



FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: e os riscos da sua precificação

HOOG, Wilson Alberto Zappa.¹

Resumo: Apresentamos uma breve análise sobre os riscos ocultos da precificação do fluxo de caixa descontado como critério de mensuração de haveres de sócio ou acionista que se desliga da sociedade, para tal será considerado a responsabilidade précontratual por informações e os vícios da vontade ligadas a indução ao erro do sócio que se desliga e dos que ficam por não possuírem uma perfeita noção do que está acontecendo na predição do caixa. E a indenização como uma forma natural de restauração do dano pela volta do *status quo*. O conhecimento empírico e a teoria da probabilidade serão abordados e identificados como as causas do risco.

Palavra-chave: #Fluxo de caixa descontado. #Conhecimento empírico. #Teoria da probabilidade. #Riscos na precificação do fluxo de caixa descontado. #Fundo de comércio.

1. Introdução

O fluxo de caixa livre descontado, são dimensionados pelos resultados de geração de caixa, a serem agregados no futuro, e são descontados por uma taxa média de custo do investimento de capital, para se obter o valor presente. O fluxo de caixa descontado, tanto do acionista como o livre, não pode ser utilizado para efeitos de cálculo do fundo de comércio, uma vez que a geração de caixa e a geração de lucros são fenômenos patrimoniais contábeis distintos, podendo existir lucro e não existir caixa e vice-versa. E em decorrência desta lógica, não pode a métrica, fluxo de

¹ Mestre em ciência jurídica, bacharel em ciências contábeis, arbitralista, mestre em direito, perito-contador, auditor, consultor empresarial, palestrante, especialista em avaliação de sociedades empresárias, escritor e pesquisador de matéria contábil, professor doutrinador de perícia contábil, direito contábil e de empresas em cursos de pós-graduação de várias instituições de ensino. Informações sobre o autor e suas obras podem ser obtidas em: http://www.jurua.com.br/shop_search.asp?Onde=GERAL&Texto=zappa+hoog. Currículo Lattes em: <http://lattes.cnpq.br/8419053335214376>. E-mail: wilson@zappahoog.com.br.



caixa descontado, ser utilizada para efeitos de avaliação do fundo de comércio. E nem para efeito de apuração de haveres, se for pactuado avaliação pelo critério do balanço de determinação ou que haja omissão do critério no contrato social, por força do art. 606 do CPC, exceto hipótese prevista no art. 607.

2. Desenvolvimento

O fluxo de caixa descontado é um procedimento para se avaliar a riqueza financeira futura, obtida com a geração de caixa em um longo período com base em um suposto valor presente. O período desta estimativa representa um tempo em que é possível fazer previsões com base na probabilidade, acerca do comportamento da célula social e da ambiência em que ela está inserida. É dimensionado pelos resultados de geração de caixa a serem agregados no futuro e descontados por uma taxa média de custo de capital e do risco do negócio.

Um fluxo de caixa descontado tem por função “ser um instrumento de gestão” e revelar pelo demonstrativo a situação projetada do caixa, que procura avaliar assim, apenas o interesse financeiro do retorno do capital e o valor estimado da perpetuidade da geração de caixa.

Como fator relevante destaca-se que o valor do fundo de comércio e dos lucros cessantes não podem ser mensurados pelo fluxo de caixa descontado, pois este avalia somente a geração de caixa a valor presente, ou seja, o encaixe, o desencaixe e o saldo final, logo, a avaliação financeira não mensura o valor de rentabilidade, avaliação econômica. Pois, uma coisa é o fluxo de caixa, e outra totalmente diferente é o fluxo de lucros, uma vez que a existência de caixa não significa lucro e vice-versa. E o fundo de comércio, não é lucro contábil, e sim, o excesso de lucro normalizado da operação. Da mesma forma, uma coisa é o fluxo da capacidade de geração de dinheiro e outra coisa é o fluxo da capacidade de geração de lucro. Pois, o lucro pode estar aplicado em outros ativos que não seja o caixa, como por exemplo, terrenos. Cabe esclarecer que a demonstração do resultado do exercício está ancorada no regime de competência dos fatos que originaram o crédito, ou seja, do balanço econômico; e o demonstrativo de caixa está lastreado no regime de caixa



da movimentação de todos os fatos relativos à riqueza aziendale, seja este um fato permutativo ou modificativo.

