

ORÇAMENTO DE CAPITAL

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

Professora do IBMEC - SP
Email: minardi@isp.edu.br

Richard Saito

Professor da FGV-EAESP
E-mail: richard.saito@fgv.br

INTRODUÇÃO

De acordo com Pindyck (1988), a maior parte ou mesmo a totalidade dos gastos com investimentos em projetos reais é irreversível. Por isso é vital para a sobrevivência a longo prazo das empresas que elas utilizem seus recursos da melhor maneira possível, alocando-os aos projetos que maximizarão seu valor no futuro. A elaboração de uma lista de projetos a ser implantada por unidade de negócio ou divisão consiste no problema básico de orçamento de capital.

Diversas técnicas são utilizadas para selecionar o conjunto de melhores projetos, como Valor Presente Líquido (VPL), *payback*, retorno médio de investimento, taxa interna de retorno e índice de lucratividade. Os manuais de finanças corporativas, como, por exemplo, Brealey e Myers (2005) e Ross, Westerfield e Jaffe (2004), são unânimes em considerar a técnica de VPL superior às demais na seleção de projetos de investimento.

Para se estimar o VPL, projetam-se fluxos de caixa que são depois descontados a uma taxa de juros ajustada ao risco. Como as premissas que norteiam as projeções de fluxo de caixa são incertas, geralmente se utilizam outras análises para dimensionar o risco de divergência dessas premissas em relação ao valor esperado – por exemplo,

análise de ponto de equilíbrio, análise de sensibilidade, análise de cenários e simulações de Monte Carlo. Luehrman (1997), o primeiro clássico discutido nesta edição, defende que o valor presente ajustado é a abordagem mais adequada para se estimar o VPL de um projeto. Reconhece, porém, que a metodologia tem limitações para avaliar flexibilidades gerenciais.

Os gestores muitas vezes alteram a estratégia inicial em função de mudanças no ambiente de negócios, aproveitando as flexibilidades gerenciais existentes. O método do VPL considera que a estratégia inicial será mantida, independentemente das alterações do ambiente de negócios. Por essa razão ele não é adequado para avaliar projetos com flexibilidades gerenciais significativas, podendo levar à tomada de decisões não interessantes estrategicamente. Trigeorgis (1993), o segundo clássico discutido nesta edição, define que as flexibilidades gerenciais nada mais são que opções reais existentes no projeto e que, por isso, podem ser avaliadas pela 'teoria de opções', de maneira análoga a opções financeiras.

O restante deste artigo está estruturado da seguinte maneira. A próxima seção contextualiza o trabalho de Luehrman (1997) ao demonstrar por que o Valor Presente Ajustado (VPA) é superior ao Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e estende a discussão para análises