

PROPOSTA DE MODELO PARA AVALIAÇÃO DA ROBUSTEZ ESTRATÉGICA  
DE UMA ANÁLISE FINANCEIRA

André Rego Macieira

DISSERTAÇÃO SUBMETIDA AO CORPO DOCENTE DA COORDENAÇÃO DOS  
PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO DE ENGENHARIA DA UNIVERSIDADE  
FEDERAL DO RIO DE JANEIRO COMO PARTE DOS REQUISITOS  
NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO GRAU MESTRE EM CIÊNCIAS EM  
ENGENHARIA DE PRODUÇÃO.

Aprovada por:

---

Prof. Domício Proença Junior, D.Sc.

---

Prof. Adriano Proença, D.Sc.

---

Prof. Heitor Mansur Caulliraux, D. Sc.

---

Prof. Antonio de Araújo Freitas Junior, D. Sc.

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL

MARÇO DE 2007

MACIEIRA, ANDRÉ

Proposta de modelo para avaliação da  
robustez estratégica de uma análise financeira  
[Rio de Janeiro] 2007

X, 116 p. 29,7 cm (COPPE/UFRJ,  
M.Sc., Engenharia de Produção, 2007)

Dissertação – Universidade Federal do  
Rio de Janeiro, COPPE

1. Robustez estratégica

2. Análise financeira

I. COPPE/UFRJ II. Título (série)

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer ao Grupo de Produção Integrada pelo desenvolvimento profissional adquirido ao longo destes anos, em especial aos professores Heitor Caulliraux e Renato Cameira.

Agradecimentos especiais aos professores Adriano Proença e Domicio Proença Junior pela orientação recebida ao longo da elaboração desta dissertação.

Por fim, a família pelo apoio e paciência ao longo destes últimos meses e pelo carinho ao longo de todos estes anos.

Resumo da Dissertação apresentada à COPPE/UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Mestre em Ciências (M.Sc.).

PROPOSTA DE MODELO PARA AVALIAÇÃO DA ROBUSTEZ  
ESTRATÉGICA DE UMA ANÁLISE FINANCEIRA

André Rego Macieira

Março / 2007

Orientador: Domício Proença Junior

Programa: Engenharia de Produção

Esta dissertação se propõe a resolver a problemática de como utilizar de forma conjunta e complementar a percepção de valor estratégico compreendida por um gestor de negócios, com o valor efetivamente quantificado por um analista financeiro, de forma a reforçar o entendimento e análise de valor do objeto estudado.

Especificamente, o autor concentra seus estudos na criação de um modelo que oriente gestores de negócios e analistas financeiras a avaliar a robustez de uma análise financeira frente aos conceitos desenvolvidos pela disciplina de análise estratégica.

Espera-se que esta ferramenta suporte analistas financeiros a incorporar conceitos de análise estratégica em sua modelagem financeira, habilitando um melhor entendimento sobre as razões que levam uma organização a ter um maior ou menor retorno em relação aos seus concorrentes.

Quanto aos gestores de negócios, espera-se que utilizem o modelo proposto para estruturar a validação de uma modelagem financeira, resgatando os devidos conceitos e ferramentas de estratégia necessários a análise de cada item de uma planilha financeira.

Abstract of Dissertation presented to COPPE/UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Science (M.Sc.)

MODEL PROPOSAL TO EVALUATE THE STRATEGICAL ROBUSTNESS  
OF A FINANCIAL ANALYSIS

André Rego Macieira

March / 2007

Advisor: Domício Proença Junior

Department: Production Engineering

This dissertation projects aims to solve the problem of utilizing in a complementary way the perception of strategic value understood by a business man with the value quantified by a financial annalist to reinforce the value analysis of the object studied.

Indeed, the author concentrates its studies in the creation of a model to guide business men and financial annalists to evaluate the robustness of a financial analysis supported by the concepts developed by the strategic analysis discipline.

This tool should support financial annalists to incorporate concepts of strategic analysis into their financial models, enabling a better understanding of the reasons that take an organization to have a better return of its competitors.

This tool should also be utilized by business men to structure the validation of a financial model, indicating the appropriate strategic concepts and tools necessaries to the analysis of each item of a financial spreadsheet.

## Sumário

1.	Introdução.....	1
1.1.	Definição do Problema.....	3
1.2.	Justificativa – A Importância do Valor de um Negócio.....	6
1.3.	Histórico no Tema.....	8
1.4.	Delimitação do Problema.....	10
1.5.	Objetivos.....	13
1.6.	Metodologia e Método de Trabalho.....	13
1.7.	Estrutura do Trabalho.....	14
2.	Estado da Técnica de Análise Financeira.....	16
2.1.	Lucro Econômico.....	16
2.2.	Reavaliação de Ajustes Contábeis.....	18
2.3.	Análise do Desempenho Histórico.....	21
2.4.	Projeção das Receitas (ou Lucro) Esperadas.....	24
2.5.	Cálculo do Custo de Capital.....	26
2.6.	Fluxo de Caixa Descontado.....	31
2.7.	Opções Reais.....	36
2.8.	Considerações Finais do Estado da Técnica de Análise Financeiro... 46	
3.	Estado Técnica de Análise Estratégica.....	48
3.1.	Mapeamento do Cenário de Negócios.....	49
3.2.	Criando Vantagem Competitiva.....	55
3.3.	Dinâmicas Competitivas e Cooperativas.....	59
3.4.	Construindo e Sustentando o Sucesso.....	67
3.5.	Considerações Finais sobre o Estado da Técnica em Análise Estratégica	73
4.	Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira.....	75

4.1. Trajetória de Construção do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira.....	75
4.2. Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira	87
5. Aplicação da Avaliação da Robustez Estratégica na Análise Financeira da Abertura do Caso Renner .....	93
5.1. Visão Geral do Negócio da Renner .....	93
5.2. Análise Financeira da Renner.....	95
5.3. Aplicação do Modelo de Robustez Estratégica na Análise do Valor da Renner	98
5.4. Conclusão da Aplicação do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica na Análise Financeira da Renner .....	106
5.5. Considerações adicionais sobre a aplicação do Modelo no estudo de caso	107
6. Conclusão .....	110
6.1. Contribuições do uso do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica para Análise Financeira “Tradicional” .....	112
6.2. Encaminhamentos.....	114
7. Bibliografia.....	115

## Lista de Figuras

Figura 1– Framework para “financeirização” de uma decisão estratégica.....	9
Figura 2 - Estrutura de indicadores proposta por Coppeland et al. (2002).....	23
Figura 3 - Sistema de Indicadores Dupont Modificado.....	24
Figura 4 - Fluxo de caixa para quantificação do valor de uma estratégia .....	34
Figura 5 - Identificando opções de decisão .....	38
Figura 6 - O retorno da opção de Thales .....	40
Figura 7 - Incertezas de um problema de opções reais.....	42
Figura 8 – Representação do valor de um ativo como uma árvore binomial recombinante .....	44
Figura 9 – Método do <i>portfólio</i> replicado .....	45
Figura 10 - 5 Forças de Porter .....	53
Figura 11 – Rede de Valor.....	54
Figura 12 - Análise do posicionamento de uma organização .....	57
Figura 13 - Cadeia de Valor de Porter.....	58
Figura 14 – Análise da estratégia adotado com foco na reação dos concorrentes .....	62
Figura 15 - Ameaças ao valor de um recurso .....	66
Figura 16 - Análise do posicionamento de uma organização.....	76
Figura 17 - Framework para análise de decisões intensivas em Comprometimento .....	77
Figura 18 - Framework para Vantagem Competitiva.....	77
Figura 19 - Direcionadores da Lucratividade e Crescimento de uma Organização .....	78
Figura 20 - Modelo Geral para criação e valor.....	78
Figura 21 - Framework para Análise Financeira da Taxa de Crescimento Sustentável de uma Organização.....	79



Figura 22 - Recursos como uma base para a Lucratividade .....	80
Figura 23 - Impacto do Planejamento Estratégico Corporativo no Valor de Mercado de uma Organização .....	81
Figura 24 - Sistema de Indicadores Dupont Modificado.....	82
Figura 25 - Visão integrados dos <i>explicadores do lucro econômico</i> .....	86
Figura 26 - Fórmula para cálculo da receita bruta da Renner .....	95

## Lista de Tabelas

Tabela 1 - Demonstrativo de Resultado de Exercício .....	19
Tabela 2 - Balanço .....	19
Tabela 3- Comparação dos modelos e <i>frameworks</i> existentes com os <i>explicadores do lucro econômico</i> .....	85
Tabela 4 - Previsão da Receita Bruta (R\$ milhões).....	96
Tabela 5 - Previsão do DRE (R\$ milhões) .....	97
Tabela 6 - Previsão do Fluxo de Caixa.....	97
Tabela 7 - Previsão do WACC .....	98
Tabela 8 – Variação da receita com o tempo.....	100
Tabela 9 - Variação do custo unitário com o tempo.....	101
Tabela 10 - Variação da receita com o tempo .....	102
Tabela 11 - Variação da receita com o tempo .....	103
Tabela 12 - Variação do capital investido no tempo .....	104
Tabela 13 - Variação do custo de capital ao longo do tempo.....	105

# 1. Introdução

Gestores estão sempre decidindo sobre algum assunto, desde questões menores e diárias - como responder um e-mail, como conduzir uma reunião -, passando por decisões estratégicas - qual produto desenvolver, quando lançar um produto -, até questões intensamente pessoais - qual carreira seguir, com quem se casar. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004 apud MUOIO 1998)

Contudo, o que é preciso para tomar boas decisões? Deve-se atribuir uma maior importância a fatos e probabilidades, ou apenas seguir seu instinto pessoal? Qual a importância do tempo para a tomada de melhores decisões? Até que ponto a pressão por uma decisão se traduz em uma decisão mais sábia? Finalmente, será que de fato é possível aprender a tomar uma melhor decisão? (SMIT & TRIGEORGIS, 2004 apud MUOIO 1998)

Muoio et alies (1998) solicitaram a dez importantes gestores (não se restringindo a organizações privadas), que refletissem sobre estes questionamentos, sendo obtidas as seguintes respostas:

- Para tomar boas decisões, se faz necessário uma grande confiança em seu julgamento. *Ed Koch, Prefeito da Cidade de Nova York, 1978-89*

- Eu tomo decisões ruins o tempo todo. Todavia, obtive sucesso porque desenvolvi um processo para identificar e modificar estas decisões rapidamente. Eu abordo toda decisão com um olho nos retornos de longo prazo. *Pamela Lopker, Presidente, QAD Inc., Califórnia*

- Para as grandes decisões – Com quem devo casar? Devo seguir esta carreira? Devo vender minha firma? Quando devo ir a público? – deixe padrões se desenvolverem em sua mente. Deixe que indícios e evidências apareçam do ambiente. Esta abordagem para tomada de decisão necessita de tempo, paciência, e um outro ingrediente chave, a coragem. É necessário coragem para ouvir sua sabedoria interior. Contudo, uma vez que se escuta esta sabedoria, tomar uma decisão se transforma em algo absolutamente fácil. *W. Brian Arthur, Professor, Santa Fé Institute, New México*

- Aprendi muito sobre tomada de decisão, observando como uma máquina joga uma partida de xadrez. Em 1996, Deep Blue jogou contra Gary Kasparov, o campeão mundial de xadrez. Deep Blue ganhou o primeiro jogo, mas perdeu o confronto. Um humano usa uma combinação de conhecimento, estratégia e intuição, para definir suas jogadas. Uma máquina confia na sua capacidade computacional e na sua habilidade,

para processar um grande montante de dados. Na média, um humano pode gerenciar de três a quatro posições por segundo. Deep Blue pode avaliar 200 milhões de alternativas por segundo. Portanto, uma máquina possui uma grande vantagem neste aspecto. Todavia, Deep Blue também possui fraquezas centradas em sua incapacidade de ser flexível.

Algo interessante ocorreu quando Deep Blue enfrentou Kasparov para uma revanche. Enquanto refinamos Deep Blue, para que ele pudesse tomar decisões e jogar de forma mais parecida com um humano, Kasparov aprimorou sua estratégia, para que pudesse jogar melhor contra um programa de computador padrão de xadrez. No sexto jogo, Deep Blue surpreendeu Kasparov, sacrificando um cavalo para adquirir uma vantagem estratégica. Kasparov, que não havia planejado tal decisão, percebeu quão inflexível sua própria estratégia se tornou. *Chung-Jen Tan, Sênior Manager, Applications Systems, IBM's Thomas J. Watson Research Center, New York; Tan manages IBM's Deep Blue computer-chess project.*

- A intuição oferece um caminho para integrar e sintonizar, pesar e ponderar informação. Se eu tenho que tomar uma decisão, escuto o que os outros pensam. Ultimamente, no entanto, escuto minha intuição. Eu adio uma decisão até o momento em que acordo em uma manhã, e sei para onde estou indo. *Deborah Triant, CEO e Presidente, Check Point Software Technologies Inc., California*

- Nada pode paralisar um processo de tomada de decisão de tal forma quanto a incerteza. As grandes decisões que falharam na Shell, não falharam por causa de nossas operações, ou da nossa gestão de projetos. Elas falharam sim, em não compreender o mundo exterior. É por isto que, sempre que estamos na iminência de uma grande decisão, realizamos um planejamento dos cenários futuros. *Roger Rainbow, VP Global Business Environment Shell International Ltd., London*

- O ponto crucial de uma tomada de decisão não é fazer as coisas certas, mas ter certeza que o foco está sendo dado nas coisas certas. *Chris Newell, Executive Director, the Lotus Institute, Lotus Development Corp., MA*

- Por meio da transformação da arte da tomada de decisão em ciência, pode-se economizar tempo, dinheiro e frustração. *Buz Mertes, VP, Loss Management and Policy Servicing, GE Capital Mortgage Insurance Corp., North Carolina*

- Uma vez tomada uma decisão, é melhor que você esteja preparado para comunicá-la. *Jerry Seeman, Senior Director of Officiating, National Football League, New York.*

- Quando uma decisão está sendo tomada, não escute sua intuição. O uso da intuição o desvia de seu caminho, superestimando drasticamente sua avaliação. O desejo para seguir a intuição reflete a mitologia de que uma pessoa não quer pensar de forma racional e sistemática. São contadas histórias em que a intuição influenciou certas decisões, as quais não se entendia o porquê, ou o como. Frequentemente, quando se escuta falar sobre a intuição, na verdade, o que realmente está dito é uma justificativa para a sorte. A intuição pode ser adequada para as pequenas decisões da vida, como qual sorvete comprar. Contudo, no que tange as grandes decisões, é necessário passar por um processo mais sistemático.

A utilização de um processo sistemático envolve a identificação de todos os fatores e pesos possíveis, para cada uma das alternativas existentes. Você utiliza um pouco de aritmética e consegue uma análise que indique que A é superior a B. Todavia, sua intuição pode induzir a escolha de B ao invés de A, emergindo a dúvida de como atuar neste momento.

Nestes casos, percebe-se que a maioria das pessoas prefere optar por seguir sua intuição. Surge então a seguinte questão: por que foi realizado todo o trabalho analítico anterior? Não há dúvidas de que ou a intuição ou a análise está errada. Desta forma, adie a decisão até que se possa determinar porque sua intuição não está sincronizada com sua análise sistemática. Este é o propósito de uma análise sistemática: informar sua intuição para que você considere, de fato, todas as opções, e possa tomar uma decisão mais sábia. *Max Bazerman, Professor, Kellogg School of Management, Northwest University*

- Um dos maiores obstáculos, numa tomada de decisão, é a não-criação de uma quantidade suficiente de alternativas. Também observa-se que você pode tomar uma decisão tanto para solucionar um problema quanto para explorar uma oportunidade. *Howard Haiffa, Professor Emeritus, Harvard, Business School.*

A presente dissertação objetiva avançar na discussão de como gestores, e, conseqüentemente, organizações podem tomar melhores decisões que proporcionem um maior retorno financeiro aos seus acionistas, a partir dos conceitos desenvolvidos pelas disciplinas de análise estratégica e análise financeira.

## **1.1. Definição do Problema**

Parte-se da seguinte situação: uma determinada organização ou unidade de negócios está na iminência de tomar uma decisão de grande importância para seu

desempenho futuro.

De um lado, os gestores de negócios desta empresa, em contato com sua equipe de trabalho, analisam o ambiente a sua volta e definem um conjunto de estratégias e investimentos a serem realizados. Por outro lado, a equipe de analistas de investimento da organização modela a viabilidade econômica desta decisão, avaliando as diferentes alternativas pensadas anteriormente.

Neste sentido, gestores de negócios e analistas financeiros conformam um processo iterativo, de forma a traduzir as possíveis estratégias da organização em valores financeiros que expressem seu risco e retorno. Finalmente, a decisão é deliberada comprometendo recursos da organização, em uma estratégia a ser executada.

O gestor de negócios percebe valor a partir da construção de vantagens competitivas sobre concorrentes, as quais sejam sustentáveis ao longo do tempo e demandas pelo mercado. Em outras palavras, pode-se, pensar em como oferecer algo de valor ao mercado consumidor que seja de difícil imitação por parte de seus concorrentes. (PORTER, 1994; GHEMAWAT, 1999)

Neste sentido, as chamadas ferramentas de análise estratégica tendem a estruturar reflexões sobre como se diferenciar, de forma consistente e sustentável, de seus concorrentes. Intuitivamente, percebe-se que o acúmulo de diferenciais competitivos, por parte de uma organização, a habilita a auferir melhores relações no mercado, garantindo a obtenção de retornos acima da média da indústria em que se localiza. (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)]

As ferramentas de análise estratégica tradicionalmente se apresentam como *frameworks* que objetivam facilitar a identificação dos fatores qualitativos que influenciam no sucesso de uma organização dado um determinado viés. Neste âmbito, as ferramentas da estratégia tendem a melhor abordar a complexidade de uma situação, a partir da análise de um conjunto extensivo de variáveis, suas interações entre si, e os impactos de alterações nestas variáveis, para as organizações envolvidas (PORTER, 1994).

O analista financeiro, por sua vez, parte do princípio que o valor de um ativo é movido por sua capacidade de gerar fluxo de caixa no longo prazo. Esta capacidade resulta dos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido, descontado o custo de capital adotado. Neste sentido, o valor de um ativo está associado a previsões de desembolsos e receitas futuras, resultantes dos recursos alocados.