O fluxo de caixa descontado é uma das metodologias utilizadas na avaliação financeira. Enfatiza-se no resultado do caixa futuro e está diretamente ligada a taxa de desconto empregada para a obtenção do valor presente de um negócio. Pode também ser utilizado nos laudos de ofertas públicas de ações – OPA, para a compra de ações como resultado da previsão na Lei 6.404/1976, art. 4, § 4°. Hipótese do cancelamento da condição de companhia aberta, pela oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado. A escolha da taxa de desconto está intimamente ligada ao modelo de administração financeira e aos riscos do negócio. Logo, com uma maior ou menor participação do capital próprio em relação ao passivo total. Normalmente adota-se o custo médio ponderado de capital – WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

A grande polêmica não reside especificamente ou exclusivamente na formação do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), ou seja, lucro operacional antes das despesas e receitas financeiras, impostos e contribuição ou da formação do NOPLAT (*Net Operating Profites Less Adjusted Taxes*), portanto, lucro operacional líquido, menos imposto e contribuição ajustada, e sim, de forma viripotente na taxa de desconto, em especial no risco do negócio, cujo percentual pode variar de 0 a 100%. O risco do negócio se divide em dois tipos, o primeiro é de ordem geral que pode ser obtido nas agências internacionais de risco, os quais identificam os riscos gerais do segmento, os riscos do país onde está situada a empresa, entre outros; e o segundo e mais sensível e complexo que é o que mede o risco individual da célula empresarial que está sendo avaliada. Este risco diferentemente dos riscos de segmento, pode identificar a descontinuidade da empresa quando o segmento possui atratividade e se mantém constante. Logo, trata-se de um labor especializado, em perfeita sintonia ao § único do art. 606 do CPC, uma vez que este procedimento de valorimetria implica no alto conhecimento da teoria pura da contabilidade.

Na avaliação financeira de uma alternativa de investimento dois métodos podem ser empregados, os quais devem considerar o propósito da avaliação. Estes métodos podem ser classificados da seguinte forma: o primeiro é o fluxo de caixa



descontado para os acionistas, que trata diretamente da geração de caixa para os proprietários do patrimônio líquido, e com esta ótica, o valor patrimonial (geração de caixa) de uma célula social passa a ser o valor presente de todos os juros e os dividendos futuros que serão pagos e os ganhos ou perdas na alienação de ações. E o segundo é através do uso do fluxo de caixa livre que, com esta ótica, o valor patrimonial de uma célula social passa a ser o valor presente de toda a geração líquida de caixa futuro que pode ser disponibilizado sem riscos de descontinuidade. A ótica do fluxo de caixa livre é a geração de caixa, encaixe e desencaixe, que despreza o regime da competência e reavaliações de terrenos, mas incluem, inclusive, os gastos de aquisição de ativo não circulante, os pagamentos de financiamentos, não considera a depreciação e a amortização de ativos.

A estimativa realizada pelo método do fluxo de caixa descontado se baseia na perspectiva de que o valor de um investimento depende da geração de caixa que ele irá produzir, através de uma taxa de desconto que reflita o custo deste investimento considerando-se que as células empresariais não possuem prazo de vida determinado, por força do princípio da continuidade, fato que admite uma estimativa de perpetuidade deste fluxo.

A metodologia de avaliação por fluxo de caixa descontado é muito útil para analisar a capacidade de devolver o capital usado para financiar os investimentos, acrescidos de benefícios econômicos, e baseia-se no conceito de que um investimento agrega valor quando gera um retorno acima daquele aplicado no investimento.

Assim sendo, o fluxo de caixa descontado é um procedimento contabilístico científico, que tem por objeto a movimentação do caixa e por objetivo a mensuração monetária do saldo de caixa pelo sistema denominado regime de caixa em um longo período, normalmente de dez anos; demonstra este saldo final de caixa pelo valor presente mensurado por uma taxa de desconto, na qual se inclui o risco do negócio. Para o fluxo de caixa do acionista, a taxa de desconto equivale à taxa de atratividade decorrente do próprio risco que pode, quiçá, ser a Selic, ou outro referencial financeiro. Já para o fluxo de caixa livre a taxa de desconto usada na remuneração do capital



investido, pode ser igual à taxa média ponderada de juros entre o capital próprio e o de terceiros, conhecida como taxa de WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

O fluxo de caixa descontado, tanto do acionista como o livre, tem por função “ser um instrumento de gestão” e revela pelo demonstrativo a situação projetada do caixa, que procura avaliar assim, apenas o interesse financeiro do retorno do capital e o valor estimado da perpetuidade da geração de caixa, o qual é inadequado para a valorimetria do fundo de comércio ou para substituição de um balanço de resultado econômico.

