

PROPOSIÇÃO DE ANÁLISE DE VIABILIDADE DE INVESTIMENTOS EM ORGANIZAÇÕES SEM FINS ECONÔMICOS

Handerson Leonidas Sales¹

Alexandre Teixeira Norberto Batista²

André Luiz Mendes Athayde³

Carlos Renato Teophilo⁴

Helder dos Anjos Augusto⁵

RESUMO

Os investimentos em projetos sem fins econômicos necessitam de condições financeiras de manutenção e crescimento de suas atividades, portanto, precederiam de análise de viabilidade econômica divergentes dos modelos convencionais. O objetivo deste estudo consiste em verificar a aplicabilidade de uma proposição do uso do Valor Presente Líquido (VPL) na avaliação de viabilidade econômica para projetos de organizações sem fins econômicos que formam suas receitas via doações. Utiliza como método pesquisa bibliográfica, análise reflexiva e aplicação prática da metodologia de fluxo de caixa descontado adaptados ao terceiro setor, com o uso do método de Monte Carlo. Os resultados obtidos apresentaram compatibilidade da aplicação do VPL no terceiro setor, desde que as variáveis: receita incremental do fluxo de caixa, necessidade de capital de giro e custo de

¹Doutor em Desesenvolvimento Social (Unimontes). Professor da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: hlsales@ufmg.br.

²Doutorado em Controladoria e Contabilidade (UFMG). Professor do Instituto Federal do Triângulo Mineiro (IFTM).

³ Doutorado em Administração (UnB). Professor da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

⁴ Apresente titulação máxima e vínculo institucional do autor. ORCID:

<https://orcid.org/0000-0000-0000-0000>. E-mail: pessoa@pessoa.com.

⁵ Doutorado em Demografia (UFMG). Professor da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).



capital sejam adaptadas às peculiaridades desse segmento. Sendo assim, a simulação aplicada na avaliação da viabilidade econômica em uma organização sem fins econômicos reduziu as incertezas quanto aos seus futuros investimentos com agregação de valor para sociedade.

Palavras-chave: Terceiro Setor; Valor Presente Líquido; Viabilidade Econômica.

PROPOSITION OF FEASIBILITY ANALYSIS OF INVESTMENTS IN NON-PROFIT ORGANIZATIONS

ABSTRACT

Investments in non-economic projects require financial conditions for the maintenance and growth of their activities. Therefore, they necessitate economic feasibility analyses that diverge from conventional models. This study aims to verify the applicability of a proposition for using Net Present Value (NPV) in economic feasibility assessment for projects of non-economic organizations that generate their revenue through donations. The method used includes bibliographic research, reflective analysis, and practical application of the discounted cash flow methodology adapted to the third sector, utilizing the Monte Carlo method. The results obtained showed compatibility in applying NPV in the third sector, provided that the variables: incremental cash flow revenue, working capital requirements, and cost of capital are adapted to the peculiarities of this segment. Thus, the simulation applied in the economic feasibility assessment of a non-economic organization reduced uncertainties regarding its future investments, adding value to society.

Keywords: Third Sector; Net present value; Economic viability.

INTRODUÇÃO

As ciências sociais aplicadas no campo da Administração, ao longo do tempo, vêm desenvolvendo e aperfeiçoando tecnologias, métodos e técnicas aplicáveis às organizações com fins econômicos. Sendo assim, um conjunto de tecnologias foi desenvolvido, como regra, para essas entidades com o objetivo de maximizar as riquezas dos seus investidores.

Todavia, ao aplicar esses métodos e técnicas nos segmentos que fogem à finalidade lucrativa, não raramente os gestores se deparam com lacunas que



dificultam a sua aplicabilidade para análise de viabilidade de projetos, a exemplo das Organizações do Terceiro Setor, como fundações e associações, voltadas para atividades não econômicas e que não podem distribuir superávits entre seus associados ou sócios fundadores.

Enfatiza-se ainda, que as entidades, a que se refere este estudo, são classificadas como aquelas com atividades sem fins econômicas e que sobrevivem de captações de recursos advindos de doações da comunidade e ou de outras instituições. Essas organizações se tornaram numerosas e com elevado número de empregados. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em 2016, as fundações privadas e as associações sem fins econômicos chegaram ao número de 236.950 instaladas no Brasil, gerando 2,2 milhões de empregos (IBGE, 2023).

Ressalta-se que apesar da lógica de funcionamento dessas organizações exigir parâmetros semelhantes à administração das organizações com fins econômicos, há lacunas na administração dessas organizações do terceiro setor que não são preenchidas pelos manuais acadêmicos de administração. Como exemplo, há inúmeros projetos sociais que necessitam de uma prévia avaliação dos resultados econômicos como parte integrante do processo de investimento. São inúmeros agentes financiadores de projetos sociais, que exigem informações sociais e financeiras na tentativa de escolher assertivamente em sua avaliação o melhor projeto a ser financiado.

A análise de uma viabilidade econômica é precedida de uma avaliação *ex ante*, ou seja, faz-se necessária o cálculo de indicadores que auxiliem na tomada de decisão com projeção de dados antecipadamente ao investimento. Todavia, para o cálculo de viabilidade econômica dos investimentos em atividades sem fins econômicos, algumas das variáveis devem sofrer adaptações. A metodologia de avaliação da viabilidade econômica de investimentos é constituída por um conjunto de técnicas utilizadas com indicadores e variáveis, envolvendo o tempo, o retorno e o risco, e seguem a lógica de economia capitalista (de mercado), quer dizer, visam a



agregação de riqueza sobre o capital aplicado, o que não é objetivo das instituições sem fins econômicos. Por isso, esses métodos devem passar por adaptações.

As adaptações necessárias para aplicação desta técnica em determinados segmentos não podem ferir os princípios e fundamentos que lastreiam sua metodologia. Assim, um estudo sob este tema deve primar pela doutrina e sob tais fundamentos encontrar novas adaptações das metodologias que as tornem aplicáveis, sem deixar de levar em consideração as peculiaridades dos segmentos em estudo.