O analista financeiro atenta, ainda, para: o crescimento esperado dos fluxos de caixa (de acordo com o volume e a qualidade das políticas de reinvestimentos); e a definição da taxa de desconto a ser utilizada (de acordo com o risco esperado do investimento e a estrutura de capital da organização). (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001; DAMODARAN, 2002; GITMAN, 2002)

Quanto às ferramentas financeiras, elas tendem a apresentar uma maior simplificação da realidade, a partir da construção de modelos com um menor grau de liberdade para análise do objeto observado. Opta-se, portanto, pela análise de um conjunto menor de variáveis, as quais podem ser examinadas com maior nível de detalhamento. Quanto às outras variáveis, ou interações entre variáveis, percebidas pelos *frameworks*, são desconsideradas, ou consideradas estáticas, a partir das premissas assumidas. (adaptado de PORTER, 1994)

Percebe-se, portanto, que há um forte grau de complementaridade entre o viés do analista financeiro e o do gestor de negócios no que tange à análise de uma decisão estratégica. Por um lado, o estabelecimento de vantagens competitivas sustentáveis apresenta grandes chances de geração de fluxos de caixa satisfatórios. Pelo outro, fluxos de caixa satisfatórios tendem a ser viabilizados e justificados pela existência de vantagens competitivas em relação à concorrência. (SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001)

Desta forma, observa-se que modelos financeiros e *frameworks* da estratégia não são mutuamente exclusivos, existindo, portanto, uma tensão construtiva positiva em sua complementaridade. Por um lado, modelos financeiros tendem a testar as variáveis inseridas em *framework*, assim como sua conexão com os resultados esperados. Pelo outro, *frameworks* devem desafiar modelos a clarear a interpretação, ou justificativa, das variáveis e premissas assumidas nos mais diversos contextos. (PORTER, 1994)

Contudo, a prática vem revelando uma série de dificuldades recorrentes para tradução do valor estratégico tácito percebido por um gestor de negócios no valor financeiro efetivamente quantificado por meio de uma análise matemática estruturada. (adaptado de SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001)

Um primeiro indício desta situação ocorre em investimentos com resultados insatisfatórios quando de uma análise financeira, mas com grande potencial de sucesso intuitivamente percebido pelo gestor da organização, dada sua experiência no mercado. (SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001)

Por outro lado, pode-se pensar em investimentos com altos retornos esperados não alinhados à estratégia da organização. Desta forma, emerge o questionamento de como uma organização que configura seus ativos, para competir de uma determinada forma no mercado, consegue ser bem sucedida em ações de natureza distinta. (SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001)

Ambos os exemplos citados anteriormente ocorrem, de fato, nas organizações. Todavia, eles acabam sendo fortemente percebidos enquanto fatos cotidianos, ao invés de indícios de inconsistências, em seu processo de tomada de decisão. Desta forma, há uma forte percepção de que a avaliação da decisão a ser tomada pode ser melhor conduzida a partir de uma abordagem analítica mais precisa para tradução do valor estratégico percebido por um gestor no valor financeiro quantificado por um analista. (SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001)

Um outro ponto interessante é a falta de sinergia entre as literaturas de estratégia e finanças. Por um lado, são raras as referências de finanças que abordam a discussão de estratégia (como pode ser percebido em Palepu e Trigeorgis). Pelo outro, as referências estratégicas claramente delimitam a análise financeira como algo externo que abastece o processo estratégico de informações (como GHEMAWAT, 1997 & MINTZBERG & QUINN, 2001). Contudo, em algumas obras se observa um forte embasamento de Economia Industrial na apresentação de teoria de análise estratégica (como em BESANKO et al., 2000 ).

Em quarto lugar ressalta-se que a partir de uma pesquisa bibliográfica realizada pelo autor observou-se a inexistência de periódicos expressivos que induzam a uma discussão ampla de como estratégia e finanças conversam entre si. Especificamente, foram identificadas algumas publicações referentes à interação entre capacitações dinâmicas e opções reais.

Finalmente, observa-se que os quatro argumentos apresentados reforçam a necessidade de se definir como utilizar de forma conjunta e complementar a percepção de valor estratégico entendida por um gestor de negócios com o valor efetivamente quantificado por um analista financeiro, de forma a reforçar o entendimento e análise de valor do objeto estudado.

## **1.2. Justificativa – A Importância do Valor de um Negócio**

A forte preocupação com o valor de um negócio é um fenômeno relativamente recente nas organizações, resultante de uma série de fatores.



Primeiramente, observa-se que no pós-guerra diversas economias ocidentais cresciam a 4% e 5%, e, desta forma, bastava a uma empresa estar presente no mercado para satisfazer seus investidores. Contudo, o contexto atual caracterizado pela globalização e grande competitividade resulta em uma redução considerável das margens de lucro das organizações. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Além disso, a desregulamentação e aumento da liquidez dos mercados de capitais cria diversos incentivos para o aumento de investimentos em ativos financeiros como fundos, títulos, ações, etc. Adicionalmente, o desenvolvimento de melhores regras para gerir o mercado financeiro proporciona formas mais justas e equilibradas para se operar. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Também se observa que a revolução da tecnologia da informação viabilizou um aumento no poder de processamento da informação e, conseqüentemente, uma redução dramática dos custos de transação associados à operação no mercado de capitais. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Ainda, percebe-se uma mudança cultural na população, com o surgimento de novas gerações interessadas em operar ativamente no mercado, acompanhando o valor dos ativos financeiros em circulação. Emergem, portanto, diversos novos tipos de investimentos e profissionais especialistas na administração de capitais. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Neste âmbito, observa-se o fim de uma tendência histórica de que os recursos financeiros permanecessem aplicados em seu local de origem. O capital vem atingindo um grau de mobilidade sem precedentes na história da humanidade, deslocando-se sempre para os lugares no qual se espera uma maior valorização. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Desta forma, para que uma organização seja bem sucedida, não basta apenas ser competitiva no mercado comercial com o atendimento da demandas dos clientes. Deve-se, sobretudo, ser competitivo no mercado de capitais, satisfazendo às expectativas de seus investidores.

Alguns exemplos que ilustram este novo contexto em que as organizações contemporâneas estão inseridas são o nível sem precedentes de *turnover* de CEOs, influenciados pelo valor das ações de suas empresas e a difusão da preocupação em “criar valor para o acionista” como lema principal de diversas organizações. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Ainda, observa-se que para fins desta dissertação o conceito da criação de lucro

econômico (mais detalhes em 2.1.1) está associado ao investimento do capital do acionista e de terceiros a uma taxa de retorno superior ao seu custo de capital (mais detalhes em 2.1.1). (KOLLER, GOEDHART & WESSELS (2005)

Quanto ao termo valor, também utilizado diversas vezes nesta dissertação, se refere ao fluxo de caixa gerado por um ativo (ou por uma estratégia ou organização), descontado a uma taxa que reflita a incerteza envolvida em seu uso (ou operação). (GITMAN, 2001)

Finalmente, ressalta-se a importância do alinhamento entre a percepção de valor estratégico entendida pelo gestor de negócios, com o valor quantificado pelo analista financeiro, para garantir que organizações tenham uma melhor compreensão do ambiente competitivo em que estão inseridas e tornem decisões com maior probabilidade de criação de valor para seus acionistas.

### **1.3.Histórico no Tema**

A presente dissertação é parte integrante do Projeto de Integração entre o Departamento de Engenharia Industrial/UFRJ e PEP/COPPE/UFRJ, o qual fomenta a formação de mestres em Engenharia da Produção, agilizando e favorecendo a passagem direta de alunos do curso de graduação para o mestrado.

Desta forma, esta dissertação dá continuidade à monografia de Fim de Curso do autor intitulado “Introdução aos Estudos de Investimentos Estratégicos: Um Arcabouço para Modelagem Financeira de uma Decisão Estratégica” (MACIEIRA, 2005). Tal projeto sintetizou uma proposta de *framework* para aproximação dos quadros conceituais de estratégia e finanças corporativas possuindo os seguintes objetivos específicos:

- *Analisar as complementaridades e diferenças entre abordagens derivadas de frameworks da estratégia e modelos de finanças;*
- *Apoiar analistas financeiros na quantificação do valor de uma opção estratégica, a partir da explicitação das principais dificuldades existentes em um processo de avaliação;*
- *Apoiar analistas financeiros na quantificação do valor de uma opção estratégica, a partir da apresentação de novos modelos financeiros ainda não difundidos nas organizações;*
- *Apoiar gestores de negócios a avaliar a consistência dos valores quantificados*

por analistas financeiros, a partir de princípios, lógicas e insights preconizados pela estratégia empresarial.

O *Framework* resultante (vide figura 1) deste trabalho estruturou a quantificação do valor de uma estratégia em seis etapas seqüenciais, sendo associado a cada uma destas etapas os *frameworks* e modelos julgados necessários para que seus objetivos específicos sejam alcançados.

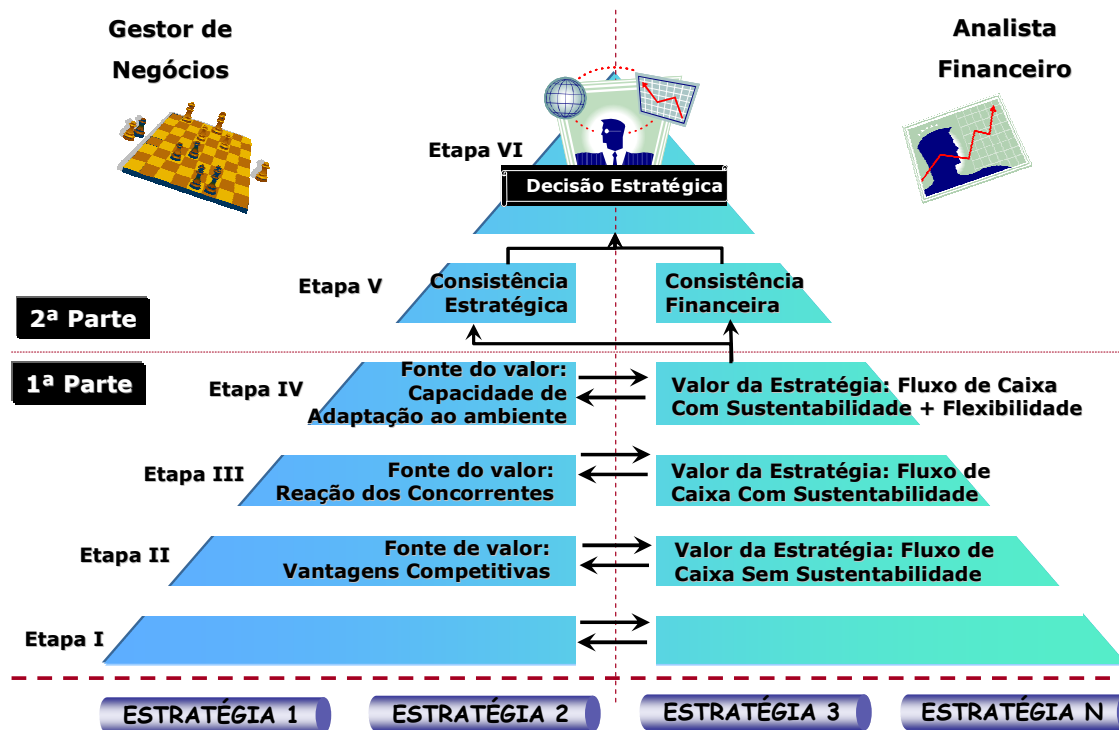


Figura 1– Framework para “financeirização” de uma decisão estratégica

- *Etapa I:* Análise da situação atual da indústria e da organização.
- *Etapa II:* Análise inicial de uma estratégia
- *Etapa III:* Análise da sustentabilidade de uma estratégia.
- *Etapa IV:* Avaliação do grau de comprometimento e sustentabilidade de uma estratégia
- *Etapa V:* Análise da consistência do valor de uma estratégia
- *Etapa VI:* Tomada da decisão estratégica

Esta dissertação avança em relação à monografia que a antecede detalhando a etapa V – Análise da consistência do valor de uma estratégia.

Contudo, nesta dissertação está sendo utilizado o termo robustez estratégica ao invés de consistência estratégica (como na monografia) para explicitar a atividade de

se validar uma análise financeira a partir dos conceitos de análise estratégica.

Finalmente, é importante observar que ambos os termos “consistência do valor de uma estratégia” (utilizado na monografia) e “robustez de uma análise financeira” (utilizado nesta dissertação) possuem a mesma idéia da verificação da confiabilidade de um determinado resultado financeiro.

#### **1.4. Delimitação do Problema**

O questionamento amplo norteador desta dissertação (e da monografia de fim de curso que a antecede) é o estudo de um processo que garanta que uma decisão estratégica seja tomada de forma mais consciente e consistente, baseado em melhores análises estratégicas e modelagens financeiras mais precisas.

Contudo, esta temática tende a ser ampla e complexa, incluindo uma infinidade de aspectos passíveis de discussão. Desta forma, faz-se necessário algumas delimitações que habilitem um melhor entendimento e foco para o desenvolvimento da presente dissertação.

##### **Ponto de Partida: O que é preciso para tomar uma boa decisão?**

Primeiramente, deve-se delimitar este objeto de estudo, concentrando esforços na avaliação de qual decisão deve ser tomada, dentre um conjunto de estratégias possíveis.

Neste sentido, uma discussão de processo estratégico (a qual englobe as formas de estruturação de uma organização para potencializar o surgimento, planejamento e deliberação de idéias na organização) *não* é objeto deste trabalho.

Parte-se do princípio que, de alguma forma, o tomador de decisão, ao longo de sua gestão, recebe informações de diversas fontes, processa estas informações e gera um *portfólio* de possíveis estratégias para direcionar a atuação da organização.

##### **1ª Delimitação Realizada: Dentre um conjunto de decisões possíveis qual é a melhor?**

Também deve ficar claro que esta dissertação não está trabalhando com todas as decisões tomadas por uma organização, mas apenas aquelas consideradas estratégicas.

Por uma decisão estratégica entende-se um investimento em recursos que

impacte sobremaneira no desempenho da organização e implique grandes custos afundados (custo irreversível para abortar um determinado comprometimento estratégico). Neste sentido, investimentos de baixo montante de capital, ou ajustes em políticas de gestão, não devem ser consideradas, para fins desta dissertação, enquanto decisões estratégicas. (GHEMAWAT, 1991)

Ainda observa-se que toda decisão de posicionamento competitivo é uma decisão estratégica, embora nem toda decisão estratégica seja uma mudança do posicionamento competitivo.

Em outras palavras, organizações podem tomar decisões que impliquem alto comprometimento, irreversibilidade, mudança das rotinas da organização, impacto no valor criado pela organização, e ainda se manter “alinhada” com o posicionamento competitivo anteriormente definido. Um exemplo de decisão estratégica deste tipo é a decisão de aquisição de outra empresa como reforço à sua posição competitiva.

***2ª Delimitação Realizada: Dentre um conjunto de decisões ESTRATÉGICAS possíveis qual é a melhor***

Em terceiro lugar, observa-se a necessidade da limitação do arcabouço conceitual de suporte à presente dissertação às áreas de análise estratégica e análise financeira.

A escolha destas temáticas para discussão da tomada de decisão é resultante de uma afinidade do autor com estes assuntos, devendo ficar claro ao leitor que esta temática encerra diversos outros referenciais conceituais não abordados no âmbito desta dissertação.

Também é importante ressaltar que não se fez uso de um método analítico específico para identificação e priorização das abordagens a serem utilizadas de análise estratégica e análise financeira.

Desta forma, o autor realizou um extenso estudo do estado da técnica em estratégia e finanças corporativas trazendo para sua dissertação as abordagens de estratégias e finanças “de uso consagrado” no mundo que foram julgadas relevantes dado o propósito estabelecido para seu trabalho.

Dentre os principais autores consultados, podem ser citados: Ghemawat, Porter, Mintzberg e Besanko, pelo lado da estratégia empresarial; e Damodaran, Gitman, Coppeland, Palepu e Trigeorgis, pelo lado de finanças corporativas.

**3ª Delimitação Realizada: *Dentre um conjunto de decisões estratégicas possíveis qual é a melhor, A PARTIR DAS REFERENCIAS CONCEITUAIS DE ANÁLISE ESTRATÉGICA E FINANCEIRA***

Em quarto lugar, observa-se que foram priorizadas ferramentas de estratégia e de finanças que tenham convergências ou divergências relevantes entre si.

Desta forma, assuntos que sejam relevantes para estratégia, mas que não tenham discussões correlatas em finanças, ou vice-versa, foram filtradas de forma a manter o foco desta dissertação apenas nas oportunidades de sinergia entre estas duas áreas temáticas.

Os principais exemplos de temas não abordados devido a este motivo são: estrutura de capital e política de dividendos por parte de análise financeira; projeto organizacional, tipos de organização, cultura e poder, por parte de análise estratégica.

**4ª Delimitação Realizada: *Dentre um conjunto de decisões estratégicas possíveis qual é a melhor, a partir das referencias conceituais de analise estratégica e financeira QUE TENHAM INTERSEÇÃO ENTRE SI.***

Finalmente, a presente dissertação objetiva focar especificamente na validação final de uma análise financeira feita por um gestor de negócios ou pelo próprio analista financeiro.

A partir da experiência pregressa do projeto de fim de curso do autor, identificou-se este importante momento em que gestores de negócio garantem a consistência estratégica da análise financeira realizada.

A principal complexidade a ser tratada por esta dissertação emerge da falta de prática e sensibilidade do gestor de negócios para interagir com as diversas ferramentas de finanças e testar a robustez das informações apresentadas, com base nos fundamentos e princípios da teoria de análise estratégica.

**Objeto final delimitado: *AVALIAÇÃO DA ROBUSTEZ ESTRATÉGICA DA ANÁLISE FINANCEIRA de um conjunto de decisões estratégicas***

## **1.5. Objetivos**

### **1.5.1. Objetivo Geral**

O objetivo geral deste trabalho é desenvolver uma proposta de modelo que habilite gestores de negócios e analistas financeiros a validar a robustez estratégica da análise financeira de uma decisão estratégica. Este modelo deveria apoiar gestores de negócios e analistas financeiros a explicar porque o lucro econômico está sendo gerado ou não de acordo com a decisão estratégica adotada.

### **1.5.2. Objetivos Específicos**

- 1) Apoiar gestores de negócios a compreender, discutir e validar uma análise financeira
- 2) Apoiar analistas financeiros a validar suas avaliações a partir dos conceitos tradicionalmente utilizados em análise estratégica

## **1.6. Metodologia e Método de Trabalho**

Uma vez que os objetivos e escopo da presente pesquisa foram definidos, este item se propõe a discorrer sobre a melhor forma possível para o seu desenvolvimento.

Inicialmente deve-se considerar que cada estratégia de pesquisa possui suas vantagens e desvantagens específicas, dependendo basicamente de três condições: a) o tipo de questão da pesquisa; b) o controle que o pesquisador possui sobre os eventos comportamentais efetivos; c) o foco em fenômenos históricos, em oposição a fenômenos contemporâneos.

Desta forma, analisando as diversas características de uma pesquisa e considerando os objetivos definidos para esta dissertação, optou-se pela realização de um estudo de natureza aplicada, abordagem qualitativa e objetivo exploratório.

Esta estratégia foi definida uma vez que esta dissertação se propõe a gerar conhecimento para resolver o problema específico da baixa comunicação entre estratégia e finanças através da revisão bibliográfica destas literaturas e experimentação em um caso prático dos resultados obtidos.

Abaixo são apresentadas, de forma mais detalhada, as etapas que constituem o método adotado nesta dissertação.

- 1) Revisão bibliográfica do estado da técnica da literatura de análise

financeira;

- 2) Análise da limitação existente na literatura de finanças para explicar por que o lucro econômico está ou não sendo gerado;
- 3) Revisão bibliográfica do estado da técnica da literatura de análise estratégica com foco na identificação de possíveis explicações para a criação de lucro econômico;
- 4) Construção do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira;
- 5) Aplicação e verificação do uso Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira no caso da abertura de capital da Renner;
- 6) Realização de entrevista com o analista financeiro responsável pela análise da Renner para avaliação dos resultados obtidos com a aplicação do modelo de robustez estratégica em relação à análise financeira tradicional;

A revisão bibliográfica do estado da técnica de análise estratégica e financeira se faz fundamental para que esta dissertação se inicie de uma base de conhecimento sólida e estabilizada no que tange a estas disciplinas.

Quanto ao estudo de caso se constitui em um procedimento técnico adequado quando se colocam questões do tipo ‘como’ e ‘por que’, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real. (YIN, 2001)

### **1.7. Estrutura do Trabalho**

O capítulo 2 apresenta a revisão conceitual sobre finanças (etapa 1 do método) explicitando a ausência de ferramentas de finanças que auxiliem o analista financeiro a entender por que o lucro econômico está ou não sendo gerado (etapa 2 do método).

O capítulo 3 apresenta a revisão conceitual de estratégia identificando as ferramentas propostas por esta disciplina para explicar por que o lucro econômico está ou não sendo gerado (etapa 3 do método)

O capítulo 4 se inicia com a explicação da trajetória percorrida para a criação do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira. Na seqüência este modelo é apresentado o (etapa 4 do método).