A moderna teoria pura da contabilidade vem consagrando o método holístico, como a melhor tecnologia contemporânea e a mais adequada para a valorização do fundo de comércio, uma vez que este bem: *goodwill*, aviamento, *llave del negocio* ou simplesmente fundo de comércio é o principal atributo do estabelecimento empresarial e indicativo de prosperidade.

Está pacificado que o fluxo de caixa é uma predição de caixa possível, portanto os riscos do procedimento de avaliação, são no mínimo três, a probabilidade, o conhecimento empírico e a interpretação:

1) A probabilidade, é apenas um indício que deixa presumir a verdade, e um enunciado de probabilidade representa certas regularidades que são interpretadas como as únicas possíveis, pois a partir da observação de certas regularidades (a utopia do livre mercado e livre concorrência, crescimento do PIB, *market-share*² entre outras) apresenta-se a probabilidade que é muito próxima destas observações.

Se um avaliador usar para fins do fluxo de caixa descontado, as estimativas de quase probabilidade, para explicar possíveis regularidades observadas e predizer

² **MARKET-SHARE** – quota de mercado; fatia de mercado; participação no mercado. O termo representa a união de *market*, que significa mercado e *share*, que significa divisão, participação ou quota. Sua medida quantifica a quantidade em porcentagem de um determinado mercado. O cálculo é feito pela divisão do número total de unidades que uma célula social empresarial vendeu, pelo total de unidades vendidas neste mercado em um determinado período. O valor de um bem (produto ou serviço) pode aumentar ou diminuir com o *market-share*, pois, quanto mais útil ele se torna, mais procurado será pela comunidade de consumidores. HOOG, Wilson A. Z. **Moderno Dicionário Contábil** – da Retaguarda à Vanguarda. 9. ed. Curitiba: Juruá, 2016.



o futuro, sem introduzir precauções especiais voltadas a eventos aleatórios não observados, estará fazendo meras reflexões especulativas, baseado em seu conhecimento empírico. Pois, se as premissas estabelecidas para a geração do fluxo de caixa descontado, não tiverem comprovação científica de eficácia e validade, o resultado da avaliação futura será uma falácia³, ou quiçá, tem-se um paralogismo⁴ por uma tentativa de um raciocínio dedutivo válido, sem o ser.

Para fins de exemplo nos inspiramos em Karl Popper⁵, pois um crescimento estável do PIB durante um longo período⁶, apenas indica que ele se comportou como se fosse convergente, e por este motivo lógico científico, a estabilidade não pode ser utilizada para definir as previsões de probabilidade, ou seja, a probabilidade não pode ser definida por um comportamento quase-convergente, que é sinônimo de “muito provável”, este fato é vicioso, e pode ser ocultado pela exclusão da palavra “quase”. Nestes experimentos, coletas de amostras ou casualidades, admite-se, empiricamente a probabilidade de um evento, como a probabilidade de se jogar um dado e obter o resultado probabilidade do evento, igual a 5, cuja probabilidade é de 1/6; e a probabilidade do evento igual a 7 é nulo, pois não consta da amostra do dado; o que explica o risco do fluxo de caixa, pois, quando não consta na amostra, fatores como depressão, recessão, perda de *market-share*, entre outros, esta

³ **FALÁCIA** – na lógica, assim como, na retórica, surge a figura da “falácia”, que é um argumento logicamente inconsistente, ou falho na capacidade de provar o que se alega. Logo, a falácia é algo invalidado. Deve ser afastada terminantemente pelo perito. A falácia é algo tido como putativo por ser ou representar argumentos que se destinam à persuasão por terem uma miragem de válidos, criando convencimento para grande parte do público apesar de conterem indução ao erro, mas não deixam de ser falsos por causa da sua aparência.

⁴ **PARALOGISMO** – [do gr. *paralogismós*] indica um raciocínio involuntário que não é válido, e não é intencionalmente produzido para enganar. Caso seja voluntário o raciocínio falso, temos um sofisma.

⁵ Este exemplo foi parafraseado da obra de Popper e adaptado para a situação do fluxo de caixa para se demonstrar o risco e o caráter não científico da probabilidade na métrica fluxo de caixa. POPPER, Karl. **A lógica da Pesquisa Científica**. São Paulo: Editora Cultrix, 2013 (obra original: POPPER, Sir Karl Raimund. *The Logic of Scientific Discovery*, 1959). Karl foi um filósofo Austríaco, que desenvolveu um sistema que permite classificar com precisão as teorias científicas e as pseudocientíficas. Defendia que na ciência não se deve aceitar dogmas ou enunciados que não passam ser testáveis e questionados.