Os estudos realizados por Costa et al. (2018) propuseram realizar uma revisão sistemática da literatura sobre a avaliação de desempenho em Organizações do Terceiro Setor. Esses autores classificaram essa avaliação de desempenho em várias dimensões e perante o arcabouço de pesquisas contempladas em sua revisão, como objeto da pesquisa realizada, a dimensão de desempenho econômica/financeira revelou a função de apenas fazer o controle e monitoramento das atividades existentes. O que demonstra que a dimensão de desempenho econômica/financeira observada nesse estudo não abrange ferramentas e ou instrumentos que orientam as decisões de investimentos futuros, tampouco de seus resultados. Percebe-se, portanto, que o estágio de discussão do tema de decisões ex ante voltadas para investimentos ainda se encontra incipiente.

Diante do exposto a questão que direciona este artigo é apresentada a seguir: Como adequar a metodologia de Valor Presente Líquido (VPL) para aplicação na tomada de decisão em investimentos de organizações do terceiro setor?

Para dar resposta a essa questão, o presente estudo tem como objetivo verificar a aplicabilidade de uma proposição do uso do VPL na avaliação de viabilidade econômica para projetos de organizações sem fins econômicos que formam suas receitas via doações.

Para isso, este estudo fará uso de pesquisa bibliográfica, documental e análise reflexiva de dados e variáveis utilizadas na viabilidade de um projeto de



aquisição de um veículo em uma Fundação, cujo nome será preservado nessa pesquisa. Em sua metodologia essa pesquisa é caracterizada como descritiva e tem como método o fluxo de caixa descontado, com as devidas adaptações ao cálculo de viabilidade econômica do veículo que será adquirido para atividade da instituição escolhida, cujas variáveis serão detalhadas ao longo do estudo.

A proposição deste ensaio na avaliação de viabilidade econômica para projetos de organizações sem fins econômicos pode contribuir para atender a demanda dessas entidades, as quais se deparam em tomadas de decisões sobre seus ativos. Como exemplo aplica-se aos projetos de expansão e ou substituição de ativos não circulantes obsoletos por tecnologias avançadas. Desta forma, colabora, este estudo, para tomada de decisão mais segura ao investir em ativos que tragam maiores resultados para sociedade, haja vista que o seu patrimônio é destinado a um fim de interesse público ou social em forma de personalidade jurídica.

Este estudo apresenta-se assim estruturado: uma exposição sobre o VPL como indicador de Viabilidade Econômica de Investimentos, o terceiro setor e suas peculiaridades na tomada de decisão de investimentos em projetos, e uma análise reflexiva na aplicação da avaliação econômica do investimento em organizações do terceiro setor através do uso da ferramenta em um estudo de caso.

REFERENCIAL TEÓRICO

Valor Presente Líquido como indicador de Viabilidade Econômica de Investimentos

Os estudos da viabilidade econômica de investimentos compreendem a determinação e o uso de ferramentas que auxiliem as organizações a tomarem decisões assertivas quanto à otimização do custo-benefício quando da aplicação de recursos em determinado empreendimento.

Segundo Damodaran (2002, p.21), “todas as empresas têm que investir seus recursos sabiamente” e destaca entender que decisões de investimento incluem não



apenas as que criam receitas e lucros, mas também as que poupam recursos por retenção de resultados. Percebe-se, portanto, que o autor adiciona uma conotação de poupança e eficiência de sua aplicação na definição de decisões de investimento. Uma ampliação desse escopo pode abranger aquelas organizações que em suas atividades não visam lucro, mas que buscam aplicar eficientemente recursos que lhes foram confiados para realização da sua missão. Tal eficiência se traduz em não desperdício dos resultados retidos ou, quiçá, o reinvestimento dos superávits ocorridos.

Brealey, Mayers e Marcus (2002, p. 168) enfatizam que “a decisão de investimento é fundamental para o sucesso das empresas [...]”. E que os ativos que se pode comprar hoje podem determinar a empresa que se terá daqui a muitos anos. Alertam, portanto, sobre a imobilização de capital, pois a decisão de investimento é um fator estratégico para a empresa. Não seria diligente investir sem que houvesse uma visão assertiva da dimensão dos ganhos ou perdas significativas a serem absorvidas no futuro.

Um dos principais indicadores utilizados na decisão de investimento no sentido de avaliar economicamente sua viabilidade é o Valor Presente Líquido (VPL), ou seja, descontar do investimento inicial o valor presente dos fluxos de caixa que irão ser gerados no futuro. O Valor Presente Líquido possui os seguintes componentes (BRASIL, 2002, p. 8):

$$VPL = \sum_{n=1}^N \frac{FC_n}{(1+i)^n} + FC_0$$

FC_n : fluxos de caixa ocorridos no projeto

i: taxa de desconto (custo de capital)

n: tempo da ocorrência do fluxo de caixa

FC_0 : Investimento inicial (em valor negativo).



Portanto, o Valor Presente Líquido sofre influência direta da somatória da série dos fluxos de caixa do projeto, do custo de capital aplicado no investimento e do tempo de ocorrência de cada fluxo de caixa. Percebe-se, neste contexto, que o Valor Presente Líquido será positivo se os fluxos de caixa futuros, embolsados e descontados a valor presente, forem superiores aos fluxos desembolsados, também descontados a valor presente.

