

A ESTRUTURA DE CAPITAL NA ANÁLISE DE NOVOS INVESTIMENTOS



- ✓ O que é estrutura de capital alvo?
- ✓ Estrutura de capital atual x estrutura de capital alvo.
- ✓ Qual estrutura de capital devemos levar em consideração na análise de novos investimentos?

Francisco Cavalcante(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- É 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 e compra e venda de participações acionárias.
- O consultor Francisco Cavalcante já 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.

Paulo Dragaud Zeppelini(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas com MBA em finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC.
- Executivo financeiro com carreira desenvolvida em instituições financeiras do segmento de mercado de capitais. Atualmente é consultor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos.

ÍNDICE

	PÁG
O PROBLEMA	03
O QUE É ESTRUTURA DE CAPITAL ALVO	04
A RESPOSTA DO PROBLEMA	05
UM NOTÓRIO ABSURDO	06
CONCLUSÃO	07

O PROBLEMA

Quando analisamos um novo projeto, uma das primeiras providências consiste em estimar os investimentos.

O investimento representa todos os gastos necessários para colher o benefício do novo projeto.

Exemplo:

Investimento em capital de giro líquido	\$10.000
Investimentos pré-operacionais (salários e outros)	\$20.000
Investimentos fixos (edificações, máquinas e outros)	<u>\$70.000</u>
TOTAL DOS INVESTIMENTOS	\$100.000

O investimento de \$100.000 requer uma estimativa de uma estrutura de capital de \$100.000 também.

- ✓ Vamos financiar os \$100.000 somente com capitais de terceiros?
- ✓ Vamos financiar os \$100.000 somente com capitais próprios?
- ✓ Vamos financiar os \$100.000 com capitais de terceiros e próprios? Quanto de cada um?

Vamos assumir que a decisão seja a seguinte: Vamos financiar o novo projeto 100% com recursos próprios.

Aí surge o problema: e se a estrutura de capital alvo da empresa for de 50% de capital de terceiros e 50% de capital próprio?

Devemos analisar o novo projeto considerando que ele de fato será financiado na oportunidade com 100% com recursos próprios, ou analisamos o novo projeto levando em consideração a estrutura de capital alvo da companhia?

O QUE É ESTRUTURA DE CAPITAL ALVO

Daqui para frente vamos tratar capital de terceiros como "CT" e capital próprio como "CP".

Vamos assumir que o CT custa 10% ao ano. Vamos considerar que estes 10% já considera a economia fiscal.

O CP custa 20% ao ano.

O CP tem que custar mais caro que o CT porque assume maiores riscos.

O capital de terceiros deverá receber o serviço da dívida caso a companhia opere com lucro ou prejuízo, gere ou não caixa. O CT está inclusive protegido por garantias.

O capital próprio deseja dividendos e valorização, que dependem do lucro e da geração de caixa. O capital próprio não está protegido por garantias.

A estrutura de capital alvo é a estrutura de capital ideal.

A estrutura de capital alvo é aquela onde o custo médio ponderado de capital (CMPC), ou simplesmente custo de capital é o mínimo.

Em nosso exemplo o CT custa 10% ao ano e o CP custa 20% ao ano.

Devemos usar o máximo de CT e o mínimo de CP.

Todavia, sabemos que um excessivo endividamento aumenta o risco da insolvência da empresa, notadamente quando ela passar por períodos recessivos.

Portanto, a estrutura de capital alvo é aquela onde a empresa usa o máximo de CT e o mínimo de CP, porém não colocando em xeque a capacidade de pagamento de seus compromissos, notadamente se passar por um período de crise.

Em nosso exemplo, vamos assumir que a estrutura de capital alvo seja de 50% de CT e 50% de CP.

Portanto, o custo médio ponderado de capital (CMPC) será de 15% ao ano.

$$\text{CMPC} = (0,50 \times 0,10) + (0,50 \times 0,20) = 0,15$$

A RESPOSTA DO PROBLEMA

Para analisar um novo investimento, devemos considerar a estrutura de capital alvo da empresa.

Não devemos considerar a verdadeira estrutura de capital do novo investimento, quando esta for diferente da estrutura de capital alvo da empresa.

Exemplo:

O CMPC da estrutura de capital alvo do nosso exemplo é de 15% ao ano, e a companhia já está operando com esta estrutura de capital.

Vamos assumir que a empresa tenha 2 projetos novos a serem realizados em 2002: Projeto A e Projeto B.

No Projeto A e o Projeto B tem ambos uma taxa interna de retorno (TIR) estimada de 18% ao ano.

O projeto A será realizado em primeiro lugar. Na oportunidade, existem condições passageiras que dificultam o acesso ao CT. Existe um grande fila de projetos no BNDES, que faz com que o banco esteja administrando as liberações de financiamento, tornando a análise e aprovação do crédito mais longa.

A empresa decide que diminuirá temporariamente o pagamento de dividendos para financiar o Projeto A 100% com CP que custa 20% ao ano.

Entretanto, a empresa iniciou negociações para que o Projeto B seja 100% financiado com CT através de um leasing que custará 10% ao ano.

Se analisarmos o Projeto A em relação à sua estrutura de capital do momento ele será rejeitado.

Não aprovaremos um projeto com uma TIR de 18% ao ano financiado com um capital que custa 20% ao ano.

Entretanto, o Projeto B, semelhante ao Projeto A, com a mesma TIR de 18% ao ano será aprovado com "louvor" pois utilizará um capital que custa 10% ao ano.

UM NOTÓRIO ABSURDO.

Observamos que a estrutura de capital dos 2 projetos somente não é a alvo, com CMPC de 15% ao ano, por motivos conjunturais.

Porém, os 2 projetos analisados na perspectiva de 1 (um) ano e consolidados respeitarão a estrutura de capital alvo de 15% ao ano.

Não faz sentido aprovar um e rejeitar o outro.

Portanto, teríamos que aprovar os 2 projetos.

A interpretação para ambos é a seguinte: Cada projeto tem uma TIR de 18% ao ano contra um CMPC de 15% ao ano.

CONCLUSÃO

Para analisar novos projetos de investimento considere sempre a estrutura de capital alvo da companhia.