⁶ Uma longa série experiências, quando ocorre? Não podemos dizer quando atingimos uma aproximação relativa à probabilidade. E como certificar que foi atingida a aproximação da probabilidade? Pois, probabilidades não podem ser atribuídas a ocorrências de casualidade isoladas, mas tão somente a uma sequência infinita de ocorrência ou eventos.



probabilidade é empiricamente determinada, pois mesmo que insignificante, o risco de depressão, recessão e perda de *market-share* existe, e isto equivale a decisão de operar com hipótese que são indiferentes destas possibilidades, ou seja, presente a regra com a qual as improbidades externas devem ser desprezadas, o que opõem-se a constância da exigibilidade de objetividade científica.

A definição clássica de probabilidade segundo Popper⁷ é:

Número de casos favoráveis dividido pelo número de casos igualmente possíveis - é de considerável interesse heurístico. A maior falha dessa definição está em que ela se aplica, digamos, aos dados homogêneos, ou simétricos, mas não abre margem para pesos diferentes nos casos possíveis.

Diante deste conceito amplo do filósofo Karl Popper, podemos comparar a probabilidade de um jogador de dado, 1/6 de acertar o número cinco em uma única jogada, com a probabilidade de um avaliador acertar a predição do fluxo de caixa descontado. Para tal possibilidade temos as seguintes hipóteses em relação à profecia do resultado do fluxo de caixa descontado, que representa 1 chance em 6 alternativas possíveis, tal qual a probabilidade do jogo de dados:

- **1ª hipótese:** a de acertar o resultado da predição especulativa da valorimetria do caixa, com um crescimento real de 1% ao ano ou outro parâmetro fixado pelo avaliador.
- **2ª hipótese:** a de existir uma concorrência acirrada, ou a entrada de novos produtos com qualidade ou preços melhores, que mude o *market-share* e o resultado da predição especulativa da valorimetria do caixa.
- **3ª hipótese:** a de existir uma depressão econômica que mude significativamente as vendas, e o resultado da predição especulativa da valorimetria do caixa.
- **4ª hipótese:** a de existir uma recessão econômica que mude significativamente as vendas, e o resultado da predição especulativa da valorimetria do fluxo de caixa descontado.
- **5ª hipótese:** a de existir uma estagnação econômica que não altere as vendas, e o resultado do caixa na data da avaliação.

⁷ POPPER, Karl. **A Lógica da Pesquisa Científica**. São Paulo: Editora Cultrix, 2013, p. 286, (obra original: POPPER, Sir Karl Raimund. *The Logic of Scientific Discovery*, 1959).



- **6^a hipótese:** a de não ocorrer nenhuma das alternativas anteriores, como por exemplo, a quebra do principal fornecedor ou rescisões de contrato com este, ou a quebra do principal freguês, ou a restrições de importações ou de exportações, variações cambiais ou interferências por variações de preço de *commodities*, aumento de custos que não sejam absorvidos pelo mercado, perda de bens por obsolescência, superação de tecnologia, casos de ordem fortuitas ou de força maior, situações típicas do risco de monopólio e monopólio, entre outras possíveis influências na ambiência do mercado onde se situa a célula social avaliada.

Como se vê, em prestígio a verdade real do conhecimento empírico, temos a probabilidade de acerto da estimativa do valor, pela geração de caixa descontado, igual a 1/6, ou seja, de 16,67% de possibilidades de quase acerto; e de 5/6, ou seja, de 83,33% de possibilidades de quase erro. E isto de que a possibilidade de erro não é diminuta, pois é amplo o risco do investidor, tem que ficar claro, evidente e em destaque para o cliente do avaliador, sob pena de indução a erro e obrigação do avaliador de indenizar o seu cliente, pelo valor necessário ao retorno do *status quo*⁸.

É lógico que não é possível negar a possibilidade de ocorrências de evento improváveis ou condições limitantes.

Em nenhuma avaliação de fluxo de caixa descontado, poderemos dizer em termos definitivos, que não existem probabilidade de caixa negativo, que gera a insolvência, e conseqüente a falência, gerando a perda do investimento efetuado em função de uma predição especulativa. Muito pelo contrário, em respeito à ética, devemos fazer com que o cliente fique ciente, e que não tenha dúvida, de que se trata de uma profecia especulativa, com bases em fatos quase prováveis, podendo inclusive não se realizar, e o resultado final ser adverso, pela perda do investimento.