Este resultado fornece informação a respeito do valor potencial de criação de valor de um investimento. Ratifica, portanto, que somente haverá criação de valor, caso os fluxos de caixas resultantes sejam positivos para remunerar os investidores após cobrir o custo do capital. A cobertura do custo do capital investido gera a criação de valor, como é exposto por Assaf Neto (2014, p. 170):

Criar valor para uma empresa ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas. Incorpora o entendimento e o cálculo da remuneração dos custos implícitos (custos de oportunidade do capital investido), não cotejado pela contabilidade tradicional na apuração dos demonstrativos de resultados, e, conseqüentemente, na qualificação da riqueza dos acionistas

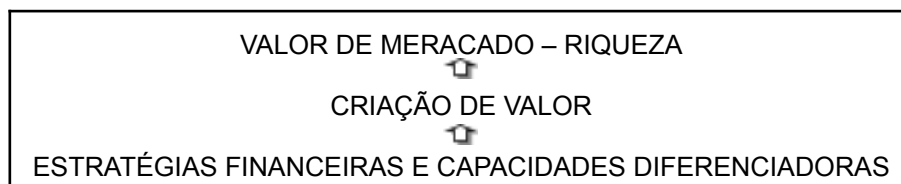
Custo de oportunidade ou custo de capital segundo Young e O'Byrne (2003, p.147), "é a taxa de retorno que o provedor de capital esperaria receber se o seu dinheiro fosse investido em um outro projeto, ativo ou empresa de risco semelhante". A empresa, então, deve maximizar os resultados da sua atividade fim, na expectativa de que os ativos proporcionem uma rentabilidade que possa atender ao retorno esperado do investidor, o qual abandonou outras opções sob o mesmo risco assumido.

Um projeto somente seria aceitável se o Valor Presente Líquido fosse positivo ou, em outras palavras, se um estudo ex ante apresentasse uma remuneração superior à esperada pelos seus investidores. Caso o Valor Presente Líquido apresente-se negativo, o projeto passa a não ser aceitável, uma vez que não agrega valor aos investidores segundo o risco assumido, ou seja, a rentabilidade dos ativos do projeto não será suficiente para atender às expectativas dos investidores.



Assaf Neto (2014) aponta o uso de estratégias financeiras e diferenciadoras para que uma empresa possa realizar uma gestão que crie valor para seus investidores, conforme demonstrado na Figura 1:

Figura 1 – Visão Sintética de uma Gestão Baseada em Valor



Fonte: Assaf Neto (2014, p.176)

A capacidade diferenciadora de uma empresa no mercado será desdobrada por direcionadores de valor que irão proporcionar melhorias nas atividades da empresa. Cada estratégia de diferenciação terá um objetivo capaz de focar os esforços de melhoria nos direcionadores de valor, que por sua vez conduzirão a empresa ao aumento do valor de mercado e da riqueza dos seus investidores.

Segundo Assaf Neto (2014, p.178), “o sucesso na criação de valor pelas empresas envolve a implementação de uma combinação das estratégias financeiras” identificadas em três dimensões: operacionais, financiamento e investimentos. Corroborando, portanto, que tão importante quanto os aspectos operacionais e de captação de recursos são os investimentos a serem realizados em uma empresa, haja vista que os investimentos devem direcionar uma organização a agregar valor para os seus investidores.

Sendo assim, a viabilidade econômica de um investimento encontra-se em congruência com a criação de valor, uma vez que um projeto será aceito quando o Valor Presente Líquido se apresentar positivo, indicando que este contribui com ativos que apresentam fluxos de caixa capazes de cobrir os desembolsos operacionais do projeto e remunerar os investidores acima do seu custo de capital. Essa é a metodologia cientificamente aceita e aplicada às atividades com fins econômicos.

O Terceiro Setor e a avaliação de investimentos

O terceiro setor, em suas diversas atuações segmentadas na sociedade, tem o propósito de realizar o papel suplementar e ou complementar de prestação de serviço público.

Uma das definições do terceiro setor é apresentada por Mazza (2013, p. 18): “o terceiro setor é composto por entidades privadas da sociedade civil que exercem atividades de interesse público sem finalidade de lucro”. O terceiro setor está assim denominado por se diferenciar da atuação do Estado como primeiro setor e das instituições com fins econômicos como segundo setor. Portanto, uma outra denominação ocorre às instituições do terceiro setor sob a nomenclatura de organizações sem fins econômicos.

Considerando a peculiaridade de não distribuir superávit, resta à organização não governamental reinvestir todo o seu resultado em seus ativos na operacionalização e elaboração de projetos que venham ratificar o propósito da sua atividade fim. As organizações sem fins econômicos, como pondera Handy (1984), tem cliente aos quais se destinam seus serviços e devem financiar as próprias atividades, fato que as obriga a pensar em termos próximos aos das empresas que visam lucro.

Pace (2009) acrescenta a necessidade de melhoria da gestão das organizações sem fins econômicos, perante o relevante cenário em que se encontra a tramitação das organizações do terceiro setor em seus complexos ambientes internos e externos. A eficiência do terceiro setor ressoa como alternativa à ação complementar ao Estado, o que implicitamente exige melhoria da gestão dos recursos aplicáveis ao setor.

A eficiência na gestão dos recursos desse segmento ou a sua ausência ecoa em milhares de organizações atuando no campo da assistência social, cultura, educação, saúde, voluntariado, desenvolvimento econômico e social, da ética, da paz, da cidadania, dos direitos humanos, da democracia, além da defesa, preservação e conservação do meio ambiente. No ano de 2015 no Brasil, o número de Fundações e Associações era superior a 236 mil entidades. Somente as



Organizações associativas geraram valor adicionado de R\$ 43,6 bilhões, valor bruto de produção de R\$ 89,3 bilhões, remuneração de R\$ 24,2 bilhões e emprego de 2,3 milhões de ocupações (IPEA, 2015). Aponta, portanto, uma volumosa movimentação de recursos financeiros em centenas de milhares de organizações, que são em partes aplicados e imobilizados em seus ativos.

Até o momento, a avaliação de investimentos em projetos sociais não possui um padrão ordinário. A maior parte das entidades ainda não utiliza os processos de avaliação, como meio estratégico para aperfeiçoar sua atuação social. Este quadro ainda se agrava perante o cenário atual, pois as agências de fomento que financiam as organizações não governamentais avaliam com maior frequência a eficácia, eficiência e efetividade de seus projetos (Tachizawa, 2007).

Conforme descreve Voltolini (2004, p. 104):

A avaliação ex ante, ou prévia, visa antecipar os resultados e impactos que o projeto pode gerar e é um excelente recurso para se saber de antemão se o diagnóstico e as hipóteses formuladas sobre o problema são adequados, se as estratégias são bem desenhadas, se os objetivos e as metas estão claramente definidos e dimensionados e se o projeto apresenta viabilidade econômica, técnica, política, se a relação custo-benefício é satisfatória etc.