No capítulo 5, o modelo proposto é testado em uma análise financeira para o setor de vestuários nacional de forma a testar sua viabilidade prática e resultados esperados. (etapa 5 do método). Posteriormente, o resultado da aplicação do modelo é analisado em conjunto com o autor da análise financeira original. (etapa 6 do método).

Finalmente, no capítulo 6 o autor encerra sua dissertação apresentado uma síntese das ações realizadas e definindo encaminhamentos futuros para seus estudos.

## **2. Estado da Técnica de Análise Financeira**

Este capítulo descreve os principais conceitos e ferramentas de Análise Financeira utilizados para elaboração da proposta de avaliação da robustez estratégica de uma Análise Financeira.

A estrutura e conteúdo deste capítulo é fortemente base em Koller, Goedhart & Wessels (2005), Palepu, Healey & Bernard (2004) contribuições importantes de Coppeland et al. (2001), Gitman (2002), Damodaran (2002), Smit & Trigeorgis (2005) e Young & O'Byrne (2003).

Ao longo desta revisão bibliográfica as seguintes temáticas serão abordadas: o lucro econômico gerado por uma organização (item 2.1); a necessidade da realização de ajustes nos relatórios contábeis de uma organização (item 2.2); a análise do desempenho histórico (item 2.3); técnicas para projeção de receitas ou lucros (item 2.4); o cálculo do custo de capital de uma organização e do retorno esperado pelos seus acionistas (item 2.5); o método do fluxo de caixa descontado (item 2.6) e a abordagem de opções reais (item 2.7). Finalmente no item 2.8 serão discutidas algumas limitações existentes na análise estratégica de uma organização.

Sugere-se ainda que especialistas nas temáticas supracitadas sigam direto para o item 2.7 de forma a agilizar a leitura desta dissertação.

### **2.1. Lucro Econômico**

Uma vez que uma organização apresente um lucro estável, não há dúvidas de que o preço de venda dos produtos é mais que suficiente para remuneração do custo de operação dos seus processos, incluindo a depreciação dos ativos fixos, matéria-prima e recursos humanos. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Contudo, não necessariamente, o retorno gerado pela organização é suficiente para remuneração do custo do capital imobilizado para habilitar a realização dos processos. Desta forma, para que um negócio gere valor para a organização é necessário que ele remunere tanto o custo operacional dos recursos consumidos, quanto o custo de oportunidade associado ao capital investido para viabilizar sua execução. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Todo dono de um pequeno negócio intuitivamente tem a sensibilidade se um determinado investimento cria ou não valor para sua organização. Contudo, esta percepção de valor se torna complexa em grandes corporações onde a perda do rumo é

mais fácil devido à grande quantidade de indicadores a serem geridos como crescimento no mercado e receita, satisfação dos clientes, etc.. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Aparentemente, as organizações vêm sendo bombardeadas com uma série de indicadores que deveriam apoiar um gestor a analisar se de fato está ou não sendo criado do valor. Embora, cada um destes indicadores tenha por trás uma série de premissas e fórmulas distintas, todos eles apresentam a seguinte idéia central: para que uma organização crie valor ao acionista deve remunerar tanto o capital investido na compra e transformação dos recursos, quanto o custo desse capital. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Ainda é importante observar a definição do custo de capital de uma organização apresenta uma grande margem de subjetividade. Contudo, qualquer medida de performance que ignore sua existência é incapaz de avaliar o nível de êxito de uma empresa na geração de valor para os seus investidores. (YOUNG & O'BYRNE, 2001)

Finalmente, para fins desta dissertação será definido o termo lucro econômico para mensurar o valor econômico criado por uma organização em um determinado período de tempo, que pode ser representado pela fórmula abaixo (KOLLER, GOEDHART & WESSELS (2005; YOUNG & O'BYRNE, 2001)

$$\text{LUCRO ECONÔMICO} = \text{NOPLAT} - (\text{CAPITAL INVESTIDO}) * (\text{CUSTO DE CAPITAL})$$

em que:

NOPLAT (Net Operational Profit Less Adjusted Taxes) = Lucro da empresa resultante das atividades operacionais menos depreciação e impostos ajustados, excluindo-se quaisquer receitas e despesas não operacionais como despesas financeiras, leasings e amortização.

CAPITAL INVESTIDO = Capital investido para realização das atividades operacionais (Ativo Circulante – Caixa - Passivo Circulante + Ativo Permanente)

CUSTO DE CAPITAL = Média ponderada entre o retorno esperado pelo investido e a taxa cobrada pelo capital de terceiros

Finalmente, observa-se que mais informações sobre indicadores financeiros serão apresentadas no item 2.3.

## **2.2. Reavaliação de Ajustes Contábeis**

A avaliação financeira de uma organização se inicia com o entendimento de seus demonstrativos de resultados do exercício e balanço que descrevem o histórico de operação de uma organização.

Contudo, devido à utilização de práticas de gerenciamento de lucros, práticas de proteção da receita contra impostos e o conservadorismo tradicional da abordagem contábil, faz-se necessário ajustar os demonstrativos financeiros para representarem de forma mais fidedigna a percepção de retorno econômico da organização.

### **2.2.1. Demonstrações Financeiras**

As demonstrações financeiras fornecem uma rápida visão intuitiva da situação da empresa, sendo, portanto, um ponto de partida para análises posteriores. Também são as bases para planejar os negócios e elaborar os orçamentos internos. Para fins desta dissertação serão analisadas as demonstrações do resultado do exercício e o balanço patrimonial (GITMANN, 2002).

A demonstração dos resultados do exercício (DRE) fornece um resumo financeiro dos resultados da operação da empresa durante um período de tempo específico. Tradicionalmente ela incorpora a receita de vendas, custos dos produtos vendidos, despesas (vendas, gerais e administrativas), depreciação e juros, impostos e dividendos associados às ações preferenciais. Além disso, ela inclui os lucros associados ao desconto de cada um destes custos ou despesas a partir da receita total arrecada (GITMANN, 2002).

A Tabela 1 apresenta um exemplo dos itens que compõem um DRE:

Receita
Custo das mercadorias vendidas
Depreciação
Despesas de vendas
Despesas administrativas
Lucro antes do pagamento de juros e impostos
Receita de juros
Despesas de juros
Lucro antes do pagamento de impostos
Impostos
Lucro líquido antes dos itens extraordinários (perdas)
Ganho (perdas) decorrentes de operações descontinuadas
Ganhos extraordinários (perdas)
Mudança de receita decorrentes de mudanças nos métodos de contabilização
Lucro líquido após itens extraordinários
Dividendos preferenciais
Lucro das ações ordinárias

**Tabela 1 - Demonstrativo de Resultado de Exercício**

Fonte: Damodaran, 1997.

O balanço patrimonial representa a demonstração resumida da posição financeira da empresa em uma determinada data. Esta demonstração confronta os ativos da empresa com suas fontes de financiamento (dívidas ou patrimônio). Deve-se considerar, ainda, que o balanço faz uma importante distinção entre ativos e passivos de longo ou curto prazo, conforme a expectativa de sua conversão em dinheiro seja superior ou inferior a um ano. (GITMAN, 2002)

A Figura 14 apresenta um exemplo de um balanço:

<b>Ativos</b>	<b>Passivos</b>
Ativo circulante	Exigível a curto prazo
Caixa e títulos	Contas a pagar
Contas a receber	Empréstimos a curto prazo
Estoques	Outros exigíveis a curto prazo
Outros ativos circulantes	Dívida a longo prazo
Imóveis	Outros passivos não-circulantes
Propriedades, instalações e equipamentos	
(ativos fixos)	
Ativos intangíveis	
	<b>Patrimônio líquido dos acionistas</b>
	Ações preferenciais
	Ações ordinárias
	Lucros retidos
	Ações em tesouraria

**Tabela 2 - Balanço**

Fonte: Damodaran, 1997.

Um ativo é definido como qualquer recurso que tem o potencial de gerar futuros influxos de caixa ou de reduzir os fluxos de saída de caixa futuros. Para que um determinado ativo seja considerado de uma empresa, ele deve ter sido adquirido em uma transação anterior. Ativos podem ser divididos em: circulantes, permanentes e intangíveis (patentes, marcas, fundo comercial, etc.) (DAMODARAN, 1997).

Para que uma obrigação seja reconhecida como passivo, ela deve impactar em um desembolso ou perda de recebimento futuro e não pode ser evitada posteriormente. Além disso, já deve ter ocorrido a transação que deu margem à obrigação. Passivos podem ser divididos: em exigível a curto prazo; dívidas a longo prazo e outros passivos não-circulantes (DAMODARAN, 1997).

### **2.2.2. Reavaliação Contábil de Demonstrações Financeiras**

A partir de 1990 vem ocorrendo um fenômeno denominado de gerenciamento de lucros, associado ao uso de práticas contábeis de caráter questionável. O motivo pelo qual as organizações passam a atuar desta forma é uma expectativa de melhor avaliação pelo mercado, resultante da apresentação de lucros estáveis com pequenas flutuações e com constante superação das expectativas de analistas. O gerenciamento de lucros também pode partir de administradores interessados em alcançar metas de lucratividade, para obtenção de maiores bonificações. (DAMADORAN, 2002):

Uma outra hipótese a ser observada é o uso de práticas contábeis para lidar com a questão da tributação. Como o imposto de renda é abatido apenas dos lucros, o prejuízo de um exercício pode ser utilizado como uma proteção da receita contra tributação. (DAMADORAN, 2002):

Uma terceira observação importante se refere aos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (General Accepted Accountable Principles - GAAP) que definem as regras de contabilização nacional (BRGAAP) e internacional (USGAAP, dentre outras). Tais regras e princípios tendem a priorizar a escolha de critérios que garantam a confiabilidade dos relatórios financeiros (a contabilização por competência, por exemplo) em detrimento ao entendimento do desempenho econômico de uma organização.

Tal diretriz é justamente resultante desta flexibilidade existente na aplicação de

práticas contábeis, para apresentação de resultados com maior alinhamento às necessidades da organização.

Neste sentido, é de fundamental importância que, antes de qualquer análise dos demonstrativos de uma organização, seja feita uma reavaliação contábil de seu DRE e Balancete, desfazendo operações contábeis não embasadas em vantagens competitivas e na visão de longo prazo da organização. (DAMADORAN, 2002):

Embora não exista um padrão aceito para ajustes, deve se atentar especificamente para algumas práticas utilizadas (DAMADORAN, 2002):

- *Planejamento de investimentos e vendas de ativos para que seus resultados se mantenham constantes;*
- *Utilização da flexibilidade contábil na decisão de quando reconhecer receitas (antecipar ou adiar) para balancear momentos de alto e baixo movimento;*
- *Decisão de capitalização (ou não) de gastos em recursos intangíveis, como investimentos, de forma a aumentar ou reduzir a receita operacional;*
- *Flexibilidade para lidar com baixas de unidades de negócios em caso de reestruturação, modificando, por exemplo, o valor depreciado a ser descontado da receita;*
- *Flexibilidade para criação de provisões ou reservas contra receitas duvidosas; declaração de valores baixos em títulos negociáveis ou participações em empresas de forma a obter maiores retornos quando de sua liquidação.*

### **2.3. Análise do Desempenho Histórico**

A partir da realização dos ajustes contábeis das demonstrações financeiras podem ser gerados os principais indicadores financeiros da organização que apoiaram a avaliação de seu desempenho ao longo do tempo ou em comparação com outras empresas. O entendimento do desempenho financeiro de uma organização é fundamental para identificação dos principais direcionadores de valor da companhia e para o entendimento de sua trajetória e situação atual. (GITMANN, 2002);

Indicadores financeiros são normalmente agrupados em quatro categorias principais: (GITMANN, 2002)

- *Liquidez (capacidade de uma empresa de satisfazer suas obrigações de curto prazo na data do vencimento);*

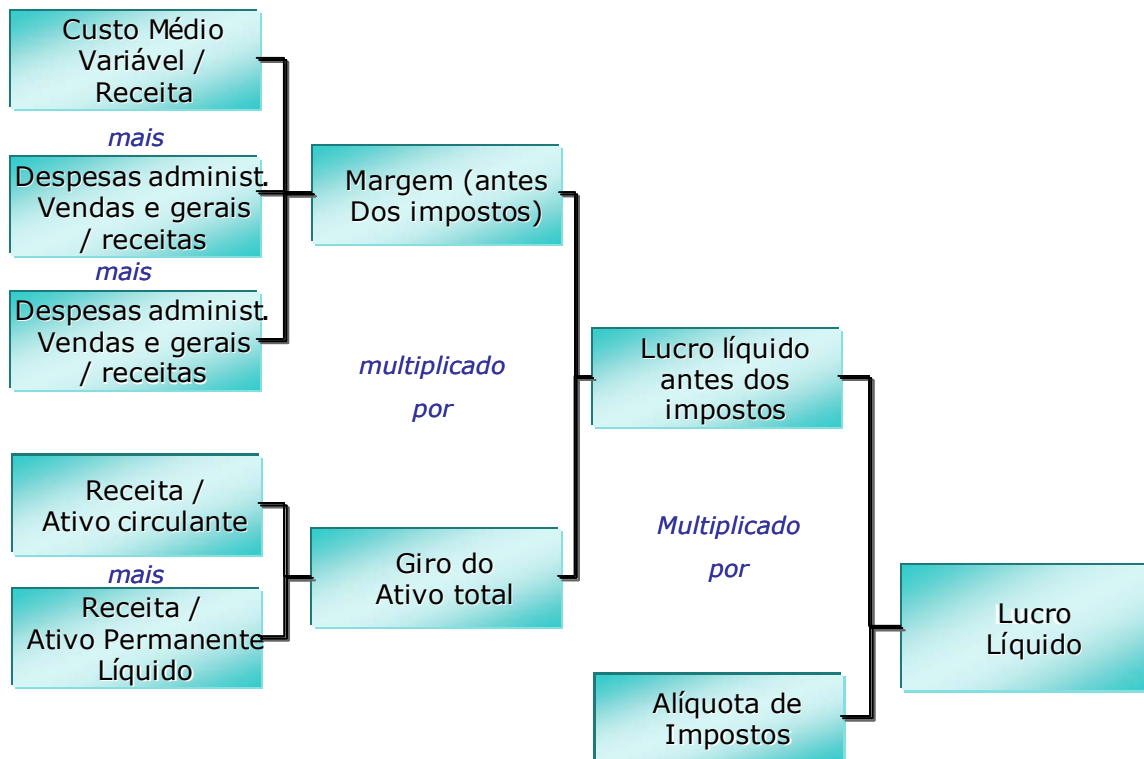
- *Atividade (rapidez com que suas contas são convertidas em venda ou em caixa)*
- *Endividamento (montante de dívida em relação a outras grandezas significativas do balanço patrimonial);*
- *Lucratividade.*

Especificamente no caso da lucratividade, esta dissertação assume a abordagem utilizada por COPPELAND et al. (2002). Nesta abordagem, é sugerida uma reorganização das demonstrações financeiras de forma que elas reflitam apenas o aspecto operacional da empresa, isolando ativos operacionais de não-operacionais. O objetivo é avaliar como as diversas reservas e provisões realizadas afetam o capital operacional e os lucros operacionais (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001).

A avaliação do retorno sobre o capital investido deve ser resultante da divisão do lucro operacional líquido depois do imposto de renda sobre o capital operacional investido. O lucro líquido pode ser obtido diretamente da DRE. Quanto ao capital operacional investido, ele deve ser calculado somando o capital circulante (atenção para evitar somar excessos em caixa destinados a ações não operacionais), mais o capital imobilizado líquido (descontada a depreciação acumulada) menos o passivo circulante. (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001).

Uma outra forma mais interessante de se analisar o desempenho de uma empresa é através de uma perspectiva que integre diversos indicadores, a partir da decomposição de um indicador inicial. A Figura 2 é proposta por Coppeland (2002), a partir da decomposição do seu indicador de lucratividade (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001).





**Figura 2 - Estrutura de indicadores proposta por Coppeland et al. (2002)**

O Sistema Dupont Modificado é um outro exemplo de estrutura para análise do desempenho de uma organização. Esta estrutura centra sua análise no lucro sobre a receita (margem líquida), eficiência no uso dos ativos (giro do ativo total) e uso de alavancagem financeira (GITMANN, 2002). A Figura 3 apresenta esta estrutura.

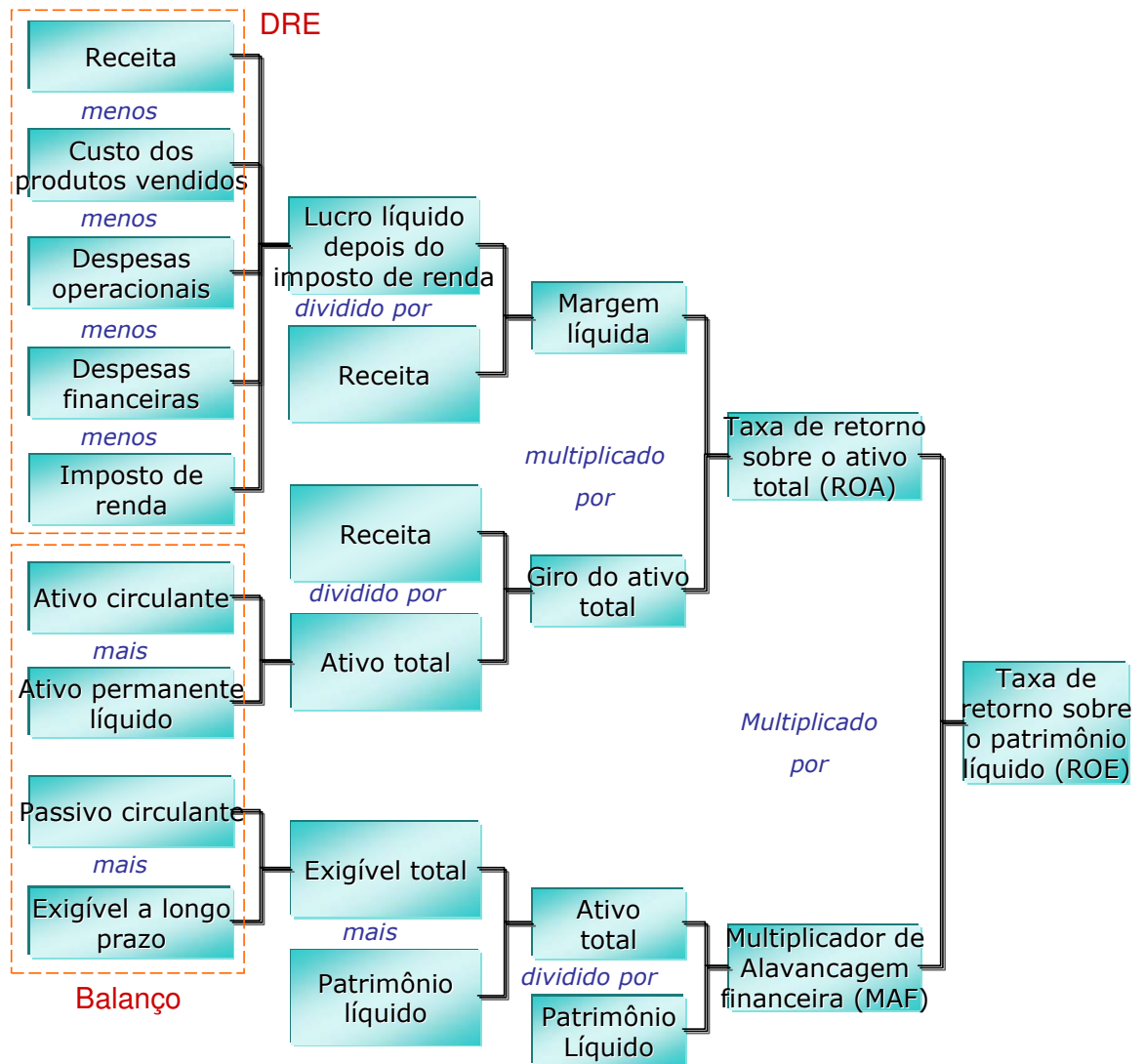


Figura 3 - Sistema de Indicadores Dupont Modificado

## 2.4. Projeção das Receitas (ou Lucro) Esperadas

Uma vez que o analista financeiro tenha realizado o ajuste contábil dos demonstrativos financeiros e avaliado a trajetória de crescimento econômico da organização, seu próximo passo é estimar a receita projetada para a organização a ser utilizada como base para o cálculo de seu fluxo de caixa futuro.