⁸ **STATUS QUO** - é um termo do latim. O *status quo* está relacionado ao estado dos fatos, das situações e das coisas. Portanto, voltar ao *status quo*, significa voltar a uma situação anterior.



Até o momento desta análise, não encontramos provas científicas da existência de um sistema de probabilidade que elimine o risco do axioma da incerteza numa predição de um fluxo de caixa descontado, ou seja, não conhecemos uma forma de “entropia” que seja definida como sendo uma forma de medir o grau de incerteza a respeito de fontes de informação e amostras, e consequentemente medir e prever a incerteza de uma variável fortuita.

2) **O conhecimento empírico** baseado na probabilidade faz com que o avaliador acredite que a simples observação de um fenômeno, explica um efeito futuro. Logo, se usarmos a probabilidade para estimar o fluxo de caixa futuro, e não introduzirmos precauções especiais, estaremos envolvidos em especulações, quiçá, metafísicas pois estaríamos procurando entender e desvelar só o princípio base da teoria do valor, mas, não o seu fundamento, o seu fim; deste modo, através de estimativas de probabilidades podemos explicar qualquer regularidade que desejarmos, como um crescimento de um fluxo de caixa futuro. Pois, podemos levar as estimativas de probabilidades hipotéticas a explicarem o resultado da precificação do caixa, pois isto se constitui em uma propriedade primária dos eventos que geram o fluxo de caixa. Aqui temos a indução ao erro. Na realidade se admitirmos este segmento de probabilidade em um fluxo de caixa, como uma presunção de aleatoriedade isto nos autoriza a esperar a ocorrência do fenômeno, embora no mundo real, é possível que jamais ocorra tal probabilidade e em vez de crescimento do PIB ocorra uma recessão, ou depressão, ou perda do *market-share*, ou uma concorrência desleal fulminante.

Como explicar o conhecimento empírico? Apenas para fins acadêmicos, dizemos que, se perguntarmos a qualquer um do povo que seja analfabeto, se o Sol vai nascer amanhã e porquê, ele responderá com certeza que sim, e que o Sol também vai nascer depois de amanhã, e assim por diante, pois há muitos anos ele observou isto. Já se perguntarmos a uma pessoa culta se o Sol vai nascer amanhã e porquê, ele vai dizer que o Sol nunca nasce, pois somos nós que giramos em torno do Sol junto com a Terra, e que também vamos girar depois de amanhã, e assim sucessivamente, porque o Sol é o centro do nosso universo e a Terra gira em torno do Sol, logo, um lado da Terra expõe-se aos raios solares, e o outro não é atingido, e



esta alternância entre dias e noites é determinada pelo movimento de rotação que a Terra executa em torno de seu próprio eixo a cada 24 horas.

3) **A interpretação** dos indicativos econômicos e financeiros, decorrente do juízo de valor do intérprete, uma interpretação equivocada das evidências financeiras ou econômicas do juízo de valor, pode ser em um sentido ambíguo ou polissêmico. Platão⁹ (428/347 a. C.) já alertava para os riscos da interpretação, no seguinte sentido: *“Nem uma metodologia avançada, nem as extraordinárias aptidões intelectuais do intérprete podem mudar alguma coisa enquanto não se pode eliminar a causa. Mas a causa consiste no fato de o intérprete introduzir necessariamente seu próprio ponto de vista.”*

Em síntese o uso da métrica, fluxo de caixa descontado, para precificação de haveres é um procedimento temerário a luz da teoria contábil do valor. O contrapolo da precificação de preço da métrica, denominada fluxo de caixa descontado, é o balanço especial ou de determinação, constante das Leis: CC/2002, art. 1.031 e CPC, art. 606.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Lei 13.105 de 16 de março de 2015. **Código de Processo Civil**.

_____. Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Institui o Código Civil**.

HOOG, Wilson A. Zappa. **Moderno Dicionário Contábil** – da Retaguarda à Vanguarda. 9. ed. Curitiba: Juruá, 2016.

POPPER, Karl. A lógica da Pesquisa Científica. São Paulo: Editora Cultrix, 2013, p. 286, (obra original: **The Logic of Scientific Discovery**, 1959 - Sir Karl Raimund Popper).

SZLEZÁL A. Thomas. Tradução Milton Camargo Mota. **Ler Platão**. Leituras Filosóficas. São Paulo: Edições Loyola.

⁹ SZLEZÁL A. Thomas. Tradução Milton Camargo Mota. **Ler Platão**. Leituras Filosóficas. São Paulo: Edições Loyola. p. 57.