Todavia, na avaliação dos projetos sociais nem sempre se reconhece algumas variáveis fundamentais como tempo do uso do recurso, o custo deste capital e tampouco parâmetros de viabilidade econômica, tornando notórias algumas lacunas neste procedimento.

RESULTADO E DISCUSSÃO

Neste tópico se desenvolve uma reflexão sobre a aplicabilidade do método Valor Presente Líquido para avaliação de viabilidade econômica de projetos em organizações do terceiro setor. Para isso é realizada primeiramente uma análise da compatibilidade do Valor Presente Líquido com o terceiro setor e posteriormente são desenvolvidos seus cálculos. A ideia dessa reflexão surge a partir da consulta ao estudo de Assaf Neto et al (2006) os quais demonstraram em suas pesquisas empíricas a possibilidade de aplicar, nas Organizações do Terceiro Setor, a Gestão



Baseada em Valor inclusive com cálculo do Valor Adicionado Econômico (EVA). Dessa forma, este estudo avança na aplicação de outros indicadores, mais especificamente o Valor Presente Líquido com a mesma base conceitual da aplicabilidade realizada por Assaf Neto et al (2006).

VPL compatível ao Terceiro Setor

O raciocínio que norteia esta reflexão é de que, como as Organizações do Terceiro Setor captam recursos da sociedade, cabe à organização aplicar estes recursos em investimentos, de tal forma que proporcionem um retorno que cubra a taxa aceitável de corte (taxa mínima de atratividade), que pode ser o custo médio ponderado de capital da organização, também composta por uma parcela de capital de terceiros.

Assim, ao obedecer a tal premissa, a organização sem fins econômicos proporcionará a criação de valor pela geração adicional de fluxo de caixa em relação aos dispêndios do projeto. Desta forma, haverá o uso e aplicação eficiente dos recursos investidos com o retorno do excedente para própria organização, iniciando um ciclo virtuoso que beneficiará a própria sociedade, ao reinvestir o superávit em novos projetos viáveis.

Vale lembrar que as empresas do Terceiro Setor, apesar de não possuírem finalidades lucrativas, devem apresentar resultados positivos permitindo o reinvestimento em projetos sociais [...]. Logo, o lucro indica o uso eficiente dos recursos, ou seja, foi possível repor os gastos e ainda existe recursos para reinvestimento. O superávit no final do exercício, além de não ser ilegal, como se imagina, permite a ampliação da ajuda dada à sociedade pela organização (Assaf Neto et al, 2006, p.10).

Fazendo uma analogia com a teoria proposta para as empresas lucrativas, em que o investidor está disposto a investir em empresas que maximizam sua riqueza, as organizações do terceiro setor que adotassem optar por avaliação de projetos sociais sob essa mesma dimensão, ou seja do uso eficiente dos recursos com resultados positivos, certamente teriam maior credibilidade da sociedade que



estaria disposta em investir em ativos dessas organizações que agregam valor para a própria sociedade segundo seu objeto.

Assim, o argumento aqui desenvolvido é de que o VPL torna-se neste primeiro ponto uma ferramenta compatível de ser aplicada ao terceiro setor e útil para tomada de decisões que aprovem projetos que criam valor econômico para a sociedade, pois o indicador tem como condição suficiente e necessária o resultado positivo da soma dos fluxos de caixa incrementais futuros trazidos a valor presente pelo custo de capital exigido no projeto, subtraídos dos seus desembolsos.

Em um segundo ponto de análise, as organizações do terceiro setor são carentes de ferramentas gerenciais que venham mensurar a eficiência e eficácia dos recursos aplicados em projetos neste segmento (Assaf Neto et al, 2006). Até mesmo os editais de captação de recursos emitidos por organizações de fomento a investimentos sociais, na ausência de indicadores de viabilidade econômica, passam a solicitar das organizações pretendentes um conjunto de requisitos referentes à gestão da sua atividade fim, ao mercado e à demanda, a fim de buscar uma maior assertividade em beneficiar aquelas organizações que façam melhor uso da aplicação do recurso.

Dada a dificuldade em captar recursos, as empresas que conseguirem mostrar sua eficiência, principalmente, através de projetos estruturados, aumentam suas possibilidades de atrair recursos das empresas empenhadas em atuar com responsabilidade social (Assaf Neto et al, 2006, p.11).

Adicionalmente a esta reflexão, uma organização ao aumentar seus investimentos necessita garantir que o seu crescente patrimônio possa ser sustentado pelo uso eficiente dos recursos aplicados. Ou seja, com o crescimento do patrimônio há necessitar de contratar pessoas, realizar manutenções em equipamentos, exigindo atenção à liquidez da empresa, que poderá também ser resguardada pelo reinvestimento do superávit e controle dos dispêndios operacionais.

O uso do VPL na avaliação dos investimentos em projetos facultará à organização utilizar uma ferramenta que possibilita admitir somente projetos que



sejam economicamente e socialmente eficientes, possibilitando inclusive mensurar as receitas incrementais a serem captadas junto à sociedade, de forma a garantir uma liquidez saudável para a instituição.

Tais evidências reafirmam a compatibilidade da aplicação do VPL no terceiro setor, uma vez que proporciona o aperfeiçoamento da gestão de investimento, tanto para captação de recursos quanto na competência da gestão do seu patrimônio.

Além disso, permite a análise de projetos mutuamente excludentes. Esta é uma situação recorrente em cenários em que os recursos são limitados, em que se tem que decidir sobre qual das alternativas deve ser escolhida na existência de mais de uma proposta para a aplicação de um recurso, em que a escolha de uma implica, automaticamente, na rejeição das demais. Nessas ocasiões, conforme o entendimento ora defendido, a alternativa com maior VPL deve ser selecionada. Quando da existência de uma cesta de investimentos, a organização deve optar por aquela que possibilite maximizar os resultados, perante a escassez de recurso a ser aplicado.