### 2.4.1. Definição do Horizonte Temporal

Primeiramente, deve-se atentar para que o horizonte temporal a ser considerado não seja excessivamente curto - enviesando a análise para uma situação de curto prazo - ou demasiadamente longo - reduzindo a credibilidade da projeção de dados.

(COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001)

Em segundo lugar, a prática de avaliação de empresas propõe a divisão da previsão do desempenho da firma em períodos, de acordo com o comportamento de suas principais variáveis. (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001)

Para os primeiros anos, propõe-se a construção detalhada de seus fluxos de caixa completos, com um grande nível de detalhamento das variáveis. Para um segundo período, deve-se trabalhar com um nível menor de detalhamento, utilizando proporções constantes entre suas variáveis e as atrelando ao comportamento esperado da receita. Finalmente, em um terceiro e último estágio, deve-se simplificar a previsão de desempenho futuro, concentrando-se em poucas variáveis de maior relevância, como o lucro operacional, a taxa de reinvestimento e o retorno sobre o capital. (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001; DAMODORAN, 2002)

#### **2.4.2. Definição da Taxa de Crescimento**

A estimativa da taxa de crescimento da receita ou lucro de uma organização pode ser obtida de três formas distintas.

Uma primeira abordagem propõe a análise dos dados históricos, para estimativa do crescimento futuro. Nesta abordagem, deve ser definido: o tipo de média a ser utilizada (aritmética, geométrica, ponderação entre ambos); o período da estimativa considerado; e o modelo de regressão linear mais apropriado. Deve-se, ainda, ter atenção especial para crescimentos históricos não-convencionais decorrentes, por exemplo, de emissões substanciais de capital. (DAMODARAN, 1997)

Uma segunda abordagem propõe o uso de informações disponibilizadas por analistas, especialistas na indústria em questão. Tradicionalmente, as pesquisas destes analistas consideram informações publicadas pelas empresas; informações macroeconômicas (por exemplo, PIB, inflação, juros, etc..) e informações particulares da indústria conseguidas junto às firmas existentes. (DAMODARAN, 1997)

Uma terceira abordagem propõe a projeção de receitas a partir de uma análise de dados da própria organização. Dentre algumas informações a serem coletadas, podem ser citadas: lucro líquido esperado; taxa de reinvestimento a partir do lucro líquido obtido; retorno sobre o capital investido; margem operacional; etc.. Em outras palavras, o comportamento da receita pode ser associado ao volume a ser reinvestido

por mês e a taxa de retorno esperada para investimentos na organização. (DAMODARAN, 2002).

Idealmente, emerge a idéia de que a projeção das receitas futuras seja realizada de forma ponderada entre as três abordagens supracitadas, aumentando a acurácia da estimativa realizada. Além disso, a projeção de receitas deve ser consistente com duas variáveis centrais: crescimento esperado do mercado e *market-share*. Neste sentido, deve ser analisado se o negócio de fato tem condições de ocupar a fatia de mercado projetada, e, se o crescimento médio da demanda é consistente com a estimativa de vendas. (DAMODARAN, 2003)

## **2.5.Cálculo do Custo de Capital**

A avaliação de como o risco é medido, como deve ser recompensado e quanto risco assumir é fundamental para toda decisão de investimento. A teoria de risco-retorno engloba diversos modelos para sua análise como WACC, CAPM, APM (estas abordagens serão detalhadas posteriormente) análise de sensibilidade, simulação de monte-carlo, etc. (GITMAN, 2002)

Tradicionalmente, o termo risco possui uma conotação negativa, sendo associado à possibilidade de um prejuízo financeiro, ou seja, ao lado negativo de uma incerteza. Mais formalmente, o risco pode ser considerado como a variabilidade do retorno esperado, estando diretamente ligado à teoria da utilidade e à percepção do grau de aversão, indiferença ou tendência do investidor ao risco (GITMAN, 2002; MARCO ANTONIO, 1998)

O risco de um ativo é decomposto em uma parcela diversificável e outra não-diversificável. O risco diversificável está associado a eventos específicos da empresa, sendo eliminado por meio da diversificação dos investimentos do acionista. Já o risco não-diversificável é atribuído a fatores de mercado que afetam todas as empresas, permanecendo mesmo em carteiras bem diversificadas (LEAL, 2002; DAMODARAN, 1997).

Quanto ao termo retorno, ele é definido como o total de ganhos ou prejuízos dos proprietários decorrentes do investimento realizado durante um determinado período do tempo. Nesse sentido, o princípio básico da análise de risco-retorno é que, quanto maior o risco incorrido pelo investidor, maior a expectativa de um retorno que compense este risco adicional (GITMAN, 2002).

Para mercados ditos eficientes, supõe-se que os investidores operem até que

todos os ativos atinjam nível idêntico de remuneração (retorno) por unidade de risco assumida. A linha de mercado de capitais é uma representação gráfica do equilíbrio entre risco-retorno para carteiras eficientes. Caso um determinado ativo esteja localizado acima desta linha, será considerado enquanto uma arbitrariedade que logo será desfeita pelo aumento de sua demanda (MARCO ANTONIO, 1998).

### **2.5.1. Fatores que Impactam no Risco de Uma organização**

Como era de se esperar, o risco de uma empresa está diretamente relacionado às atividades por ela desenvolvidas. Neste sentido, o risco de uma organização deve considerar o quão supérfluo é o produto ou serviço gerado para o mercado. Importante ressaltar que o termo supérfluo, neste sentido, deve ser entendido como a capacidade de clientes ou de empresas em adiar, diferir, ou deixar de realizar a compra do produto. Neste sentido, quanto mais supérflua uma atividade, maior sua sensibilidade em relação às condições do mercado e, conseqüentemente, maior o seu beta. (DAMADORAN, 2002)

O risco de um negócio também está associado ao perfil de retorno do investimento a ser realizado. Neste sentido, investimentos em ativos que apresentem retorno imediato (na maior parte dos casos de recursos tangíveis) apresentam menor risco. Já comprometimentos com recursos que apresentam uma grande perspectiva de crescimento futuro (como no caso de ativos intangíveis e capacitações) apresentam um beta maior. (DAMADORAN, 2002)

Um terceiro ponto se refere ao grau de alavancagem (razão entre custos fixos e custo total) da organização. Empresas com alta alavancagem operacional tendem a apresentar uma maior variabilidade dos lucros, visto que seu custo de produção unitário pouco varia com a quantidade (o que não ocorre com o preço). Ainda deve ficar claro que uma boa estimativa da alavancagem operacional pode ser estimada observando a variação do lucro pela variação da receita. (DAMADORAN, 2002)

Um quarto e último ponto a ser observado se refere ao grau de alavancagem financeira da organização. A percepção é de que, quanto maior o percentual do capital acumulado sob a forma de dívidas, menor a capacidade da firma em liquidá-las, e, portanto, maior seu risco de inadimplência. (DAMADORAN, 2002)

### 2.5.2. **Modelo de Formação de Preços de Ativos de Capital (CAPM)**

Acionistas não devem esperar ser remunerados pelo risco não-diversificável, visto que parte-se da premissa de que o investidor atua maximizando seu lucro individual, diferenciando, portanto, sua carteira, combinando ativos de correlação negativa.

Assim, o investimento em um determinado ativo deve ser composto por um prêmio associado ao adiamento de um consumo imediato (retorno do ativo livre de risco), mais um prêmio proporcional ao risco não diversificável incorrido (tradicionalmente medido pela correlação entre o histórico de retornos do ativo e do mercado). (MARCO ANTONIO, 1998; LEAL, 2002; DAMORAAN, 1997)

O método CAPM (tradicionalmente utilizado para precificação de ativos) define o risco de um ativo  $e$ , conseqüentemente, seu retorno esperado, como: a taxa livre de risco +  $\beta$ (retorno médio do mercado – taxa livre de risco). Esta variável  $\beta$  indica, justamente, a volatilidade relativa dos retornos do título em relação a mudanças na carteira do mercado. Este valor deve ser calculado a partir da covariância entre os retornos do título e os retornos da carteira, dividido pela variância total da carteira de mercado (GITMAN, 2002; DAMODARAN, 1997).

Em suma, a fórmula do CAPM é dada por  $K_j = R_f + [b_j \times (K_m - R_f)]$ ,

Onde:

$K_j$  = Retorno exigido sobre o ativo  $j$

$R_f$  = Taxa de retorno livre de risco, medida geralmente pelo retorno sobre um Título do Tesouro

$b_j$  = Coeficiente  $\beta$  ou índice de risco não-diversificável para o ativo  $j$

$K_m$  = Retorno de mercado; retorno sobre a carteira de ativos de mercado

Fonte: Gitman, 2002

Deve ficar claro, ainda, que quanto maior o  $\beta$ , maior o risco da organização. Por exemplo, uma organização que tenha  $\beta$  igual a 2,0 (o  $\beta$  de mercado é igual a 1,0) carrega o dobro do risco do mercado. A intuição econômica do avaliador também é válida neste momento, principalmente quando da existência de uma série histórica limitada (MARCO ANTONIO, 1998; COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001).

Um segundo método para precificação de ativos é o APM (Arbitrage Pricing

Model). Este método propõe a criação de outros  $\beta$ s, de forma a aperfeiçoar a modelagem do risco do ativo, com a utilização de outras variáveis, como, por exemplo, risco do país. A premissa central, novamente, é de que o acionista deve ser recompensado pelos riscos que corre. (LEAL, 2002; DAMODARAN, 1997).

### 2.5.3. **O Custo Médio Ponderado de Capital**

A estrutura de capital de uma firma é composta por seu capital próprio (emissão de ações) mais o de terceiro (emissão de dívidas). Desta forma, tanto credores quanto acionistas esperam ser recompensados pelo custo de oportunidade de estarem investindo seus recursos em uma firma específica (DAMODARAN, 1997).

O retorno médio esperado para a firma pode ser calculado através do WACC (Weigh Average Cost of Capital), o qual propõe uma média entre o retorno esperado pelo acionista e pelo credor, ponderada pelo valor total de títulos de ações e de dívidas. Ainda, deve-se observar que há uma importante premissa neste cálculo, de que a razão capital próprio/capital de terceiros permanece constante ao longo do tempo. (DAMODARAN, 2002).

O retorno esperado pelo acionista pode ser mensurado com uma boa aproximação pelo método CAPM, através da correlação entre a volatilidade do retorno esperado das ações da organização com o retorno médio do mercado (DAMODARAN, 2002).

Já o retorno esperado pelo credor está associado à taxa de juros mais o prêmio pelo risco de inadimplência, ou seja, de não quitação da dívida. Por exemplo, firmas com uma alta proporção de capital de terceiros normalmente apresentam maior risco, sendo cobradas com maiores taxas pelos credores. Também é importante observar que a taxa de impostos utilizada pela organização deve ser descontada da taxa de retorno esperada pelos credores (DAMODARAN, 1997).

Finalmente, deve-se ressaltar que, em alguns casos, pode ser necessário adicionar uma parcela ao WACC referente ao capital originário de ações preferências (DAMODARAN, 1997).

Em suma, a fórmula do WACC é dada por

$$K_a = (w_i \times k_i) + (w_p \times k_p) + (w_s \times k_{roun}), \text{ onde:}$$

$K_a$  = WACC ou custo médio ponderado de capital

$W_j$  = Proporção de empréstimo a longo prazo na estrutura de capital;

$W_p$  = Proporção de ações preferenciais na estrutura de capital;

$W_s$  = Proporção de ações ordinárias na estrutura de capital.

$K_j$  = Taxa de retorno esperado pelos credores;

$K_p$  = Taxa de retorno esperado pelos acionistas preferenciais;

$K_r$  ou  $n$  = Taxa de retorno esperado pelos acionistas ordinários.

Fonte: Gitman, 2002

Observa-se ainda que a ponderação da taxa de retorno esperada por credores e acionistas, tradicionalmente, apresenta uma problemática em relação ao uso de valores de mercado ou de valores escriturais (conforme demonstrativos financeiros). O presente trabalho propõe o uso de valores de mercado baseado em dois motivos principais. (DAMADORAN, 2002)

Em primeiro lugar, o valor de mercado possui uma maior capacidade de representar a realidade das empresas, considerando a premissa de um mercado eficiente. Neste sentido, a questão da volatilidade no valor de uma empresa é resultante do mercado, ajustando suas estimativas de fluxos de caixa gerados a medida em que possui acesso a novas informações. Por outro lado, a estabilidade do valor de uma empresa apresentada em documentos contábeis é, na verdade, um sintoma da limitação dos demonstrativos financeiros enquanto instrumentos para medição de valor.

Em segundo lugar, o uso do valor de mercado acaba sendo uma abordagem mais conservadora do que o uso do valor escritural. Isto ocorre por que, quando convertido para valores de mercado, geralmente o valor do patrimônio tende a aumentar sua proporção relativa ao montante de dívidas. Como normalmente a taxa de retorno esperado pelos acionistas tende a ser maior do que a dos credores (descontada a tributação), o WACC acaba apresentado um valor superior. (DAMADORAN, 2002)

Finalmente, percebe-se que o valor de mercado da dívida tende a ser de mais difícil obtenção. Uma maneira de realizar esta conversão é tratar a totalidade da dívida escritural como sendo um único bônus com *coupon*, sendo o *coupon* igual à totalidade da despesa financeira (para maiores detalhes sobre abordagem deve-se consultar DAMODARAN, 2002).



#### **2.5.4. Considerações Finais sobre o Cálculo do Custo de Capital**

Primeiramente, o analista financeiro deve ter grande cuidado na realização de análises de regressão para definição do Beta. Dentre alguns pontos a serem avaliados pode-se citar qual o índice a ser utilizado como referência do mercado e qual o tempo histórico representativo para considerar a regressão. Em ambos os casos, há por trás uma forte tendência para seguir as práticas comumente adotadas pelo mercado, visto que se todos estiverem usando as mesmas referências, apresentarão resultados consistentes entre si. (DAMADORAN, 2002)

Em segundo lugar, organizações passam por mudanças, seja de capitalização (através da emissão de dívidas ou de ações), seja de sua estrutura (por exemplo, por meio de aquisições, fusões e abandono de unidades de negócios). Desta forma, a regressão média de uma indústria tende a representar esta trajetória histórica de crescimento, quando o mais adequado seria refletir seu comportamento como é hoje. (DAMADORAN, 2002)

Uma terceira questão a ser observada se refere a premissa adotada pelo método do CAPM, de que o investidor é diversificado e, portanto, deve ser remunerado apenas pelo risco do mercado. O problema é que, no Brasil, a grande maioria das empresas possui capital fechado, sendo geridas por uma estrutura familiar. Neste sentido, o investidor deve se preocupar com o risco total da atividade e não somente com o risco de mercado. (Adaptado de DAMADORAN, 2002)

Para trabalhar tais problemáticas são propostas três abordagens. A primeira consiste em admitir que a empresa esteja sendo gerida com objetivo de venda no curto prazo para uma grande empresa, sendo, portanto, razoável o uso de betas do mercado. A segunda propõe a adição de um ágio ponderado ao custo de patrimônio, refletindo a incapacidade do proprietário em se diversificar. Finalmente, pode-se ajustar o Beta do mercado, para que ele passe a refletir o risco total e não apenas o risco do mercado. (DAMADORAN, 2002)

#### **2.6. Fluxo de Caixa Descontado**

O valor de qualquer ativo (seja uma organização inteira, uma unidade de negócio, decisão estratégica, instalação ou equipamento, ativo financeiro, etc..) é uma função de três variáveis: o volume de fluxo de caixa gerado; o momento em que esses

fluxos de caixa se darão; e a incerteza a eles associada. (DAMODARAN, 2002)

Estas três variáveis são combinadas segundo a seguinte fórmula:

$$\text{Valor\_do\_Ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \text{ onde:}$$

n = Vida do ativo

CF<sub>t</sub> = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa descontada que

Fonte: Gitman, 2002

Para implementar esta fórmula o valor do fluxo de caixa deve ser projetado conforme os conceitos descritos nos item item 2.3 e 2.4. Quanto à taxa de desconto deve ser calculada conforme abordagens do WACC e CAPM.

### **2.6.1. Abordagens Baseadas no Fluxo de Caixa Descontado**

Para estimar o valor de uma organização, uma primeira opção considera a utilização do fluxo de caixa livre para o patrimônio (FCLP), definido como o caixa restante após despesas operacionais, despesas financeiras, fluxos de caixa líquidos da dívida e necessidades de reinvestimento. Em outras palavras, este fluxo de caixa deve ser percebido com o potencial de distribuição de dividendos por parte da empresa. (DAMODARAN, 2002)

Uma segunda abordagem considera que uma empresa é mais do que seus investidores patrimoniais. Neste sentido, ao se avaliar uma empresa deve-se considerar o fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE), definido como: o caixa resultante descontadas as despesas operacionais, impostos e necessidades de reinvestimentos, mas antes do pagamento da dívida (tanto do juros quanto do principal). (DAMODARAN, 2002)

Finalmente, uma vez que a diferença entre as abordagens FCLE e FCLP é a inserção, ou não, da alavancagem financeira da estrutura de capital da organização, deve-se utilizar para fluxos do tipo FCLP a taxa esperada pelos acionistas como taxa de desconto. Já para os fluxos de caixa do tipo FCLE, deve-se utilizar como taxa de desconto o custo de capital resultante da aplicação do método WACC. (DAMODARAN, 2002)

## 2.6.2. **Construção do Fluxo de Caixa**

A construção do fluxo de caixa livre, resultante de cada estratégia, não deve, necessariamente, ser feita a partir de seus balanços e DRE. A presente dissertação indica esta abordagem, devido a uma maior facilidade de entendimento do desempenho da firma e identificação de inconsistências nos cálculos. (COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001)

O elemento inicial a ser considerado é a previsão de receitas, projetadas no item 2.5 para cada uma das estratégias propostas. Para o primeiro período de análise, espera-se que a receita seja determinada ano a ano. Quanto ao segundo ano, pode-se simplificar esta situação para um crescimento percentual, de acordo com o ano anterior. Já para o terceiro, não há uma necessidade tão grande de que ela seja projetada, conforme veremos a seguir.

A partir da receita devem ser descontadas as despesas operacionais, de forma a calcular a receita operacional de cada decisão estratégica. A projeção das despesas operacionais é composta dos custos de matéria-prima, produção, mão-de-obra, marketing, energia, impostos, etc..

A partir da receita operacional (receita menos despesas operacionais) devem ser retiradas as depreciações e o imposto de renda, compondo o lucro operacional da estratégia. A questão das depreciações é resultante da política de investimentos, conforme será observado a seguir. Quanto ao imposto de renda, percebe-se que ele não deva ser taxado, caso a empresa não apresente lucros. (DAMADORAN, 1997)

Posteriormente ao lucro operacional, a depreciação deve ser readicionada ao fluxo de caixa, visto que se constitui em uma saída de caixa apenas para abono do imposto de renda.

