estará sendo superavaliada.

## ***Outras Contas Econômicas que não Geram Efeito Direto sobre o Caixa***

Além da depreciação, da amortização e da exaustão, são consideradas despesas que não geram saídas de caixa e que, portanto devem ser somadas ao lucro ou ao prejuízo, itens como os seguintes:

- ✓ Os juros apropriados sobre operações financeiras, que somente impactarão o caixa quando forem efetivamente desembolsados. Da mesma forma, apenas com sinal trocado, são considerados os juros apropriados de aplicações financeiras.
- ✓ O prejuízo na venda de imobilizado, calculado como diferença entre o valor contábil após depreciação e o valor efetivamente recebido pelo bem alienado. Se a venda de um imobilizado trouxer lucro, ele também deve ser expurgado quando da apuração do fluxo de caixa. Por outro lado, o total recebido pelo imobilizado é considerado para cálculo do fluxo de caixa.
- ✓ O prejuízo de equivalência patrimonial, pois é mero reconhecimento de perda patrimonial com uma subsidiária. Da mesma forma, lucros de equivalência patrimonial somente se materializam diante do pagamento de dividendos ou da venda da subsidiária.
- ✓ O prejuízo ou lucro na venda de investimento em outra empresa, que equivale ao obtido com um imobilizado. Todo o valor auferido com a venda, seja ela com lucro ou prejuízo, deve ser considerado. Contar ambos seria contar o lucro duas vezes.

Os ajustes que são feitos no lucro líquido ou no prejuízo representam, em última análise, estornos de lançamentos que foram feitos contabilmente, que reduziram ou aumentaram os resultados de balanço mas que não tiveram qualquer impacto na formação do caixa que estamos querendo determinar.

Para fins de avaliação, é aconselhável o expurgo apenas das despesas que nunca gerarão o efeito caixa, como depreciação, amortização, exaustão, resultado de equivalência patrimonial, etc. Por outro lado, havendo o pagamento ou recebimento futuro, é usualmente aconselhável não fazer expurgo nenhum, pois normalmente este aumento do grau de precisão da projeção do fluxo de caixa traz benefícios muito limitados.

### ***A Projeção dos Investimentos em Ativos Imobilizados***

Estes investimentos englobam itens como as aquisições de novas máquinas, equipamentos e veículos, implantação de novos sistemas de informática e *call-centers* e investimentos em expansão das fábricas, instalações e escritórios.

Os investimentos devem ser suficientes para manter a empresa atualizada tecnologicamente e em bom estado de funcionamento. Uma análise dos investimentos de capital passados e a comparação destes com os valores da depreciação é de suma importância, porém, mais importante que isto é que tais investimentos sejam suficientes para suportar o crescimento das receitas projetadas. É válido lembrar que tais novos investimentos devem também ser considerados no valor da depreciação projetada.

O critério é o da coerência com o restante das projeções. Se foram projetados receita e custos estáveis, então o investimento é apenas para repor o imobilizado desgastado ou obsoleto. Se houve projeção de redução de custos, talvez sejam necessários investimentos que a viabilizem. Se a receita cresce vegetativamente, o imobilizado será eventualmente insuficiente e deverá ser ampliado. Se haverá novos produtos, uma modernização ou uma expansão significativa das vendas, os investimentos deverão ocorrer coerentemente.

É prudente que os investimentos para expansão ou modernização das atividades operacionais já estejam aprovados e com suas fontes de financiamento definidas. Ou seja, a decisão de investimento já foi tomada.

No médio e longo prazo (na maioria dos casos após sete ou dez anos) é comum considerar que os novos investimentos serão apenas os de manutenção das instalações, máquinas,

equipamentos e veículos – ou seja, os novos investimentos serão iguais a depreciação. Isto porque a empresa passou da fase de crescimento acelerado e entrou em uma fase de lucros estáveis, não mais investimento em expansão e modernização, pois tais investimentos não trarão lucros maiores que o custo de capital<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Rappaport, Alfred. *Gerando Valor para o Acionista*. Editora Atlas, 2001.