Possibilidade de cálculo do VPL nas organizações do Terceiro Setor

Como discutido, o cálculo do VPL depende das variáveis: fluxo de caixa do investimento bruto; fluxo de caixa gerado pelo projeto no futuro, custo de capital e tempo. Dentre essas variáveis, passa-se a analisar aquelas que necessitam de adaptações para o cálculo do VPL nas organizações do terceiro setor, inclusive o capital de giro implícito no fluxo de caixa do projeto.

O fluxo de caixa do investimento bruto corresponderá ao valor a ser desembolsado na aquisição e instalação dos novos ativos que serão obtidos para o projeto. São também consideradas neste item despesas como frete, seguro e treinamento. Para as organizações do terceiro setor, o entendimento é de que o componente investimento bruto não carece de nenhuma alteração, sendo aplicado em conformidade com qualquer segmento do mercado.



O fluxo de caixa gerado pelo projeto consiste no confronto das receitas e despesas projetadas, ajustadas por eventos econômicos (e temporais) que não figuram no resultado por regime de competência, neste caso a depreciação e a variação da necessidade de capital de giro. Os componentes de confrontos que irão resultar no fluxo de caixa são: receita bruta, deduções, custos e despesas operacionais, depreciação, necessidade de capital de giro e valor residual.

Em função das peculiaridades das organizações do terceiro setor, que pela sua natureza, trabalham com doações e tratamento tributário específico, faz-se necessárias novas interpretações dos componentes: receita bruta, deduções e necessidade de capital de giro.

A começar pela receita bruta, em relação à qual será considerada análise já desenvolvida por Assaf Neto et al (2006, p.12), em organizações do terceiro setor, a saber:

A receita apresentada nas demonstrações refere-se, predominantemente, a valores recebidos em doação, que não podem ser diretamente relacionados com os custos dos serviços prestados (não existe relação de proporcionalidade entre eles), portanto, não é possível afirmar que a empresa que apresenta maior resultado foi a que mais contribuiu para a comunidade.

Partindo dessa observação de Assaf Neto et al (2006) sobre a impossibilidade de considerar o uso das receitas provenientes de doações como serviço prestado, situação peculiar das Organizações do Terceiro Setor, este estudo apresenta como proposta de receita bruta, de um projeto de investimento, o valor incremental da prestação de serviço à sociedade, segundo o produto ou serviço do projeto de investimento em avaliação. Ou seja, a receita bruta incremental será mensurada pelo valor médio desses serviços que seria praticado no mercado ou pelo valor que o próprio governo estaria disposto a desembolsar, a exemplo do Sistema Único de Saúde (SUS) para o segmento de entidades de saúde. Justifica-se esta última opção, pela hipótese de que o Estado ao assumir este serviço pagaria assim tal quantia, o que representaria o valor que “o Estado está disposto a arcar por tal prestação de serviço, uma vez que há a compreensão de



que o terceiro setor atua como uma extensão da ação do Estado tradicional” (Costa; Rosa, 2003. p.2).

Faz-se necessário observar que a receita bruta incremental levantada, considerando a proposição deste estudo, é apenas uma referência que será utilizada no cálculo da viabilidade para confrontar essa receita com os custos efetivamente existentes no projeto, a fim de medir se o investimento e os custos operacionais do projeto serão acobertados por essa receita, mesmo que efetivamente não realize a cobrança pelo serviço prestado, por se tratar de filantropia.

Para o componente “deduções”, a maioria das fundações pode ser considerada imune, haja vista que as instituições de educação ou de assistência social são amparadas pelo artigo 150, VI, “c” da Constituição Federal, no qual é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, instituir impostos sobre estas organizações. Assim, cada Organização do Terceiro Setor deverá verificar o tipo de atividade e avaliar a sua situação tributária. Caso faça jus à imunidade sobre os impostos que recaiam sobre as rendas, patrimônio e serviço de sua atividade fim, conforme definição da lei, não haverá, obviamente, desembolso de caixa a ser considerado na avaliação do projeto.

Quanto à necessidade de capital de giro, inicia-se a análise através da interpretação do seu conceito. Segundo Brasil (2002, p. 50), “a necessidade de capital de giro representa o volume de financiamento que a empresa necessita para investir no giro das suas operações”. Este volume é resultado do confronto entre ativos e passivos circulantes operacionais.

Todavia, como já citado, as Organizações do Terceiro Setor aqui consideradas, não comercializam produtos ou serviços. Portanto, mesmo que as fontes espontâneas (fornecedores a pagar, salários a pagar) concedessem prazo de pagamento suficiente para realização de toda produção do ciclo operacional, como se estivessem financiando os ativos operacionais (estoque de matéria prima, em elaboração e acabado), a organização continuaria liquidando posteriormente as



obrigações dos passivos operacionais através dos seus recursos próprios, vez que não haverá recebimento de receitas geradas pela venda dos produtos financiados pelas fontes espontâneas para liquidação das obrigações. Logo, todo capital investido no ciclo operacional para realização da atividade fim da organização deverá ser considerado como fluxo de caixa a ser desembolsado, representando apenas um desembolso operacional.

O último item a ser analisado na adaptação do VPL é o custo de capital. Levando em consideração que as organizações do terceiro setor, majoritariamente, não possuem capital de terceiros em sua estrutura de capital, o custo médio ponderado de capital se resumirá na análise do custo do capital próprio.

Inicialmente, torna-se necessário lembrar que o Patrimônio Líquido em organizações sem fins econômicos, denominado de Patrimônio Social, é formado por suas principais contas: o capital social, reservas de superávit e o superávit acumulado. Como o capital social é da sociedade, logo o superávit não possui distribuição de resultado. O reinvestimento deste será na própria empresa, que terá a missão de converter em benefício para sociedade.

Qual seria então o custo do patrimônio social de uma Organização do Terceiro Setor? Para este cálculo, uma opção é considerar o seu custo de oportunidade, o qual representa a melhor opção de investimento abandonada no mercado sob o mesmo risco para se investir. No entanto, o melhor retorno sobre os investimentos de Organizações do Terceiro Setor de mesmo risco não é possível de ser calculado, haja vista não existir distribuição de resultados ou retornos econômicos na condição de quem é doador.