Na seqüência, devem ser consideradas as necessidades de investimento de cada decisão estratégica. Estes investimentos devem ser entendidos como aquisições de novos recursos, *upgrade* e manutenção dos recursos existentes. Observa-se, ainda, que uma variação no capital de giro (ativo menos passivo circulante) também é uma forma de investimento para a organização.

Conforme os investimentos em recursos vão sendo realizados (normalmente, há um forte impacto no primeiro ano), eles passam a ser adicionados aos ativos permanentes do balanço da organização como ativos tangíveis ou intangíveis. Contudo, é importante ressaltar que a grande maioria dos investimentos em recursos intangíveis

ou capacitações não é entendida enquanto investimento para fins contábeis.

Operacionalmente, eles impactam no aumento dos custos de operação (como marketing, pesquisa e desenvolvimento), o que, a princípio, seria razoável pela sua natureza de desenvolvimento a partir da repetição das rotinas operacionais.

Finalmente, para o cálculo do valor de cada estratégia proposta, deve-se descontar os fluxos de caixa quantificados pela taxa de desconto adequada, de acordo com o ano em questão. Além disso, deve-se somar o valor residual restante do conjunto de ativos conformados pela estratégia, descontá-lo a valor presente e somar ao valor total da estratégia. A Figura 21 ilustra a visão final do fluxo de caixa a ser utilizado para quantificação do valor de uma estratégia:

Fluxo de Caixa	
+	Receita
-	Despesas operacionais
-	Depreciação
-	Amortização
=	Receita operacional (EBIT)
-	Impostos
=	Receita operacional após impostos
+	Depreciação
+	Amortização
-	Investimento no ativo fixo
-	Variação do capital de giro
=	Fluxo de caixa livre da empresa (FCLE)

Figura 4 - Fluxo de caixa para quantificação do valor de uma estratégia

Fonte: Adaptado de Damodaran, 2002 e Coppeland, 2001

### 2.6.3. Modelagem Financeira de Ativos Intangíveis

Conforme citado no item 2.2, investimentos em pesquisa, capacitação ou *marketing*, são incertos demais e de difícil quantificação, sendo que os padrões contábeis, em geral, exigem que estes investimentos sejam lançados sobre despesas, no período em que se dão. (DAMADORAN, 2002).

O problema desta abordagem é que o valor criado destes ativos acaba não aparecendo no balanço, como parte do ativo total da empresa. Tal fato implica na criação de um efeito dominó para mensuração do capital, que culmina na distorção da lucratividade da estratégia para a empresa. Neste sentido, sugere-se que as despesas operacionais que possuam provas substanciais de geração benefícios por diversos

exercícios devam ser capitalizadas, (DAMADORAN, 2002)

De forma semelhante ao uso da depreciação para investimentos em ativos fixos, deve ser aplicada à amortização para investimentos em ativos intangíveis como marcas e patentes. Neste sentido, o gestor de negócios deve estimar por quanto tempo permanece o benefício do investimento realizado (vida amortizável). Ainda deve ficar claro que o tratamento financeiro de uma amortização é análogo ao de uma depreciação. (DAMADORAN, 2002)

Por exemplo, investimentos em novas patentes farmacêuticas devem ter uma vida amortizável superior a de pesquisas para desenvolvimento de *softwares*. Já investimentos em propaganda devem ser avaliados com atenção especial, para definir se de fato seus benefícios permanecem por um longo período. (DAMADORAN, 2002)

#### **2.6.4. Análise de Sensibilidade e de Risco**

A análise de sensibilidade é uma abordagem em que, a partir da variação de um conjunto de possíveis valores para uma variável (análise *ceteris-parebus*), avalia-se seu impacto no fluxo de caixa resultante. Esta técnica é frequentemente útil para se ter uma noção da variabilidade do retorno, em resposta à mudanças no valor de uma variável. Em processos de orçamentação de capital, uma das abordagens mais comum é estimar os retornos associados a diferentes estimativas de entradas, desde os quadros pessimistas até os mais otimistas. (GITMAN, 2002)

A análise de cenário é similar à análise de sensibilidade, mas de escopo mais amplo. Ela é usada para avaliar o impacto de várias circunstâncias no valor de uma opção estratégica. A principal diferença é que esta análise, ao invés de isolar o efeito da mudança em uma única variável, considera mudanças simultâneas em inúmeras variáveis, resultantes de diferentes suposições acerca das condições econômicas e competitivas. (GITMAN, 2002; COPPELAND, KOLLER & MURIN, 2001)

A simulação é uma abordagem baseada em estatística para análise de incertezas, através da aplicação de distribuições probabilísticas pré-determinadas, e números aleatórios para se estimar os resultados finais. Neste sentido, reúnem-se os vários componentes dos fluxos de caixa em um modelo matemático, em que são utilizados geradores de números aleatórios que representem as distribuições de probabilidade pré-determinadas, de forma a calcular qual a distribuição de retorno resultante da estratégia. (GITMAN, 2002)

### **2.6.5. Considerações Finais sobre o Método de Fluxo de Caixa Descontado**

Ao longo da projeção dos fluxos de caixa, o analista financeiro se depara com o desafio de avaliar até que ponto ele deve trabalhar com informações agregadas, ou detalhadas.

Primeiramente, deve-se avaliar as considerações para se trabalhar com projeções de crescimento de receitas, ou de lucros. Uma avaliação do histórico destas variáveis indica que o uso da projeção de receitas tende a ser mais confiável, devido a uma menor volatilidade histórica. Isto porque, conforme visto em 2.2, o cálculo do lucro de uma organização está fortemente sujeito a arbitragens na utilização de práticas contábeis (vide conceito de gerenciamento de lucros). (DAMADORAN, 2002)

O segundo ponto a ser tratado está associado ao uso de informações excessivamente detalhadas. Primeiramente, observa-se que quanto maior o esforço para detalhamento da informação, maior o custo de realização da análise. Além disso, o uso de informações detalhadas, quando não disponíveis, implica na verdade, um acúmulo de erros de inferências, culminando em um grande distanciamento em relação ao valor total do investimento. Desta forma, sugere-se o uso de análises cada vez mais agregadas, na medida em que se olha mais para o futuro.

Finalmente, vale ressaltar mais uma vez que, embora uma estratégia projete receitas operacionais satisfatórias, ela pode acabar não gerando valor para a organização. Tal situação ocorre, por exemplo, em estratégias que necessitam de um grande re-investimento de capital, o qual é debitado após as receitas operacionais.

### **2.7. Opções Reais**

O método tradicionalmente utilizado por empresas para análise de um investimento é o fluxo de caixa descontado (FCD). Todavia, há uma percepção de que tal ferramenta não é adequada para modelagem de situações marcadas por incerteza e dinamismo de ações. A grande crítica em relação ao FCD está focada na percepção de que esta abordagem desconsidera que o valor de um investimento seja afetado por futuras decisões estratégicas da firma. (COPPELAND & TUFANO, 2004; BRANDAO, DYER & HAHN, 2005)

Neste sentido, emerge a necessidade de uma ferramenta que tenha uma maior capacidade de entender a discussão da flexibilidade de uma opção estratégica,

traduzindo adequadamente as percepções obtidas para uma modelagem financeira mais fidedigna, e, certamente, mais complexa. (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

As opções reais surgem como resposta a esta demanda, abordando as decisões de expansão, redução, adiamento, cancelamento e substituição, em uma modelagem financeira, de forma a definir o valor da sua flexibilidade (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

O exemplo abaixo apresentado por Coppeland & Antikarov (2001) ilustra este conceito.

Imagine-se indo do Rio de Janeiro até São Paulo. Teoricamente, você tem a sua disposição um conjunto de ferramentas como Internet, mapas, conversas com pessoas que façam este traçado freqüentemente, que lhe permita construir um caminho ótimo, minimizando o tempo de viagem, ou então a gasolina a ser consumida.

No entanto, como avaliar a possibilidade da existência de um engarrafamento no meio do caminho, que possa influenciar na conclusão obtida? Considerando o método do fluxo de caixa descontado, deve-se definir uma probabilidade média de ocorrência de engarrafamento, vide análises de cenários para ponderação do resultado obtido.

Já a abordagem de opções reais considera esta problemática de forma distinta. Segundo esta abordagem, nem todas as decisões precisam ser tomadas antes do comprometimento com a decisão estratégica. Desta forma, uma estratégia pode ser modelada considerando que algumas decisões ainda serão tomadas ao longo do tempo, de acordo com mudanças no ambiente e com as reações dos concorrentes.

Voltando para a analogia com o problema da viagem Rio-São Paulo, a idéia é que a modelagem considere que o motorista, no momento em que encontra um engarrafamento, decida como lidar com esta situação (retornando, seguindo um caminho alternativo ou enfrentando o engarrafamento). Contudo, deve ficar claro que a inserção de decisões a serem tomadas ao longo de uma estratégia modifica consideravelmente seu risco (tal questão será retomada posteriormente).

Finalmente, antes de desenvolver a discussão conceitual apresentada pela temática de opções reais deve-se primeiro entender a abordagem de Árvores de Decisões que a antecede, assim como suas principais limitações.

### 2.7.1. As Limitações das Tradicionais Árvores de Decisão

A árvore de decisão é um modelo gráfico, em que decisões e incertezas de uma estratégia são apresentadas cronologicamente. Uma árvore de decisão é composta de nós interligados por galhos: os nós podem representar uma decisão (por exemplo, o comprometimento ou não com um investimento), ou incertezas (por exemplo, uma variação de preço); já os galhos representam caminhos alternativos que a análise pode trilhar. (BRANDÃO, 2005). A figura 28 ilustra como modelar uma árvore de decisão explicitando uma opção de decisão:

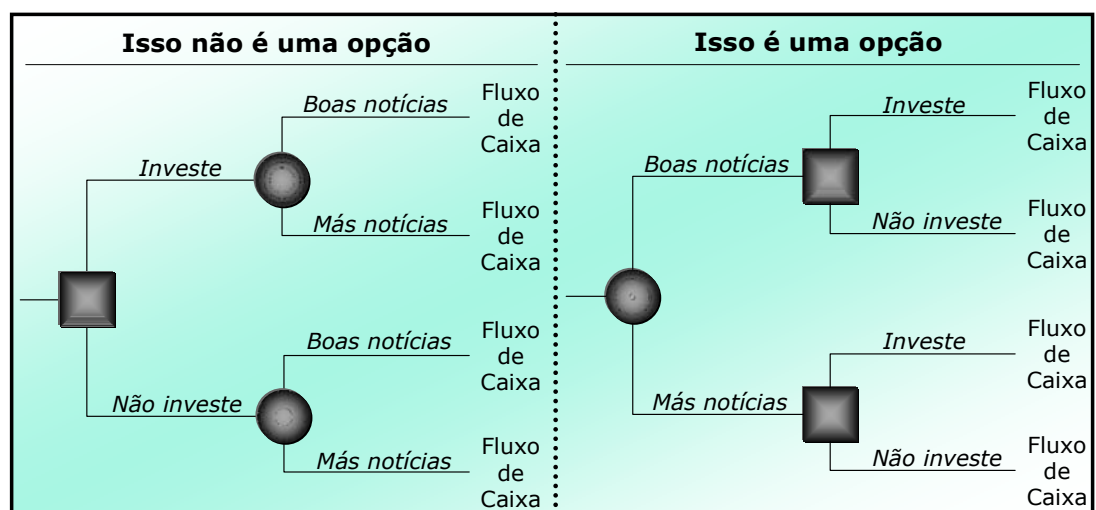


Figura 5 - Identificando opções de decisão

Fonte: Brandão 2005

A árvore de decisão deve ser percebida enquanto uma solução intuitiva, baseada na atribuição de probabilidades a possíveis eventos, os quais são informados nos nós de incerteza, ou avaliados nos nós de decisão. O momento de decisão, e, portanto a flexibilidade estratégica existente é explicitada, portanto, por estes nós de decisão. (BRANDÃO, 2005)

Todavia, o grande problema do método das árvores de decisão é que ele não possui um tratamento adequado para avaliar o impacto no risco do investimento, resultante da inserção de possibilidades de decisão com o tempo. O conceito de risco, conforme apresentado, está associado à volatilidade esperada nos retornos de um fluxo de caixa. Neste sentido, objetivamente, observa-se que a inserção de decisões ao longo do tempo modifica o desvio padrão em torno do valor médio esperado para um investimento (vide análise por simulação).



Exemplificando esta situação, pode-se pensar em uma empresa que faz um seguro para proteger seu negócio. A abordagem das árvores de decisão se limita a inserir uma flexibilidade de desistência do negócio, pelo uso do seguro, de acordo com: o valor futuro do investimento, valor acordado do seguro e o prêmio do seguro.

Todavia, a partir do momento em que um seguro é realizado, a taxa de risco da empresa acaba sendo modificada, devido à redução da volatilidade nos retornos esperados. Ou seja, o desvio entre os retornos possíveis ao investidor firma cai abruptamente uma vez que o seguro adquirido reembolsa parte do seu capital investido.

Intuitivamente, de fato percebe-se que comprar um carro com seguro é um negócio menos arriscado do que comprar um carro sem seguro, devido ao direito do uso do seguro em caso de alguma eventualidade. A problemática do gerenciamento de riscos a partir da consideração da flexibilidade estratégica em uma modelagem financeira tende a ser suprida, justamente, pela abordagem de opções reais.

### **2.7.2. As Opções Reais de uma Organização**

Uma opção real é o direito, mas não a obrigação, de se empreender uma ação (por exemplo, diferir, expandir, contrair ou abandonar) a um custo preestabelecido – a vida da opção. (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

O valor de uma opção real é resultante de cinco variáveis básicas (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001):

- *Valor do ativo subjacente a risco (valor esperado da estratégia mensurado pelo método do fluxo de caixa);*
- *Preço de exercício (valor necessário para exercer a opção, por exemplo, o valor assegurado de um automóvel);*
- *Prazo de vencimento da opção; desvio padrão do valor do ativo sujeito a risco (volatilidade dos retornos esperados em relação ao valor do ativo);*
- *Taxa de juros livre de risco ao longo da vida da opção.*

De forma a ilustrar este conceito deve-se observar a seguinte situação apresentada por COPPELAND & Antikarov (2001):

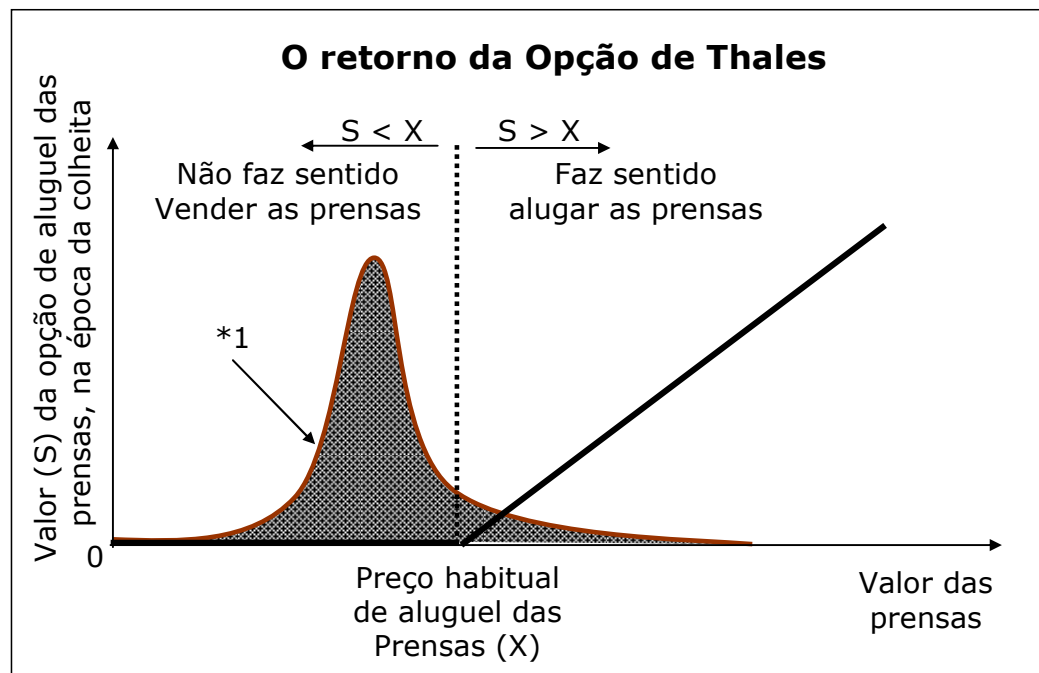
Thales era um filósofo sofista, habitante da ilha de Milos no Mediterrâneo. Ao ter fortes indícios de que estaria por vir uma colheita de azeitonas promissoras naquele ano, pegou suas economias de vida, e negociou com os comerciantes locais o direito de alugar, na época da colheita, suas prensas pelo preço habitual.

Com a realização de sua previsão, houve um aumento considerável na demanda pelas prensas, devido ao aumento da produção. Desta forma, Thales teve o direito de alugar as prensas pelo preço acordado anteriormente, cobrando dos plantadores preços elevados para utilização destas. (

Identificando as variáveis apresentadas tem-se:

- *O ativo subjacente a risco são as prensas alugadas;*
- *O preço de exercício é valor estabelecido no contrato para este aluguel;*
- *O prazo de vencimento da opção é o prazo até a realização da colheita;*
- *O desvio padrão do valor do ativo estaria associado diretamente à incerteza quanto à produção total da colheita;*
- *A taxa de juros livre de risco seria a taxa utilizada no mercado;*
- *O valor da opção seria a quantia paga por Thales aos proprietários das prensas.*

A figura 6 ilustra graficamente o problema de Thales, explicitando a aposta a ser realizada:



\*1 – Distribuição do valor esperado para as prensas (S), no momento da colheita, de acordo com a probabilidade projetada de produção de azeitonas, dado um preço acordado de exercício (X)

**Figura 6 - O retorno da opção de Thales**

Fonte: Adaptado de Coppeland & Antikarov, 2001.

Uma primeira classificação para uma opção é se ela se constitui em uma opção

de compra ou de venda. Opções de compra se constituem no direito de exercer a compra de um ativo, com o pagamento do preço de exercício. Desta forma, o lucro desta opção resulta da diferença entre o valor do ativo no prazo do exercício (o preço cobrado por Tales) e o preço de exercício acordado (o preço pago aos proprietários). (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

Já uma opção de venda é o inverso de uma opção de compra. Trata-se do direito de vender, no prazo acordado, o ativo subjacente pelo seu preço de exercício. Portanto, caso o valor do ativo esteja acima do preço, seria vantajoso para o dono da opção exercê-lo. Caso contrário, considera-se que a opção está fora de preço. (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

Uma opção também pode ser classificada quanto a sua forma de exercício: opções americanas só podem ser exercidas na data de seu vencimento, enquanto opções européias podem ser exercidas em qualquer momento da vida. (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

Finalmente, há uma terceira classificação quanto ao tipo de opção real em questão: (COPPELAND & ANTIKAROV, 2001)

- *Opções de diferimento podem ser percebidas enquanto opções de compra americana, consistindo na possibilidade de se adiar o início de um investimento;*
- *Opções de abandono podem ser percebidas enquanto opções de venda americana para o encerramento precoce de um investimento;*
- *Opções de contratação incluem a possibilidade da venda de um investimento, por meio de um parcela do ativo a um preço fixo;*
- *Opções de expansão são opções de compra americana, para aumento do valor de um investimento; opções de redução são opções de venda americana, para redução do valor de um investimento;*
- *Opções de conversão combinam opções de compra e venda, habilitando seu detentor a alterar o modelo de operação do negócio mediante um certo custo fixo.*

### **2.7.3. A Complexidade da Abordagem de Opções Reais**

A análise da flexibilidade de uma organização é um problema de grande complexidade a ser resolvido, por dois motivos principais. (BRANDAO, DYER &

HAHN, 2005)

Inicialmente, deve ficar claro que se trata de um problema de otimização, em que o algoritmo utilizado deve identificar, para cada nó de decisão, se cada opção deve ou não ser exercida. Desta forma, é necessário que este algoritmo, primeiramente, projete o comportamento esperado do investimento até o final de sua vida econômica e, depois, retorne nó após nó, estimando qual a melhor decisão a ser tomada. (BRANDAO, DYER & HAHN, 2005)

Em segundo lugar, deve-se observar que este problema de otimização é alimentado com dados probabilísticos representativos da incerteza do ambiente. Neste sentido, existe uma curva de probabilidade que indica a possibilidade de ocorrência de diversos preços futuros para um determinado ativo. (BRANDAO, DYER & HAHN, 2005)

De forma a exemplificar estes conceitos, deve-se pensar numa situação mais complexa do problema de Thales, em que ele compra o direito de alugar uma única vez as prensas do proprietário, ao longo dos próximos 3 anos.

