

O PROJETO É REPROVADO SOB O PONTO VISTA OPERACIONAL. O MESMO PROJETO É APROVADO SOB O PONTO DE VISTA DO ACIONISTA!!!



- ✓ TIR da operação menor que o custo do capital. Projeto reprovado.
- ✓ O mesmo projeto tem TIR do acionista maior que o custo do capital do acionista. Então o projeto é aprovado.
- ✓ É possível?
- ✓ O que fazer?

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.**

EXEMPLO

Uma empresa elaborou a estimativa do fluxo de caixa de um novo investimento com ciclo de vida estimado de três anos.

Eis as projeções:

Anos	FCO
0	(\$1.000,0)
1	\$400,0
2	\$400,0
3	\$400,0
TIR	9,70%

Explicações:

O fluxo de caixa projetado é o da **operação** (FCO).

A metodologia de cálculo do fluxo de caixa operacional (FCO) é a seguinte:

Receitas Operacionais

(-) Custos e Despesas Operacionais

(-) Depreciação e Amortização

(=) Lucro Operacional

(-) IR/CSLL

(=) Lucro Operacional Líquido

(+) Depreciação e Amortização

(-) Novos Investimentos Programados no Decorrer do Projeto (se existirem)

(-) Investimento na formação do capital de giro

(=) Fluxo de Caixa Operacional (FCO)

O FCO é usualmente chamado de **fluxo de caixa livre**. Livre para **bancos e acionistas**.

Portanto, o FCO **não contempla** o serviço da dívida: pagamento anual de juros e amortização.

O investimento de \$1.000 é financiado da seguinte maneira:

- 50% de capital de terceiros ao custo de 10% ao ano. Como a alíquota de IR/CSLL é de 34%, a **taxa líquida** fica em 6,6% ao ano ($0,10 \times (1 - 0,34)$).
- 50% de capital do acionista ao custo de 15% ao ano.

Portanto é custo de capital (CC) é de 10,80% ao ano (média ponderada).

CC	=	0,50	x	0,066	+	0,50	x	0,15	=	0,1080
----	---	------	---	-------	---	------	---	------	---	--------

A TIR do projeto de 9,7% ao ano é **inferior** ao custo de capital de 10,08% ao ano.

Portanto o projeto não agrega valor e deve ser **reprovado**.

Tratemos agora do serviço da dívida.

O fluxo de caixa do serviço da dívida é o seguinte:

Anos	FCO
0	\$500,0
1	(\$33,0)
2	(\$33,0)
3	(\$533,0)
TIR	6,60%

Explicações:

- O banco entra com 50% do investimento de \$1.000. Portanto, \$500.
- Sobre os \$500, correm juros de 6,6% ao ano. Portanto, \$33 (0,066 x \$500).
- No último ano, além do pagamento de \$33, acontece o pagamento do principal de \$500 (\$33 + \$500 = \$533).

A TIR de 6,6% confirma um número já conhecido: o custo do capital de terceiros.

Agora, vamos **deduzir** do FCO o fluxo de caixa do serviço da dívida.

Este procedimento nos leva ao fluxo de caixa do acionista (FCA).

Anos	FCO	Dívida	FCA
0	(\$1.000,0)	\$500,0	(\$500,0)
1	\$400,0	(\$33,0)	\$367,0
2	\$400,0	(\$33,0)	\$367,0
3	\$400,0	(\$533,0)	(\$133,0)
TIR	9,70%	6,60%	16,75%

Explicações:

- O investimento no projeto é de \$1.000. Os bancos entram com \$500. Portanto, os acionistas entram com os outros \$500.

- Do FCO anual de \$400 são retirados os juros pagos aos bancos de \$33. Sobram \$367 (\$400 - \$33).
- No último ano, dos \$367 são retirados \$500 para pagamento do principal. Estima-se para o final do 3º anos um déficit de (\$133).

A TIR do acionista de 16,75% ao ano é **superior** ao custo de capital do acionista de 15% ao ano.

Portanto o projeto agrega valor e deve ser **aprovado**.

Conclusões:

- Matematicamente é **possível** que um projeto seja ruim sob o ponto de vista da operação e bom sob a perspectiva do acionista.
- Isto acontece quanto a TIR e o custo do capital se **aproximam**.
- No exemplo, a TIR do projeto de 9,7% ao ano é **pouco abaixo** do custo de 10,08% ao ano.
- Se alterássemos o FCO de \$400 para \$390, observe o seguinte:
 - A TIR do projeto de 8,28% ao ano é **inferior** ao custo de capital de 10,08% ao ano. **Projeto reprovado**.
 - A TIR do acionista de 12,30% ao ano é **inferior** ao custo de capital do acionista de 15% ao ano. **Projeto reprovado**.
- Em resumo: Os dois procedimentos **apontam** na mesma direção: **reprovar o projeto**.

Qual a solução?

O FCA é mais bem compreendido pelo acionista. Dinheiro que **sai e que entra** no seu bolso.

Portanto, é **notório** que a TIR do acionista comparada com o custo do capital do acionista é **mais consistente** que a TIR do projeto compara com o custo do capital.

Proposição: **Padronizar o critério de decisão na análise de novos projetos o FCA**.

Observação: Veja planilha anexa do Excel para conferir os números do exemplo.