Sendo assim, a opção adequada seria representar o custo do capital da organização pela taxa de juro básica que representa a taxa livre de risco do país, uma vez que o capital investido, ou Patrimônio Social, é de propriedade da sociedade (Assaf Neto, 2006). A sociedade, ao investir em projetos sociais, está utilizando de seus excedentes, para que o recurso doado retorne em benefícios sociais, através do uso eficiente de investimento.



A alocação de capital entre poupadores e investidores é determinada em uma economia de mercado pelas taxas de juros. O juro pode ser entendido como o preço pago pelo aluguel do dinheiro, ou seja, o valor que deve ser pago pelo empréstimo de um capital (Assaf Neto, 2014, p. 87)

A taxa Selic é formada pela negociação por um dia útil dos títulos públicos federais (Brasil, 2002).

Pela natureza dos papéis negociados (títulos públicos), a taxa Selic é aceita na economia brasileira como uma taxa livre de risco (risk free), sendo importante referência ainda para a formação das taxas de juros do mercado (Assaf Neto, 2014, p. 91)

Passa este estudo, então, é considerada a taxa Selic como o custo de capital próprio, por ser a remuneração da aplicação dos excedentes dos poupadores do mercado financeiro, reconhecida pelo governo, que não querem assumir riscos. De certa forma, ao realizar doações, a comunidade oferta o capital em forma de recurso a ser investido sob um risco mínimo pela instituição proprietária do projeto.

Cálculo do Valor Presente Líquido sobre um investimento de uma Organização sem Fins Econômicos

O cálculo deste estudo foi realizado em uma Fundação que possui mais de 25 anos de existência no estado de Minas Gérias, no Brasil, portanto uma instituição consolidada e que recebeu vários prêmios de reconhecimento do seu trabalho, como o título e o selo de Empresa Cidadã, concedido pelo Grupo Santa Casa de Belo Horizonte, em reconhecimento ao trabalho realizado a Pediatria do Hospital Central, que atende unicamente ao Sistema Único de Saúde.

Essa Fundação possui funcionários e voluntários que atuam em atividades distintas, no intuito realizar a sua missão. Muitas dessas atividades estão inseridas dentro de seus vários programas, destacando-se neste estudo o programa “Transportando Valores”, o qual disponibiliza transporte para hospitais, clínicas e ambulatórios, para os assistidos e seus acompanhantes e será denominada neste estudo como Fundação X.



A receita dessa Fundação X é constituída de doações realizadas por pessoas físicas e jurídicas, além de instituições que fomentam projetos para Organizações do Terceiro Setor.

Para demonstração da reflexão teórica antes desenvolvida, o cálculo do VPL foi realizado por uma simulação sobre o investimento de aquisição de um veículo para condução de seus assistidos, considerando-o como *ex ante*, portanto, retornando ao tempo da decisão da sua aquisição.

Sendo assim, foi estabelecido o marco temporal de 2019, por ser uma data do ano de aquisição do veículo para a Fundação X. Com isso, foram utilizados os preços da Tabela de Procedimentos, Medicamentos e OPM do SUS de 2019 (Datusus, 2020a, 2020b), como valor de receita, para cálculo da receita bruta dos serviços prestados.

A receita incremental gerada a ser considerada na análise de viabilidade econômica origina-se de uma hipotética cobrança pela Fundação X do deslocamento do paciente e do seu acompanhante pela tabela do SUS, considerando-se que para cada paciente transportado haverá o seu respectivo acompanhante.

As Tabelas a seguir demonstram cada item para o cálculo do VPL do investimento em um veículo nesta organização, ou seja: as receitas e os custos e despesas operacionais ocorridos com o serviço bem como o investimento referente a aquisição do veículo.

Tabela 1 – Composição das Receitas a partir dos Serviços Gratuitos Prestados à Comunidade

Serviço prestado	Atendimento nº deslocamentos /mês	Valor pelo SUS (R\$)	Receita Gerada (R\$) / mês
		Paciente 4,95	
Transporte	242	Acompanhante 4,95	2.395,80
		Total 9,90	

Fonte: Fundação observada



Tabela 2 – Composição dos Custos e Despesas operacionais do projeto para prestar serviços à comunidade ao ano em R\$

Combustível	Salários e Encargos Motorista	Lubrificantes /Manut	Seguro	IPVA	Taxa Licenciamento Seguro Obrigatório	Total
R\$ 8.180,43	Sunk Cost*	R\$ 1.664,72	R\$ 4.114,22	Isento	163,33	14.122,71

*Custo incorrido na empresa (custo não gerado pelo projeto)

Fonte: Fundação observada

Tabela 3 – Composição Fluxo de Caixa do Projeto

Ano	Investimento (CAPEX)	Receitas Operacionais	Custos/Desp. Operacionais	EBITDA Adicional	Valor Residual	Fluxo de Caixa do Projeto
0	-95.890,00					-95.890,00
1		28.749,60	-14.122,71	14.626,89		14.626,89
2		28.749,60	-14.122,71	14.626,89		14.626,89
3		28.749,60	-14.122,71	14.626,89		14.626,89
4		28.749,60	-14.122,71	14.626,89		14.626,89
5		28.749,60	-14.122,71	14.626,89	64.498,43	79.125,33

Fonte: Elaboração Própria

Há de se ressaltar que os desembolsos apresentados nas Tabelas 2 e 3 acima são valores efetivos do fluxo de caixa. Já as receitas nas Tabelas 1 e 2 não ocorrem efetivamente, haja vista que a prestação de serviço é gratuita pela Fundação X. Essa dinâmica é estabelecida a partir do entendimento de que se o Estado fosse realizar esse serviço via uma instituição credenciada ao SUS, haveria compulsoriamente o recebimento desse serviço prestado pela instituição. Nesse sentido, entende-se que a Fundação X, criada para prestar serviços à sociedade e mantida por doações dessa mesma sociedade, deveria considerar hipoteticamente que seus investimentos são viáveis economicamente se suas atividades operacionais fossem capazes de retornar novamente à sociedade o investimento realizado a partir do que o Estado reconhece como condições de pagar por esse serviço.