Neste sentido, para cada ano, Thales deve considerar: o valor ( $X$ ) de exercício do aluguel e o valor projetado das prensas  $S1$ ,  $S2$  e  $S3$ , para calcular o valor total de flexibilidade que está adquirindo. A Figura 7 ilustra esta situação:

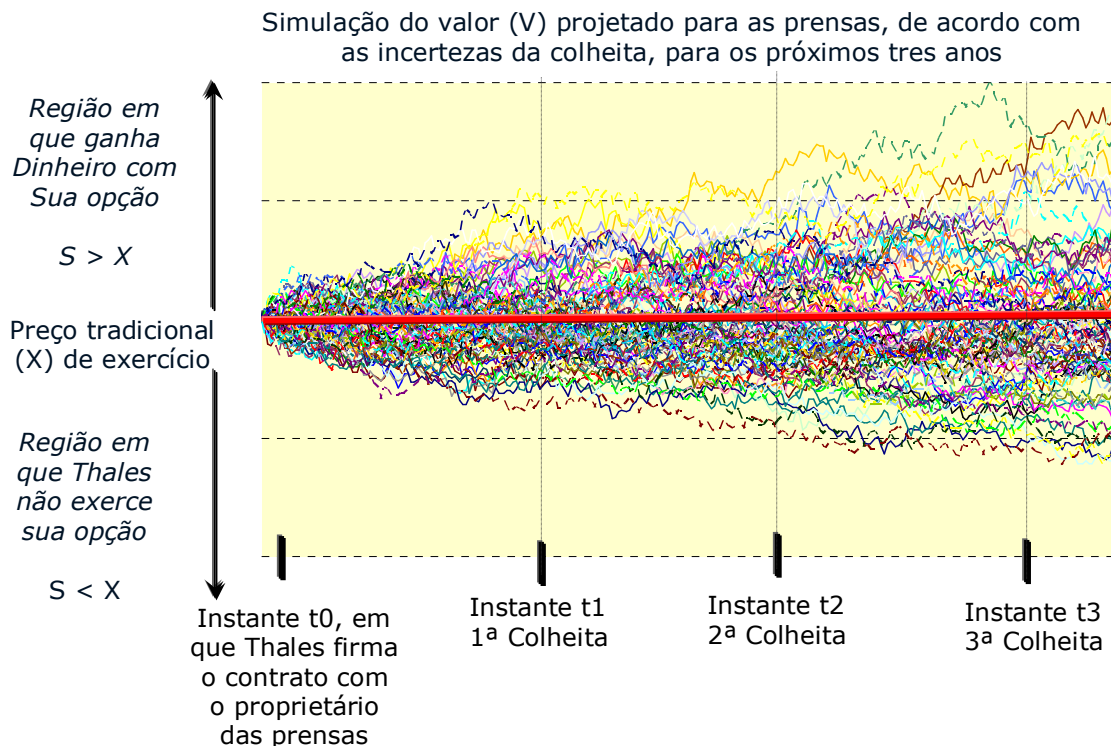


Figura 7 - Incertezas de um problema de opções reais

Observando ambos os pontos abordados, pode-se perceber que: o método de árvores de decisão tende a lidar razoavelmente com a primeira problemática de explicitar e modelar decisões; já a análise de simulação é indicada para lidar com a questão da volatilidade resultante numa curva de distribuição para o retorno do ativo. Todavia, como conectar ambas as abordagens e, principalmente, como modelar financeiramente a variação do risco de uma decisão estratégica de acordo com o grau de flexibilidade existente?

Primeiramente, surge a idéia do uso de um processo estocástico (o qual apresenta uma componente randômica influenciando o valor da variável ao longo do tempo) que represente adequadamente, no tempo, a curva de distribuição para os retornos de uma estratégia, conforme análise de risco. Para tal, admite-se fortemente a hipótese de que o valor de um ativo se comporta como um movimento geométrico browniano (MGB), conforme apresentado a seguir. (BRANDÃO, 2005)

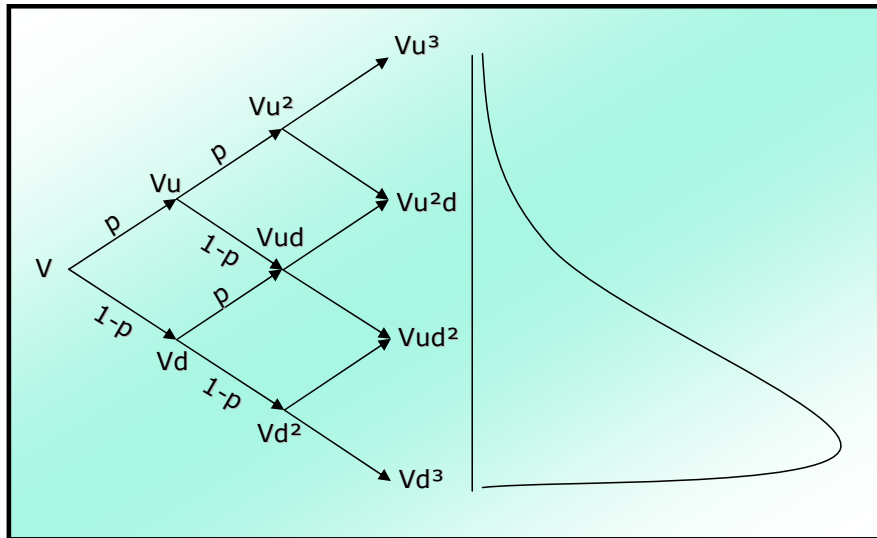
São três os principais motivos que reforçam a idéia de que o valor de um investimento pode ser representado por um MGB: este processo estocástico permite um crescimento exponencial (ou seja, o valor da estratégia amanhã é influenciado pelo valor da estratégia hoje, em oposição a uma parcela incremental fixa); os retornos são normalmente distribuídos (consequentemente, o valor do ativo é distribuído conforme uma curva lognormal); o valor do investimento não pode se tornar negativo. (BRANDAO, 2005).

Contudo, o grande problema de se trabalhar com um processo estocástico é que a realização de cálculos, assim como sua apresentação, tende a ser de difícil compreensão, gerando uma barreira natural a qual limita sua aplicação. (BRANDAO, DYER & HAHN, 2005)

#### **2.7.4. Simplificando a Abordagem de Opções Reais**

Para resolver esta questão, adota-se a premissa de que um movimento geométrico browniano pode ser representado de forma simplificada, por uma árvore binomial recombinante. Desta forma, para cada um dos nós desta árvore há uma probabilidade  $q$  de que  $V_{t+1}$  adquira o valor  $V_u$  (sendo  $u$  uma taxa de crescimento de  $V$  no cenário otimista); e uma probabilidade  $1 - q$  de que  $V_{t+1}$  adquira o valor  $V_d$  (sendo  $d$  uma taxa de redução de  $V$  no cenário pessimista).

Portanto, propõe-se a construção de uma árvore de decisão (vide a complexidade de se trabalhar com processos estocásticos) que represente, com alto grau de aderência, os resultados encontrados pela análise de simulação, partindo da premissa de que o valor da estratégia se comporta como um MGB. A figura 8 ilustra esta situação:



**Figura 8 – Representação do valor de um ativo como uma árvore binomial recombinante**

Fonte: Brandão, (2005)

Em suma, o uso de uma árvore binomial recombinante habilita a modelagem de um problema envolvendo incertezas e decisões, de forma simplificada e aderente à realidade, considerando a premissa de que o retorno de um investimento pode ser representando por um MGB.

Todavia, resta a dúvida final referente à como definir os parâmetros  $u$ ,  $d$  e  $p$ , atentando ainda para a problemática da variação do risco de um fluxo de caixa com a inserção de possibilidades de decisão.

Uma forma de se lidar com esta problemática é através do método *portfolio* replicante. Neste caso, a árvore de decisão construída deve ser gerada utilizando a taxa de desconto esperada para o investimento, com a qual foi calculado seu valor esperado sem flexibilidade.

Este método se baseia na premissa de que, uma vez que o mercado é eficiente e não existem arbitragens, o risco de uma decisão pode ser encontrado a partir da modelagem de um *portfólio* de retorno idêntico no mercado de capitais. Para tal, propõe-se a construção de um *portfólio* com  $A$  ações no mercado a um preço  $S$ , e  $B$

reais investidos em títulos do governo a taxa livre de risco  $r$ . (COPPELAND & TUFANO, 2004)

Após a passagem de um período, espera-se que o valor do *portfólio* no cenário otimista seja  $AS_u + (1 + r) \cdot B$  e, no cenário pessimista, seja  $AS_d + (1 + r) \cdot B$ . Ainda, considerando a premissa de que não devem haver arbitragens no mercado, deve-se igualar  $V_u$  (valor do investimento no cenário otimista) =  $AS_u + (1 + r) \cdot B$  e  $V_d$  (valor do investimento no cenário pessimista) =  $AS_d + (1 + r) \cdot B$ , resolvendo o problema para A e B. Desta forma, para saber o valor V (do investimento), basta avaliar o valor inicial do *portfólio* representado por  $AS + B$ . A figura 9 a seguir ilustra esta situação: (COPPELAND & TUFANO, 2004)

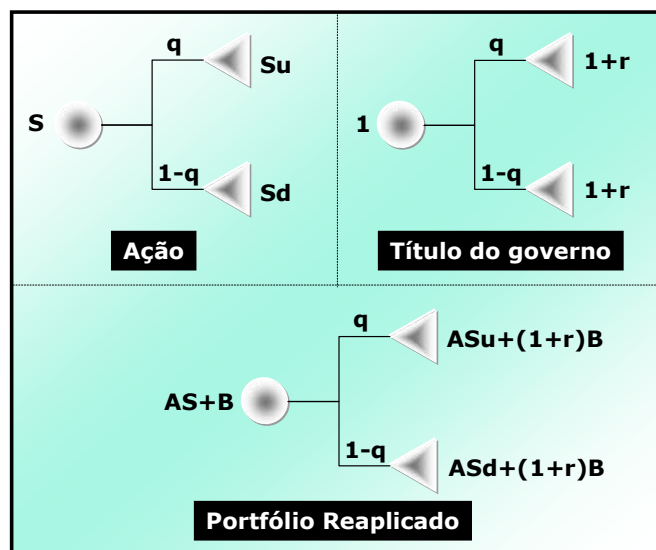


Figura 9 – Método do *portfólio* replicado

Fonte: Brandão (2005)

Finalmente, deve ficar claro, que para aumentar a precisão deste método, deve-se buscar ações (A) de empresas que estejam em negócios semelhantes ao do investimento objeto de análise.

### 2.7.5. **Considerações Finais sobre Opções Reais**

Primeiramente, pode-se perceber que o preço de um ativo nem sempre segue um processo contínuo. Neste sentido, caso a situação em questão viole esta premissa, é possível que a modelagem realizada subestime, ou superestime, o valor da opção. Uma abordagem razoável para lidar com esta problemática seria o uso de maiores estimativas de variância, ou então, a inclusão de saltos de preços na modelagem

financeira. (DAMADORAN, 2002)

Um segundo ponto considera que a volatilidade, embora conhecida, pode não se aplicar para toda a vigência da opção. Esta problemática se agrava no caso de opções longas, em que se faz necessário o uso de uma variância média constante ao longo de todo o processo. Novamente, pode ser necessário o uso de modelos mais complexos para abordar esta questão. (DAMADORAN, 2002)

Um terceiro, pressupõe-se que o exercício da opção é instantâneo. Esta premissa pode trazer problemas, se o verdadeiro prazo de uma opção for bem maior do que o declarado. Por exemplo, caso uma empresa possa extrair petróleo de um poço por 10 anos, deve ser considerado todo o tempo necessário para implantação da estrutura para extração do petróleo. (DAMADORAN, 2002)

Finalmente, observa-se que a complexidade da modelagem matemática associada à abordagem de opções cria grandes limitações para sua difusão e incorporação pelo estado da prática de finanças, uma vez que gestores de negócios raramente confiam em instrumentos que não compreendem.

Desta forma, embora a abordagem de opções reais tenha grande potencial para lidar com a quantificação do valor financeiro da flexibilidade de uma decisão estratégica, organizações raramente fazem uso desta ferramenta, limitando-se a utilizar o método do fluxo de caixa descontado.

## ***2.8. Considerações Finais do Estado da Técnica de Análise Financeiro***

Uma vez apresentadas as principais abordagens do Estado da Técnica de Análise Financeira pode-se realizar algumas considerações quanto ao seu uso.

Apesar de as abordagens apresentadas modelarem e quantificarem financeiramente o lucro econômico (item 2.1) e o valor (item 2.6) de uma estratégia adotada por uma organização, elas não explicam por que este lucro está sendo gerado.

Ou seja, uma vez que uma organização tenha um retorno sobre o investimento muito acima de seu custo capital, como explicar por que ela consegue obter este retorno e outras organizações não?

De fato, a análise financeira ajuda a entender de forma superficial como este lucro econômico está sendo gerado, uma vez que a análise do fluxo de caixa explicita as fontes do retorno acima da média: por exemplo, um volume de vendas maior; ou uma margem maior; ou um menor capital investido; um custo de produto inferior; um



custo de capital inferior; etc..

Contudo, a limitação percebida em Análise Financeira, que fundamenta e motiva a proposta de criação da análise da robustez estratégica, é não trabalhar devidamente o entendimento estruturado de por que esta organização consegue obter um retorno acima da média da indústria.

Será que a organização possui um posicionamento especial na indústria? Será que realiza atividades específicas com grandes diferenciais competitivos em relação as demais? Será que possui recursos escassos e demandados pelo mercado, os quais consiga se apropriar de seu valor? Etc..

Finalmente, observa-se que certamente todo analista financeira, quando de uma modelagem financeira, avança nestes porquês para entender a organização objeto de análise e fundamentar sua avaliação legitimando os resultados encontrados.

Todavia, este processo não está definido no estado da técnica de finanças e, portanto, acaba sendo pouco estruturado, superficial e fortemente dependente da capacidade e experiência do analista financeiro.

O próximo capítulo apresenta a revisão bibliográfica do Estado da Técnica de Análise Estratégica, detalhando as várias abordagens existentes para explicação dos porquês de um retorno econômico acima do custo de capital e, conseqüentemente, da criação de lucro econômico. Posteriormente, a discussão das limitações de análise financeira e complementaridades com análise estratégicas serão retomadas e detalhadas.

### 3. Estado Técnica de Análise Estratégica

Este capítulo descreve os principais conceitos e ferramentas de Análise Estratégica utilizados para elaboração da proposta de avaliação da robustez estratégica de uma Análise Financeira. A estrutura e conteúdo deste capítulo é fortemente baseada em Ghemawat (1999) e Besanko, Dranove & Shanley (2000), recebendo contribuições importantes de Porter, Bradeburg & Nalebuff (1997), Collis & Montgomery (1997), Porter (1991) e Proença (2003).

Ao longo desta revisão bibliográfica, as seguintes temáticas foram abordadas: o mapeamento do cenário de negócio e entendimento da indústria em que uma organização está inserida (item 3.1); as formas de se adotar um posicionamento e criação da vantagem competitiva (item 3.2); a análise da reação dos concorrentes e possibilidades de mudanças no ambiente (item 3.3); a sustentabilidade da organização para manter um retorno acima da média da indústria ao longo do tempo (item 3.4);

Sugere-se ainda que especialistas nas temáticas supracitadas sigam direto para o item 3.5 de forma a agilizar a leitura desta dissertação.

Finalmente, de forma a já construir um primeiro entendimento de como as variáveis financeiras são suportadas por conceitos estratégicos serão apresentados alguns “termos” a serem utilizados ao longo da revisão teórica de análise estratégica. Busca-se, portanto, construir uma legenda inicial para referenciar a discussão financeira a partir da revisão estratégica.

São eles:

- *Custo médio por unidade produzida (CUnit). Resultado da divisão dos Custos dos Produtos Vendidos (produção, marketing, matéria-prima, outros) + despesas operacionais (administrativas, de vendas e gerais) + despesas financeiras (juros) + impostos pela quantidade total vendida (Qtde).*
- *Quantidade (Qtde);*
- *Preço (preço);*
- *Valor atribuído/benefícios percebidos pelos consumidores a um determinado bem um determinado valor (Ben);*
- *Valor total (VTotal) gerado pela indústria resultante da subtração do valor percebido pelo cliente (Ben), menos o custo de produção (CUnit).*
- *Ressalta-se que nem todo valor gerado pela indústria é apropriado por ela, e,*

*desta forma, o preço de comercialização é algo intermediário entre Ben e CUnit.*

### **3.1. Mapeamento do Cenário de Negócios**

*“Quando uma indústria com reputação de dificuldades econômicas encontra um gerente com reputação de excelência, normalmente é a indústria que mantém sua reputação intacta” (Warren Buffet apud Ghemawat 1999)*

O Mapeamento do Cenário de Negócios aborda a análise da Indústria identificando as características chaves para entendimento da lucratividade esperada para as organizações existentes e possíveis novas entrantes.

A seguir a discussão de Mapeamento do Cenário de Negócios será ilustrada pelas abordagens de Cinco Forças de Porter e Rede de Valor.

#### **3.1.1. As Cinco Forças de Porter**

As Cinco Forças de Porter consistem em um *framework* para avaliação da lucratividade média de uma indústria. Neste âmbito, são definidas cinco forças econômicas – ameaça de novos entrantes, poder de barganha dos fornecedores, poder de barganha dos consumidores, ameaça dos substitutos e rivalidade entre competidores existentes – que regem uma determinada indústria e, portanto, se constituem em ameaças à criação de lucro para uma firma atuante neste setor. (GHEMAWAT, 1999)

##### **Força 1: O Grau de Rivalidade**

Organizações tradicionalmente competem em preço e diferenciação de produto. Competições em preço estão associadas à premissa de que uma receita perdida, resultante de um menor preço cobrado, é compensada por um aumento da quantidade vendida, proporcional ao aumento do *market share* adquirido ( $Preço^{(depois)} * Qtde^{(depois)} > Preço^{(antes)} * Qtde^{(antes)}$ ).

Competições por diferenciação estão associadas a um aumento do custo médio de produção, de forma a agregar um maior valor (*Ben*) à mercadoria, o qual será traduzido ao cliente na forma de preços maiores ( $Preço^{(depois)} - CUnit^{(depois)} > Preço^{(antes)} - CUnit^{(antes)}$ ). (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000).

Um primeiro viés a ser abordado discute a capacidade da indústria em definir

seu posicionamento em termos de *Preço-Qtde*. Neste sentido, o grau de concentração da indústria ajuda a determinar até que ponto o valor criado pelo setor será dissipado no ambiente competitivo. Este grau é diretamente relacionado ao número de indústrias existentes e, inversamente, ao seu porte (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000).

