

Um projeto com VPL positivo pode ser sempre considerado como um projeto viável?

A distinção entre viabilidade econômica e viabilidade econômico-financeira é fundamental na avaliação de projetos, especialmente para empresas bem endividadas.

Vamos aprofundar os pontos principais:

1. Viabilidade Econômica

Refere-se à capacidade do projeto de gerar valor agregado para a empresa. O VPL positivo indica que os fluxos de caixa futuros do projeto (descontados a uma taxa que reflete o custo de capital da empresa) superam os investimentos iniciais. Isso significa que, do ponto de vista puramente econômico, o projeto contribui para o aumento da riqueza da empresa.

2. Viabilidade Econômico-Financeira

Vai além do VPL e considera a capacidade de execução e financiamento do projeto. Envolve avaliar se a empresa possui:

- Capacidade de pagamento: Disponibilidade de recursos suficientes para cobrir os novos desembolsos, além de manter em dia suas dívidas existentes.
- Saúde financeira: Um nível de endividamento e estrutura de capital que não comprometa a sustentabilidade da empresa no curto e longo prazo.

Empresas muito alavancadas podem enfrentar problemas de liquidez, mesmo com projetos economicamente viáveis, porque os fluxos de caixa futuros (que justificam o VPL positivo) podem não estar disponíveis a tempo de honrar os compromissos financeiros imediatos.

3. A Análise de Capacidade de Pagamento

Bancos de desenvolvimento como o BNDES ou instituições financeiras tradicionais entendem que um VPL positivo não é suficiente para financiar um projeto. Por isso, eles avaliam não apenas o projeto isoladamente, mas também a situação financeira da empresa como um todo:

- Fluxos de caixa globais (integrando o projeto com a operação existente).
- Indicadores de alavancagem, como a relação dívida líquida/EBITDA.
- Índices de cobertura, como o DSCR (Debt Service Coverage Ratio), ou Índice de Cobertura do Serviço da Dívida, que mede a capacidade de uma empresa (ou projeto) de gerar fluxos de caixa suficientes para cobrir suas obrigações com o serviço da dívida, ou seja, os pagamentos de juros e amortizações.

O índice DSCR é calculado da seguinte forma:

$$DSCR = \frac{\text{Fluxo de Caixa Operacional Disponível}}{\text{Serviço da Dívida}}$$

sendo

Fluxo de Caixa Operacional Disponível (FCOD): Representa os recursos que a empresa tem disponíveis após cobrir suas despesas operacionais e antes de pagar o serviço da dívida. Pode ser calculado como:

FCOD = EBITDA – Imposto de renda e CSLL - Δ NCG - Capex

Serviço da Dívida = pagamento de juros e principal

Se

DSCR > 1: A empresa ou projeto está gerando fluxo de caixa suficiente para cobrir o serviço da dívida. Por exemplo, um DSCR de 1,5 significa que há 1,5 unidade de fluxo de caixa disponível para cada unidade de serviço da dívida.

DSCR = 1: O fluxo de caixa é exatamente igual ao serviço da dívida, o que indica que a empresa ou projeto está em equilíbrio.

DSCR < 1: O fluxo de caixa gerado não é suficiente para pagar o serviço da dívida, indicando risco financeiro elevado.

Assim, se uma empresa endividada decide implementar um projeto com alto VPL sem considerar sua situação financeira, podem ocorrer problemas como:

Aumento do endividamento: Com o aumento da dívida, a empresa pode ultrapassar limites prudenciais de alavancagem.

Pressão sobre a liquidez e crise financeira: Os desembolsos iniciais podem causar um estrangulamento no caixa, caso os fluxos de caixa operacionais não sejam suficientes para cobrir os compromissos financeiros.

Conclusão

Portanto, um projeto com VPL positivo não garante que ele seja viável para uma empresa. É necessário que a empresa tenha:

Saúde financeira suficiente para sustentar os desembolsos iniciais.

Capacidade de gerar fluxo de caixa suficiente para pagar as dívidas existentes e futuras.

Luiz Guilherme Aboim

Economista e professor convidado do Coppead/UFRJ, FGV e Faculdade HUB

Sócio fundador da ConfianceTec

Sócio fundador da Escola de Finanças Aboim