Foi o que o ocorreu com o investimento da Fundação X, pois com os dados apresentados e considerando a taxa Selic de 4,40% (BCB, 2020) o VPL atingido correspondeu a R\$ 20.506,22. O VPL indica que a Fundação X realizou um investimento para atendimento as demandas da sua atividade com uma eficiência suficiente para remunerar o capital investido pela sociedade em termos de benefícios versus custos e despesas operacionais. Desta forma, o projeto é economicamente viável, pois a organização irá operar com um retorno superior ao mínimo exigido pela sociedade (uma vez que a TIR do projeto, em 9,88%, é superior à taxa Selic).

Além disso, essa metodologia aplicada como ferramenta no processo decisório, poderá conduzir, através de direcionadores de valores, melhorias no projeto a ser realizado. Os direcionadores, neste caso, se constituem nas variáveis do projeto que afetam o seu VPL. Uma variável que afeta diretamente o desempenho do projeto é o número de atendimentos (deslocamentos) aos pacientes. Como o VPL é positivo, a média de 242 atendimentos por mês é suficiente para retribuir com eficiência à sociedade (na forma de valores que seriam pagos pelo Estado) o investimento que foi aplicado na Fundação.

Constatou-se, ainda, que a demanda mínima de atendimentos para que o projeto continue viável é de 187 atendimentos por mês, aproximadamente. Este montante de atendimentos é o que torna o VPL igual a zero. Ou seja, pode-se dizer que é o ponto de equilíbrio do projeto em número de atendimentos e consiste em uma informação estratégica que pode nortear sua execução para que o serviço a ser prestado não se torne ocioso. Para que a Fundação X traga valor à sociedade é necessário, portanto, que os deslocamentos mensais de pacientes estejam acima desse patamar. O volume mínimo de deslocamentos poderia ser utilizado como um indicador de desempenho em uma gestão estratégica baseada em valor.

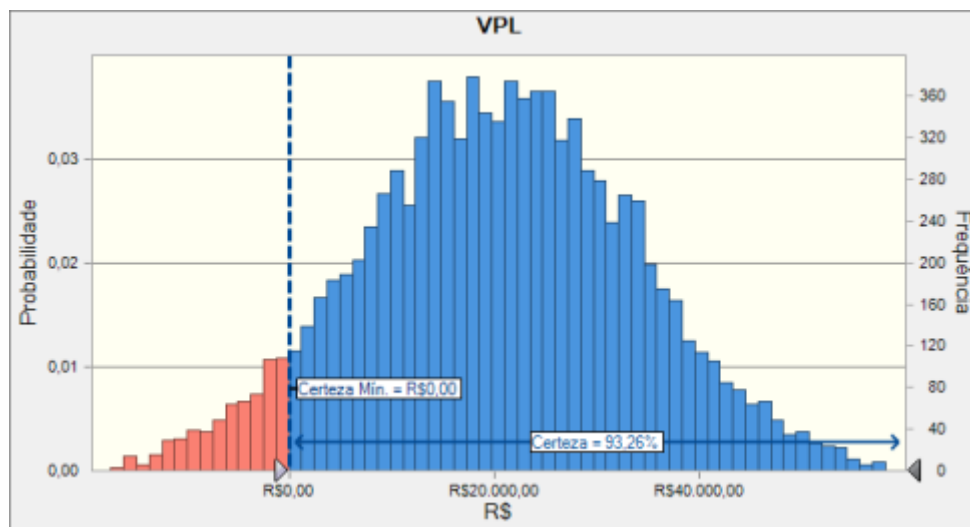
Há de considera que existe incerteza atrelada ao número de atendimentos realizados. Dessa forma, adicionalmente é introduzida na análise a abordagem do método de Monte Carlo, que realiza simulações de probabilidade das variáveis



selecionadas que podem impactar a viabilidade do projeto (Massari; Gianfrati; Zanetti, 2016). A média foi constatada a partir de um histórico de atendimentos realizados na instituição, que variam mês a mês.

A dispersão constatada do número de atendimentos mensal é baixa. Martins e Theóphilo (2009) sugerem regras empíricas para interpretações de coeficientes de variação (de Pearson) e atribuem que médias com baixas dispersões possuem desvios padrões relativos inferiores a 15%. Portanto, foram definidas como premissas da simulação a variável aleatória “nº de atendimentos” e atribuída a ela uma distribuição de probabilidade normal, com média de 242 e desvio padrão de 36 (15%, aproximadamente, da média de atendimentos). Dessa forma, considerou-se que os atendimentos mensais serão normalmente distribuídos com valor esperado de 242 por mês, com desvio padrão de 36. Definidos os pressupostos, executou-se 10.000 simulações de VPL (patamar suficiente, conforme a literatura). As frequências são ilustradas na Figura 2.

Figura 2: Probabilidade do VPL pela aleatoriedade no atendimento



Fonte: Elaboração Própria

De acordo com a simulação, existe probabilidade associada de 93,26% de que o projeto possua VPL positivo. Apesar disso, percebe-se que ainda há risco (de 6,74%) relativo ao número de atendimentos não atingir o patamar mínimo suficiente

para que a Fundação X devolva o investimento à sociedade, com eficiência. A Tabela 4 apresenta as estatísticas da simulação.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das simulações de VPL

Estatísticas	VPL
Nº de Simulações	10.000
Caso Base	R\$20.506,22
Média	R\$20.363,58
Mediana	R\$20.483,69
Desvio Padrão	R\$13.467,88
Coefficiente de Variação	66%
Mínimo	(R\$26.804,18)
Máximo	R\$73.841,42

Fonte: Elaboração Própria

O resultado da análise de viabilidade econômica do projeto social indica importantes pontos para a gestão da Fundação X em estudo, a saber: a) o VPL indica a eficiência do uso dos recursos investidos pela sociedade em projetos sociais, potencializando a criação de valor econômico e social para a comunidade; b) permite a identificação do volume de serviços a ser prestado para comunidade segundo a receita reconhecida pelo primeiro setor; c) estabelece a dimensão dos limites do valor da receita incremental que deverá ser arrecadada para manutenção do projeto, após a sua implantação, pelos doadores que mantêm a atividade fim da organização.