Quanto maior for o grau de concentração do mercado, maior a percepção da interdependência entre organizações e, com isto, mais prováveis as ações para restrição da rivalidade. Por outro lado, em mercados muito fragmentados, cada indústria não visualiza o impacto causado em seus oponentes, além de existir uma maior probabilidade de que alguma firma esteja insatisfeita com seu *status quo*. Também se faz importante observar o grau de diversidade ou de semelhança entre os posicionamentos competitivos adotados pelas organizações atuantes neste mercado (GHEMAWAT, 1999 ; MINTZBERG & QUINN, 2001).

O segundo viés a ser tratado avalia até que ponto uma variação na *Qtde* demandada impacta em seu *CUnit*. Dentre alguns aspectos a serem analisados têm-se: existência de altos custos fixos comparados ao valor agregado; existência de capacidade produtiva ociosa; necessidade de aumento da capacidade em grandes incrementos; etc. (BESANKO, D. & Alies, 2000).

Um terceiro viés a ser considerado aborda as características estruturais da indústria que limitam sua capacidade de aumentar os benefícios ofertados ao consumidor. Dentre alguns aspectos, deve-se observar: baixa demanda por diferenciação dos produtos; dificuldade em desenvolver um melhor relacionamento com o cliente; baixos custos de mudança do produto utilizado pelo consumidor; grau de identidade do consumidor com a marca; etc. (GHEMAWAT, 2000 ; BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000).

Finalmente, deve ficar clara a importância do crescimento econômico do setor para determinar sua lucratividade, assim como os custos inerentes para uma organização que resolva encerrar sua participação na indústria. Ambos os aspectos estão correlacionados, uma vez que um baixo retorno, ou até mesmo um prejuízo no curto prazo, podem ser recompensados por grandes expectativas de crescimento do setor (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001).

### ***Força 2: A Ameaça de Entrada***

Entrantes representam ameaças à lucratividade da indústria de duas formas

distintas: dividindo o mesmo mercado total entre mais organizações ( $Qtd^{(depois)} < Qtd^{(antes)}$ ), e aumentando o grau de concentração da indústria (vide item anterior). A avaliação do impacto desta força na redução da lucratividade do setor está relacionada à possibilidade de criação de barreiras ou mecanismos de isolamento que limitem ou até mesmo inviabilizem a entrada de novas empresas na indústria (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Um primeiro viés a ser observado avalia qual é o investimento inicial e a escala mínima de operação que sustentam um negócio na indústria. Neste sentido, deve-se avaliar qual a quantidade mínima a ser produzida para diluir o custo fixo da organização de forma a minimizar possíveis desvantagens iniciais em custo ( $Qtd_e^{(min)}$  para que  $CUn_i^{(min)} > Pre$ , e  $Lucro > 0$ ). Todavia, podem ser formuladas estratégias que admitam um prejuízo inicial em troca da conquista de uma maior fatia de mercado, habilitando maiores lucros *a posteriori* (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001).

Um segundo viés aborda os recursos necessários, assim como sua facilidade de obtenção, para atuação na indústria. Deve-se observar, portanto: a importância de uma reputação na indústria; facilidade de acesso aos insumos necessários; facilidade para estabelecimento de uma base de operação; acesso à rede de distribuidores e fornecedores; acesso a novas tecnologias; questões governamentais que limitam a entrada de novas firmas; etc. (GHEMAWAT, 1999; MINTZBERG & QUINN, 2001).

Um terceiro viés deve analisar a curva de aprendizado existente para a organização, avaliando pontos como: posição inicial na curva de aprendizado, posição da concorrência na curva de aprendizagem; comportamento do  $CUnit$  de acordo com a quantidade acumulada produzida; expectativa de criação de *know-how* para diferenciação dos produtos ( $Ben$ ) de acordo com a quantidade acumulada produzida. Ambos os pontos avaliam a capacidade da firma entrante em aprender com o negócio em que está se inserindo, para poder competir com as empresas existentes (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001).

Finalmente, um quarto viés lida com as possibilidades de reação das firmas existentes, avaliando: seu potencial para competições predatórias em preço; existência de capacidade ociosa; grau de influência sobre fornecedores e canais de distribuição existentes; etc. (GHEMAWAT, 1999; MINTZBERG & QUINN, 2001).

### ***Força 3: A Ameaça de Substitutos***

A lógica da redução de lucro por parte de um substituto é análoga a de um entrante, influenciando na questão da redução da demanda e no aumento do grau de rivalidade interna. Também deve ficar claro que por substitutos entendem-se todos os produtos que desempenhem funções semelhantes, e não apenas aqueles que se parecem fisicamente (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000).

Um primeiro viés a ser analisado deve considerar a relação entre as funcionalidades apresentadas pelos produtos substitutos e seus respectivos preços ( $Ben^{(exist)}-Pre^{(exist)} <> Ben^{(subs)}-Pre^{(Subs)}$ ), ou, em outras palavras, o valor passível de ser apropriado pelo consumidor (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001; GHEMAWAT, 1999).

Um segundo viés aborda os possíveis aspectos que dificultam a migração do consumidor para o produto substituto. Dentre eles destaca-se a questão do custo de mudança para o consumidor e a identidade com a marca. Ambos os aspectos tendem a ser refletidos na elasticidade em preço da indústria. Em outras palavras, observa-se que indústrias com poucos substitutos tendem a apresentar menor elasticidade (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001).

#### ***Força 4: O Poder do Comprador***

O poder dos compradores está relacionado com seu poder de barganha e sua capacidade de negociar melhores preços, apropriando maiores valores e reduzindo a margem para a indústria. Por exemplo, caso os consumidores observem um grande crescimento do setor, eles tendem a se apropriar de parte deste lucro por meio de suas negociações no mercado (*ou seja, busca-se um menor Preço, ou um maior Benefício para um mesmo Preço*) (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000;).

O primeiro viés a ser analisado retoma a idéia do grau de concentração do consumidor, relacionando-o diretamente com seu poder de barganha. Neste sentido, um comprador com grande poder de barganha consegue auferir melhores preços e, até mesmo criar uma relação de dependência com a organização fornecedora (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001; GHEMAWAT, 1999).

Um segundo viés considera os fatores capazes de influenciar o preço a ser negociado com consumidores: importância do produto para o consumidor; importância da qualidade do produto para o consumidor; impacto relativo do custo do produto para o consumidor; necessidade de diferenciação dos produtos; identidade com a marca;

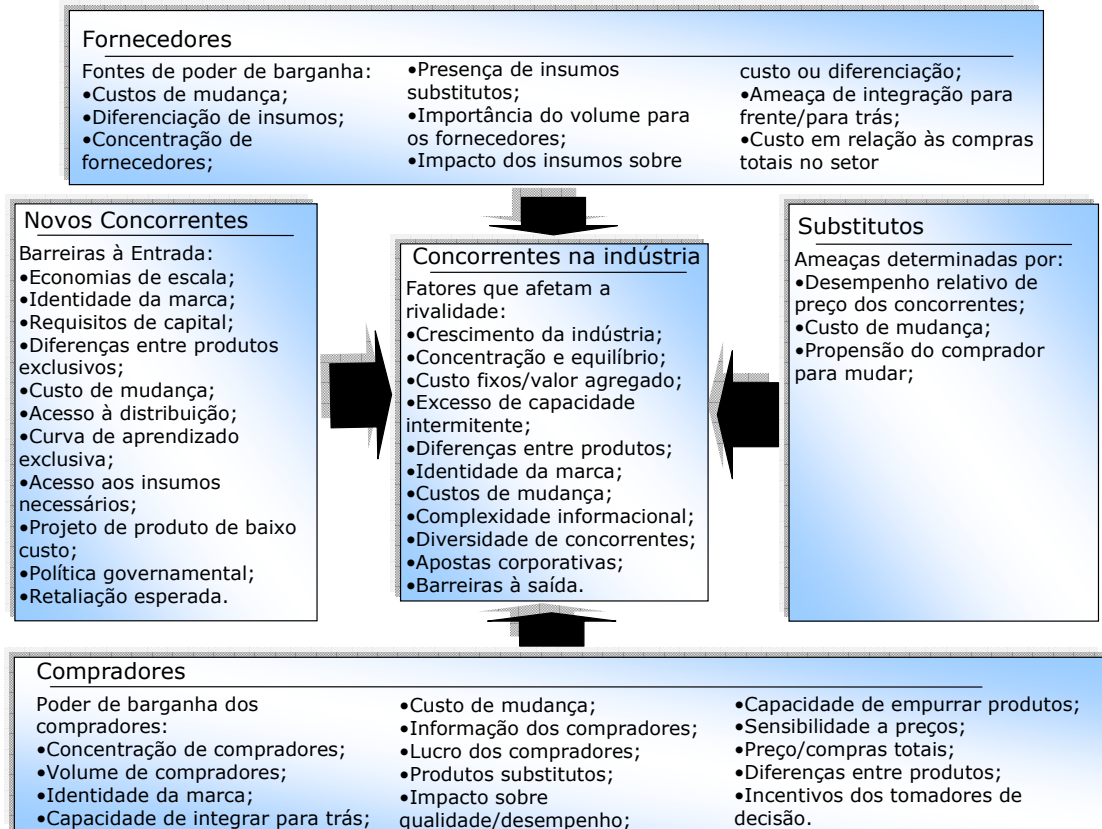
outros (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001; GHEMAWAT, 1999).

Outros fatores a serem considerados, no que tange a ameaça dos consumidores à lucratividade da indústria, são: existência de produtos substitutos para o consumidor; custos de mudança para o consumidor; capacidade de integração vertical incorporando a indústria; outros (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; MINTZBERG & QUINN, 2001; GHEMAWAT, 1999).

### **Força 5: Poder dos Fornecedores**

O poder do fornecedor é o espelho do poder do comprador. Neste sentido, a análise entre indústria e consumidor, anteriormente apresentada, pode ser replicada para a avaliação da interação entre fornecedor e indústria.

A Figura 10 ilustra a discussão das 5 Forças de Porter apresentada ao longo deste item:



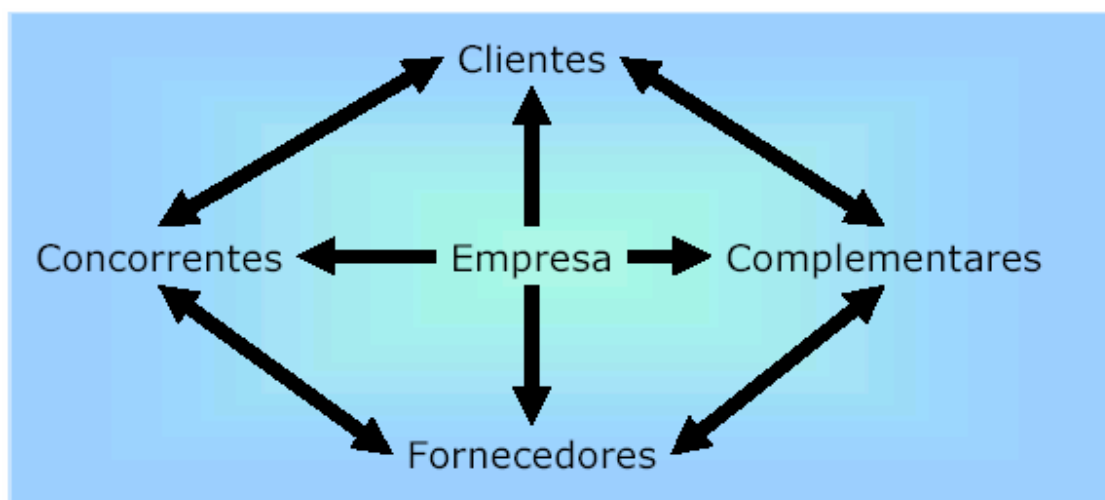
**Figura 10 - 5 Forças de Porter**

Fonte: Ghemawat, 1999.

### 3.1.2. A Rede de Valor

O conceito de rede de valor destaca o papel crítico que os complementares podem desempenhar, contribuindo para o sucesso ou o fracasso da empresa. Os complementares são definidos como a imagem dos concorrentes (incluindo novos concorrentes e substitutos, bem como os rivais existentes), podendo influenciar na disposição dos consumidores a pagar pelos produtos (*ben*), assim como no preço exigido pelos fornecedores. (BRANDEBURGER & NALEBUFF, 1997)

No centro da rede valor está a própria empresa e a sua volta os quatro tipos de papéis que organizações podem desempenhar interferindo em sua lucratividade: cliente (incluindo consumidores não corporativos) ; concorrente; fornecedor; e complementar. Observa-se ainda que uma mesma organização pode atuar com mais de um papel, de acordo com o modo com que suas ações impactam a empresa objeto de análise. (BRANDEBURGER & NALEBUFF, 1997). A Figura 11 ilustra a idéia da Rede de valor.



**Figura 11 – Rede de Valor**

Fonte: Ghemawat, 1997.

Até então, a abordagem proposta das 5 forças de Porter se limitava a analisar interações entre forças econômicas enquanto negativas e redutoras da lucratividade da indústria. Todavia, tal fato nem sempre é verdade, visto que algumas organizações podem atuar de forma complementar, aumentando sua lucratividade. A idéia desta análise está focada na revisão das 5 Forças de Porter sob uma dimensão cooperativa, em que a diretriz seja aumentar o “bolo” ao invés de lutar por “fatias de um bolo fixo”



(BRANDEBURGER & NALEBUFF, 1997).

Um primeiro viés deve avaliar quais são as possibilidades de ações entre concorrentes na indústria, para aumento de sua lucratividade média. Dentre alguns exemplos, podem ser citados: definições de padrões de tecnologia para a indústria e o desenvolvimento conjunto de regulamentações favoráveis (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000).

Um segundo viés aborda as possíveis cooperações entre a indústria e seus fornecedores ou consumidores. Por exemplo, investimentos conjuntos para desenvolvimento da qualidade de um produto; aumento da eficiência produtiva ou ações para minimização do custo de estoques (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000).

### **3.2. Criando Vantagem Competitiva**

*“Se um homem fizer uma ratoeira melhor do que a do seu vizinho, mesmo que ele more na floresta, o mundo irá abrir um caminho até sua porta”  
(Ralph Waldo Emerson apud Ghemawat, 1999)*

Uma vez que uma estrutura industrial permaneça estável, o sucesso (retornos acima da média na indústria) de uma firma é resultante de sua posição em relação aos seus concorrentes. A criação de vantagens competitivas aborda a discussão das formas como uma organização pode se posicionar de forma a competir com seus concorrentes obtendo retornos acima da média da indústria. Na criação de Vantagem Competitiva serão detalhadas as abordagens de Análise de Posicionamento e Cadeia de Valor. (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000; PORTER, 1994; GHEMAWAT, 1999).

A seguir a discussão de criação de vantagens competitivas e cooperativas será ilustrada pelas abordagens de Análise de Posicionamento e Cadeia de Valor.

#### **3.2.1. Análise de Posicionamento**

As Estratégias genéricas de Porter discutem a existência de duas formas básicas para criação de vantagem competitiva: diferenciação (por exemplo, em imagem, suporte, qualidade e design) e custo (cobrança de um *preço* menor para um mesmo

benefício proporcionado ao cliente). A combinação destas vantagens com a decisão de escopo dos produtos, assim como da extensão de mercado (por exemplo, estratégias de não-segmentação, segmentação, nicho e personalizadas) em que serão ofertados, conforma as escolhas a serem tomadas no posicionamento defendido (MINTZBERG & QUINN, 2001; PORTER, 1994).

Especialmente na questão do foco em custos, pode-se observar que ele está associado a duas estratégias não exclusivas: a primeira foca na redução do preço cobrado, aumentando o valor a ser apropriado pelo cliente (*VConsumidor*), gerando uma maior demanda e, portanto, aumentando seu lucro ( $Qtde * Margem$ ); a segunda indica uma manutenção do preço cobrado, proporcionando um aumento de sua margem ( $Preço - CUnit$ ) e, também, resultando em um aumento do lucro ( $Qtde * Margem$ ).

De forma a tangibilizar esta discussão, deve-se entender as possibilidades de posicionamento para uma organização como alternativas em que são definidos: um custo (*CUnit*); um nível de benefício para o consumidor (*Ben*); uma expectativa de demanda do mercado; uma margem; e um volume de vendas esperado (*Qtde*). O posicionamento ideal para uma organização é, portanto, a forma de competir que maximiza sua receita esperada (GHEMAWAT, 1991).

Iniciando pela discussão dos custos, deve ficar claro que diferentes níveis de benefícios a serem oferecidos implicam maiores custos, tanto no relacionamento com seus fornecedores, quanto na sua operação interna. Neste sentido, uma classificação dos diversos tipos de custos (como impacto nas funcionalidades dos produtos, custeio por atividades, relevância, etc.) se faz fundamental para melhor entender os *trade-offs* existentes. Além disso, também é importante uma clara distinção entre custos de implantação e custos de manutenção (GHEMAWAT, 1991).

Quanto aos benefícios a serem gerados, deve-se considerar: quais benefícios são realmente percebidos pelo consumidor; para quais benefícios o consumidor é mais sensível a sua variação; e quais atributos são comuns a todos os concorrentes. Além disso, a análise não deve se limitar a aspectos objetivos (comparação entre funcionalidades), incorporando também questões subjetivas como marca, estética, tempo no mercado, consumidores usuais, etc. (GHEMAWAT, 1991).

Quanto ao mercado, este atua tentando maximizar seu valor apropriado (*VConsumidor*) pressionando por reduções nos preços, ou aumento dos benefícios. Conforme já informado, deve ficar claro que a percepção de benefício varia de acordo

com o segmento de consumidores considerado e com a disponibilidade de mercadorias dos concorrentes (GHEMAWAT, 1991).

Finalmente, ressalta-se a importância de avaliar o posicionamento competitivo ao longo do tempo identificando: tempo necessário para alocação efetiva dos recursos necessários; tempo necessário para que os resultados do posicionamento competitivo se estabilizem; possíveis alterações no ambiente (demanda do cliente, novas tecnologias, por exemplo), etc. (GHEMAWAT, 1991).