Ao utilizar a metodologia do VPL na avaliação de investimento, o terceiro setor proporcionará agregação de valor social para sociedade; fomentará a efetividade e sustentabilidade em suas atividades, tornando-a financeiramente e economicamente saudável.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo se propôs a verificar a aplicabilidade do método VPL na avaliação de viabilidade econômica de projetos de organizações sem fins econômicos e que formam suas receitas através de doações.



Os resultados obtidos apresentaram compatibilidade da aplicação do VPL no terceiro setor, desde que as variáveis: receita incremental do fluxo de caixa, necessidade de capital de giro e custo de capital sejam adaptadas às peculiaridades do segmento. O uso do VPL nas Organizações do Terceiro Setor faculta mensurar a criação de valor social para avaliação de projetos quanto à sua eficiência e sua condição financeira, possibilitando ainda avaliar sua taxa interna de retorno. Além disso, permite a essas instituições identificar direcionadores de valores para a eficiência operacional de projetos sociais superavitários. Isso porque, ao desmembrar os parâmetros limitantes das variáveis de número de atendimentos na prestação de serviço e as despesas operacionais, é possível estabelecer metas que direcionam as ações gerenciais de forma a garantir que o investimento realizado opere com resultados de produtividade dentro dos limites da viabilidade econômica para a organização e por consequência para a sociedade.

O ensaio realizado neste estudo, de análise de viabilidade de investimentos para organizações sem fins econômicos, contribui para assertividade da tomada de decisão sobre a aplicação de recursos em seus ativos, advindos da sociedade. Portanto, torna a tomada de decisão para investimento mais racional, mensurável e capaz de suprir a lacuna sobre a viabilidade em termos de eficiência econômica do projeto a ser implantando. Além disso, permite aos gestores desse segmento selecionarem projetos excludentes em função do melhor resultado de VPL e da limitação de recursos disponíveis.

Certamente, outras medidas, de qualidade social devem ser aplicadas na avaliação de um projeto do terceiro setor. Este estudo limitou-se aos itens da viabilidade econômica.

Este trabalho abre espaço para futuras reflexões sobre o uso de outros indicadores nas decisões de avaliações de projetos sociais, tais como *payback*, valor anual equivalente, bem como análise de sensibilidade ao risco do investimento.



REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, A.; ARAÚJO, A. M. P.; FREGONESI, M. S. F. do A. Gestão Baseada em Valor Aplicada ao Terceiro Setor. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo [S. l.], v. 17, n. spe, p. 105-118, jun. 2006. DOI: 10.1590/S1519-70772006000400009. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34199>. Acesso em: 5 jan. 2023.

ARAÚJO, Osório Cavalcante. **A utilização de informações contábeis para o processo de gestão de organizações do terceiro setor situadas no estado do Ceará**. 2002. 162 f. Dissertação de Mestrado em Controladoria e Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

BAVA, Sílvio Caceia. **O terceiro setor e os desafios do estado de São Paulo para o século XXI**. Cadernos ABONG. V. 27. São Paulo, mai. 2000.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Acesso à informação. **Taxa Selic**. Brasília-DF, 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 16 jan. 2020.

BRASIL, H. G. **Avaliação moderna de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. **Fundamentos da administração financeira**. Tradução de Robert Brian Taylor. 3. ed. – Rio de Janeiro: McGraw-Hill Irwin, 2002.

COSTA, A.L.; ROSA, S.T. Análise comparativa da eficiência e eficácia de gestão entre organizações do terceiro setor e organizações governamentais: um estudo de casos múltiplos nos serviços de educação infantil. In: Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-graduação em Administração (EnANPAD), XXVII, **Anais Atibaia**: ANPAD, 2003.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DATASUS. Sistema de Gerenciamento da Tabela de Procedimentos, Medicamentos e OPM do SUS. **Procedimento**: 08.03.01.012-5 - unidade de remuneração p/deslocamento de paciente por transporte terrestre (cada 50 km). Brasília-DF, 2020a. Disponível em: <http://sigtap.datasus.gov.br/tabela-unificada/app/sec/procedimento/exibir/0803010125/01/2020>. Acesso em: 16 jan. 2020a.



DATASUS. Sistema de Gerenciamento da Tabela de Procedimentos, Medicamentos e OPM do SUS. **Procedimento:** 08.03.01.010-9 - unidade de remuneração p/deslocamento de acompanhante por transporte terrestre (cada 50 km de distância). Brasília-DF, 2020b. Disponível em: <http://sigtap.datasus.gov.br/tabela-unificada/app/sec/procedimento/exibir/0803010109/01/2020> Acesso em: 16 jan. 2020b.

GAZETA MERCANTIL. **Caderno Indústria e Serviços**. Vários exemplares. São Paulo, 2002.

Hansmann, H. *The role of nonprofit enterprise*; **Yale Law Journal**, Vol. 89, nº 5, p. 839-901, 1980.

HANDY, C. **The future of work**. Oxford: Brasil Blackwell, 1984.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE), 2016. **As fundações privadas e associações sem fins lucrativos no Brasil** Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/outras-estatisticas-economicas/9023-as-fundacoes-privadas-e-associacoes-sem-fins-lucrativos-no-brasil.html?=&t=destaque>. Acesso em: 03 jan. 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA), 2015. **A importância do terceiro setor para o PIB no Brasil e em suas regiões**. Disponível em: <https://mapaosc.ipea.gov.br/> . Acesso em: 15 abr. 2023

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MASSARI, M; GIANFRATE, G; ZANETTI, L. **Corporate valuation: Measuring the value of companies in turbulent times**. John Wiley & Sons, 2016.

MAZZA, Alexandre. **Manual de Direito Administrativo**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

PACE, E. S. U. **Metodologias de Avaliação de Desempenho com a criação de valor como contribuição ao planejamento das organizações sem fins lucrativos**. 2009. 365 f. Tese de doutorado apresentado ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 2009.

TACHIZAWA, T. **Organizações não governamentais e Terceiro Setor: Criação de ONGs e estratégias de atuação**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.