A figura 12 ilustra a discussão apresentada ao longo deste item:

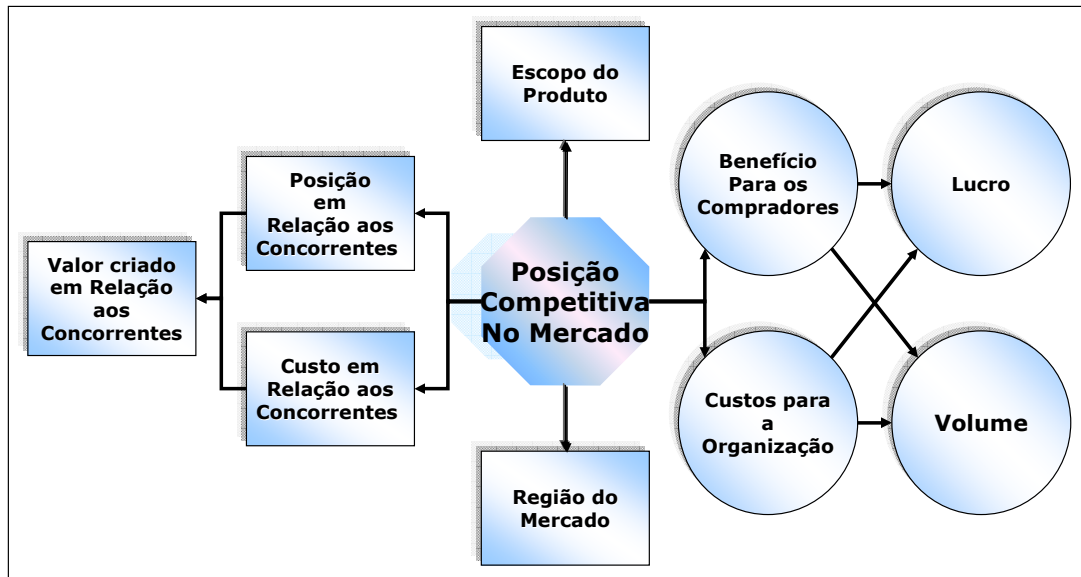


Figura 12 - Análise do posicionamento de uma organização

Fonte: Adaptado de Ghemawat, 1999 e Besanko et al. (2000)

### 3.2.2. *Cadeia de Valor*

Uma organização pode ser desagregada em um conjunto de atividades discretas e inter-relacionadas, as quais devem ser configuradas de forma consistente com a estratégia adotada: algumas destas atividades podem ser responsáveis por economias de custos para a organização; outras devem ser desempenhadas de forma específica e única, criando benefícios diferenciais ao consumidor. (PORTER, 1994)

O objeto desta análise é, portanto, a atividade discreta entendida enquanto ordenadora de custos para a organização e criadora de benefícios para o consumidor. Desta forma, a estratégia a ser implantada deve orientar um gestor sobre a melhor forma de se posicionar no *trade-off* entre diferenciação (*Ben*) e custos a serem

agregados por atividade. Ainda deve ficar claro que o custo e o valor total (*Ben*) gerados são resultantes tanto dos custos e benefícios gerados por cada atividade isolada quanto das interações entre atividades. (1. BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

A Cadeia de Valor de Porter, apresentada na figura 13, consiste apenas em uma primeira proposição para desagregação das atividades de uma organização, devendo ser customizada de acordo com as características e especificidades da firma em questão. Também deve ser percebido que as cadeias de valor de diversas organizações (ou até mesmo do próprio consumidor pessoal) se conectam, formando um Sistema de Valor no qual são avaliados os aspectos de custo e benefícios criados nas interfaces inter-organizacionais. (PORTER, 1994)



**Figura 13 - Cadeia de Valor de Porter**

Fonte: Ghemawat, 1999

A análise da cadeia de valor de uma organização deve ser conduzida avaliando como cada estratégia proposta modifica a demanda por desempenho de cada uma de suas atividades. Ainda é importante ressaltar que, para fins desta dissertação, o desempenho de uma atividade está associado a um custo de operação e a um benefício agregado ao produto gerado. Deve ficar claro, contudo, que, por vezes, pode ser inviável a segmentação dos benefícios de um produto por atividade, optando-se pelo uso da cadeia como um todo. (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

De forma a tangibilizar a idéia de uma análise em custos e em benefícios, deve-se utilizar o conceito de direcionadores. Estes direcionadores devem ser entendidos

enquanto determinantes (ou simplesmente justificativas) para diferenças de custos ou de benefícios, em uma mesma atividade. Especificamente, para fins deste trabalho, direcionadores devem ser utilizados para estimar os custos e benefícios necessários para viabilização de cada opção estratégica. (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Os direcionadores de custo podem ser quebrados em quatro grupos: relacionados a tamanho ou escopo (economia de escala, economia de escopo e utilização da capacidade); relacionados a experiência acumulada (curva de aprendizado); independentes (preço dos insumos, localização, economia de densidade, eficiência produtiva, política governamental, outros direcionadores); e custos de transação (eficiência da cadeia produtiva, custos de agencia). (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Quanto aos direcionadores de benefícios, eles estão agrupados em cinco categorias: características físicas (qualidade, funcionalidade, estética, durabilidade, facilidade de instalação e operação); serviços (pós-venda, garantias; contratos de manutenção; reparos) e qualidade dos bens complementares; características da venda (velocidade de entrega, disponibilidade, facilidade de crédito, localização do vendedor; pré-venda); características subjetivas (reputação do produto; reputação da organização; base de consumidores); e características relacionadas a imagem (propaganda, embalagem, prestígio da distribuidora, etc.). (BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Por meio da análise de direcionadores, o gestor deve avaliar qual o custo de produção da organização para cada opção estratégica proposta. Além disso, conforme citado anteriormente, os benefícios incorporados aos bens ou serviços gerados devem atingir o desempenho necessário para viabilização de cada opção estratégica.

### **3.3. Dinâmicas Competitivas e Cooperativas**

*“O motivo de sucesso não é suficiente. Ele produz um mundo míope que destrói as fontes da sua própria prosperidade. Os ciclos de depressão comercial que afligem as relações de negócio estão completamente infectadas com a doença dos motivos míopes”. (Alfred North Whiteland apud Ghemawat, 1999)*

Toda discussão de análise estratégica apresentada até o presente momento considerava que os concorrentes e o ambiente são estáticos. A discussão de dinâmicas

competitivas e cooperativas aborta esta premissa, objetivando avaliar até que ponto o retorno financeiro e vantagens competitivas de uma organização são sustentáveis ou reforçadas devido a modificações no comportamento concorrentes, fornecedores, consumidores, substitutos, etc..

A seguir a discussão de dinâmicas competitivas e cooperativas será ilustrada pelas abordagens de Teoria dos Jogos, Ameaças ao Valor Agregado e ao Valor Apropriado e Visão Dinâmica das 5 Forças de Porter.

### **3.3.1. Teoria dos Jogos**

A teoria dos jogos se concentra na análise do impacto de decisões estratégicas adotadas quando estas afetam as oportunidades de investimentos e lucratividade de outras firmas. Com o uso da teoria dos jogos, pode-se reduzir um problema de estratégia complexo em uma estrutura analítica mais simples, a ser resolvida a partir de alguns conceitos que direcionem sua solução. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004; BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Segundo esta teoria, um jogo é caracterizado por: um conjunto de jogadores (podendo ser incluído o “ambiente” enquanto jogador); uma lógica de funcionamento do jogo (decisões podem ser tomadas seqüencialmente ou simultaneamente); um conjunto de informações disponíveis (em que deve ser avaliado o grau de assimetria entre jogadores); e uma estrutura de retorno (valor alcançado por cada jogador de acordo com o encaminhamento do jogo). (SMIT & TRIGEORGIS, 2004)

A principal premissa para a solução de um jogo é tentar antecipar a ação de cada jogador, pressupondo que ele é racional, maximizador de seu retorno individual e tomador de decisões internamente consistentes. A solução para o jogo é chamada de equilíbrio de *Nash*, quando cada jogador obtém o maior retorno possível, considerando a estratégia esperada pelos outros. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004; BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

A avaliação da estratégia adotada, assim como seu impacto nos concorrentes, deve passar por três critérios principais.

O primeiro critério avalia como os oponentes tendem a reagir com a estratégia implantada: de forma substituta, aceitando a estratégia, ou de forma recíproca, rebatendo a decisão tomada. Por exemplo, caso a organização opte pela construção de

uma fábrica e espera-se que os concorrentes reduzam sua capacidade produtiva, eles estão atuando de forma substituta. Por outro lado, caso a organização reduza seus preços e é esperado que seus concorrentes também apresentem quedas de preço, eles estão atuando de forma recíproca. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004; SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001; BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Deve-se observar, ainda, que quanto maior o grau de substituição de uma competição, menores são as opções de escolha dos concorrentes. Por outro lado, quanto maior for o grau de complementaridade de uma estratégia, maior será a gama de escolha das outras organizações. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004)

O segundo critério avalia quem se beneficia do valor criado pela estratégia da organização. Caso seja uma estratégia considerada proprietária, seus retornos esperados estão fortemente centrados na própria firma. Por exemplo, pode-se pensar no desenvolvimento de um recurso escasso (como uma nova tecnologia) que implique uma vantagem competitiva relevante contra seus componentes. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004; SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001; BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Já em uma estratégia tida como compartilhada, o valor gerado é compartilhado entre todos os participantes do jogo. Tal situação pode ser exemplificada pelo desenvolvimento conjunto de uma padronização tecnológica para todo o mercado. (SCHWARTZ & TRIGEORGIS, 2001)

O terceiro critério avalia o grau de comprometimento, ou de flexibilidade da estratégia. A idéia é que estratégias de grande comprometimento implicam em: investimentos em recursos específicos; grande irreversibilidade; e impactos relevantes para toda a organização. Já estratégias flexíveis, como a alteração do preço de uma mercadoria, pode ser desfeita a um baixo custo. (SMIT & TRIGEORGIS, 2004; BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000)

Finalmente, a Figura 14 analisa o tipo de estratégia adotada pela organização de acordo com os possíveis impactos nos concorrentes:

Reação dos Concorrentes	Valor Gerado	Tipo de Investimento	Comentários / Função do Líder no Cenário Competitivo
• Estratégias substitutas	Proprietário	Com comprometimento	Confirmar dominância
• Estratégias substitutas	Proprietário	Com flexibilidade	Forçar concorrentes a recuar Aceitar a regra do líder Evitar conflito
• Estratégias substitutas	Compartilhado	Com comprometimento	Convidar rivais a explorá-lo (poder indicar uma saída estratégica)
• Estratégias substitutas	Compartilhado	Com flexibilidade	Ativamente submisso
• Estratégias Recíprocas	Proprietário	Com comprometimento	Se posicionar para evitar conflito Atacar para tornar-se líder
• Estratégias recíprocas	Proprietário	Com flexibilidade	Estimular conflito independente do custo Se conciliar com o líder
• Estratégias recíprocas	Compartilhado	Com comprometimento	Aproveitar restos disponíveis Cuidar dos interesses confidencialmente
• Estratégias recíprocas	Compartilhado	Com flexibilidade	Compartilhar riqueza com concorrentes Aceitar situação atual Esperar para seguir o líder

Figura 14 – Análise da estratégia adotado com foco na reação dos concorrentes

Fonte: BESANKO, DRANOVE & SHANLEY, 2000.

### 3.3.2. Ameças ao Valor Agregado e ao valor Apropriado

O valor de um recurso está associado à existência de demanda, escassez e apropriabilidade. Ao longo deste item será avaliado como podem ser construídas barreiras (naturais ou pela própria organização) que sustentem o valor de um determinado recurso. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

#### *Ameça ao Valor Agregado: Imitação*

A imitação é uma das formas de ameaça contra a escassez de um recurso. Ela pode ser pensada como o afundamento de um pico, a medida que um número crescente de pessoas o escalam e se aglomeram sobre ele. Como era de se esperar, em diversos momentos, as barreiras contra imitação se assemelham com as barreiras a novos entrantes (vide 5 forças de Porter). (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Uma das formas de proteção contra a imitação se dá através do estabelecimento de economias de escala e escopo, que implicam posições lucrativas (menores *CUnit*) inibindo possíveis competidores. A curva de aprendizado e o desenvolvimento de *know-how* na geração do valor também se constituem em importantes barreiras, caso consiga-se manter em sigilo o aprendizado adquirido. Outro fator importante é a construção de contratos de longo prazo com fornecedores, compradores e



complementares, que incluam cláusulas específicas limitando a imitação. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Possíveis imitadores também podem ser inibidos a entrar na competição caso haja uma ameaça de retaliação representativa (por exemplo, capacidade ociosa e reputação histórica de retaliação). Também deve ser observado que, por vezes, o prazo necessário para imitação ou o custo necessário para imitação é inviável. Uma penúltima questão reflete a idéia da ambigüidade causal, ou seja, da dificuldade de se perceber quais são as conexões causais entre ações e resultados que habilitam o sucesso da firma. Finalmente, a idéia da elevação contínua do nível dos benefícios gerados ao consumidor (*Ben*) aumenta as dificuldades e reduz prazos para imitadores em potencial. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

#### ***Ameaça ao Valor Agregado: Substituição***

Uma segunda ameaça à escassez é a substituição, representada pela idéia de um terremoto que destrói picos existentes e constrói novos picos. Neste sentido, há uma percepção central de que ameaças a substituições não se traduzem em ataques diretos, sendo, portanto, mais difíceis de serem combatidas. Ainda, deve-se observar que a ameaça da substituição deve ser analisada à luz da dimensão ativa da competição *schumpeteriana*. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Uma primeira resposta à ameaça da substituição é, justamente, não responder inferindo que a ameaça possui poucas chances de ser bem sucedida. Caso este não seja o caso, a organização pode optar por lutar - aumentar o valor percebido pelo seu cliente (*Ben*) - ou mudar - modificando consideravelmente a natureza do bem ou serviço disponível ao cliente. Uma outra opção seria recombina seus recursos em alguma nova lógica reestruturando a forma de operação. A organização também poderia decidir por manter seu modelo de negócio atual em paralelo com o desenvolvimento de novos modelos. Finalmente, caso a firma não enxergue potencial de recuperação para seu negócio, ela pode apenas optar por seu encerramento auferindo uma última parcela de lucros. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

#### ***Ameaça ao Valor Apropriado: Violação***

Quanto as ameaças à apropriabilidade, primeiramente será considerada a idéia da violação. Ao longo deste texto, ela já apareceu algumas vezes, abordando como o valor total gerado entre dois elos de uma cadeia produtiva é dividida entre eles ( $V_{total} =$

*Margem + Vconsumidor*), dada à existência de assimetria de informação e oportunismo (vide teoria dos custos de transação). (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

O conceito fundamental para entendimento da violação é o de coespecialização, ou seja, o grau de complementaridade e especialização (ou especificidade) entre recursos de duas organizações. Ainda deve ficar claro que as informações abaixo devem ser percebidas enquanto complementares à discussão de como reduzir custos de transação, considerando os impactos causados nos custos de produção. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Conforme já apresentado, uma das formas de se inibir a violação é através da definição do valor destinado a cada firma em contratos de longo prazo. Uma segunda abordagem propõe a integração na cadeia, eliminando os custos de transação, em troca do aumento dos custos de produção. Também, pode-se pensar no aumento do poder de barganha de cada parte, seja influenciando o grau de concentração da indústria, seja reduzindo o grau de especificidade dos ativos comercializados. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Até então, as ações apresentadas estavam associados a uma tentativa de aumento de controle (e redução de violação) sobre ativos, dos quais não se têm propriedade. Por outro lado, também, pode-se abordar a ameaça da violação identificando formas de se aumentar o valor total agregado (vide idéia da rede valor), ao invés de duras disputas para dividi-lo.

Tal ação pode ser realizada através do estreitamento do relacionamento entre as partes, de forma a aumentar o valor agregado e a reduzir custos de transação (por exemplo, necessidades de monitoração de um contrato). Ainda, ressalta-se a importância da construção de uma confiança mútua entre as partes para o desenvolvimento de ações neste âmbito, dada a inexistência de uma hierarquia de poder. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

### ***Ameaça ao Valor Apropriado: Negligência***

Finalmente, a segunda ameaça à apropriação de valor é a da negligência. Ela está associada à idéia da dissipação interna das margens da organização. Em outras palavras, pode-se pensar em uma organização operando com uma capacidade inferior à potencialmente disponível. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Duas das principais razões para a negligência são: a dificuldade de se mensurar

a eficiência da organização; e situações de sucesso econômico (acomodamento do quadro de funcionários). Observa-se, ainda, que, por vezes, algumas negligências (uma sede luxuosa, investimentos em projetos extensos em pesquisa, bônus salariais excessivos, etc.) podem acabar sendo fundamentais para a sustentação de uma vantagem competitiva. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Uma das primeiras propostas para evitar a negligência é a melhora na coleta de informações e monitoração do desempenho (*benchmarking*, por exemplo), de forma a habilitar um melhor julgamento de sua incidência. Por outro lado, pode-se pensar em incentivos por resultados obtidos, estimulando o quadro de funcionários a utilizar todo seu potencial. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Uma terceira abordagem para se lidar com a negligência é a criação de normas e senso de comprometimento das pessoas, com os objetivos da organização. Também pode-se pensar em modificações na estrutura administrativa, de forma a otimizar o processo produtivo da organização. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

Finalmente, surge a idéia da definição de ações explícitas de mobilização para a mudança, criando um senso de insatisfação com a situação atual e uma visão clara e poderosa daquilo que pode ser obtido mediante a redução da negligência. (GHEMAWAT, 1991; GHEMAWAT, 1999)

A Figura 15 ilustra os pontos abordados ao longo deste item no que tange a ameaças ao valor de um recurso:



**Figura 15 - Ameaças ao valor de um recurso**

Fonte: Ghemawat, 1999.

### 3.3.3. *Visão Dinâmica das 5 Forças de Porter*

Retomando à idéia das Forças de Porter e da Rede de Valor, são apresentadas a seguir algumas dinâmicas comuns de longo prazo que afetam o mapeamento das relações existentes entre participantes de uma indústria. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

Quanto à rivalidade entre os concorrentes existentes, deve-se observar: oscilações no crescimento da indústria; mudanças na proporção entre custos fixos e variáveis; emergência de um desenho ou produto dominante; modificação do grau de concentração. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

Quanto à ameaça de substitutos deve-se observar: emergência de um novo substituto; crescimento ou declínio na relação preço-desempenho de um substituto; aumento do conforto dos compradores com um substituto; mudanças nas barreiras a entrada em mercados substitutos. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

Quanto à ameaça de novos entrantes deve-se observar: declínio em economias

de escala; heterogeneidade de clientes levando à fragmentação do mercado em nichos; escala de custos fixos irrecorribéis levando à concentração; emergência de custos de mudanças do fornecedor. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

Quanto ao poder de barganha dos compradores deve-se observar: concentração ou fragmentação de compradores; possibilidade de integração para trás; melhoria nas informações dos compradores; elevação ou declínio na demanda; emergência de novos canais de distribuição; novos meios de coordenação com compradores. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

Quanto ao poder de barganha dos fornecedores deve-se observar: concentração ou fragmentação de fornecedores; integração para frente; melhoria nas informações dos fornecedores; elevação ou declínio de suprimentos; emergência de insumos substitutos; novos meios de coordenação com fornecedores. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

Finalmente, quanto à disponibilidade de complementos deve-se observar: emergência de novos complementares; mudanças nas barreiras à entrada no mercado de complementos. (RIVKIN apud GHEMAWAT, 1999)

### **3.4. Construindo e Sustentando o Sucesso**

*“Se as ações são dinâmicas, se a alta direção é capaz de, alternadamente, permitir que o caos reine e a seguir reinar no caos, essa dilética pode ser muito produtiva”. (Andrew S. Grove, apud Ghemawatt, 1999)*

As temáticas de criação de vantagem competitiva e dinâmicas competitivas e cooperativas de fato abordam a discussão de como uma organização se posiciona no mercado para criação de valor e como ela deve atuar para proteger este valor criado. Contudo, nenhuma das abordagens até então apresentadas, entram no mérito de identificar de fato as raízes por trás de um desempenho superior.

A seguir a discussão da construção e sustentabilidade do sucesso de uma organização será ilustrada pelas abordagens de Visão Baseada em Recursos, Capacitações Dinâmicas e Comprometimentos Estratégicos.

### **3.4.1. A Visão Baseada em Recursos**

A Visão Baseada em Recursos (doravante VBR) defende que firmas diferem de forma fundamental, porque cada uma delas possui um agrupamento singular de recursos. Neste sentido, são os recursos de uma firma que definem como ela pode competir no mercado, e, portanto, são os determinantes de seu sucesso. Quanto ao estoque de recursos de uma organização, deve ficar claro que ele é construído de forma cumulativa, sendo resultante de um conjunto de decisões tomadas no passado, havendo, portanto, uma dependência com o percurso realizado. (COLLIS & MONTGOMERY, 1997; PROENCA, 1999)

Recursos são divididos em ativos tangíveis e intangíveis, e capacitações. Ativos tangíveis (como propriedades, instalações, estoques, etc..) são os mais fáceis de se avaliar, porque são os recursos visíveis de uma empresa. Na maioria das vezes, tais ativos não estão relacionados a vantagens competitivas, todavia, existem exceções, como, por exemplo, uma localização diferenciada. Finalmente, ativos tangíveis possuem durabilidade, sendo depreciados ao longo de seu uso. (COLLIS & MONTGOMERY, 1997)

Quanto aos ativos intangíveis, como marca, cultura, conhecimento tecnológico, patentes, experiência acumulada e outras características, eles desempenham importante papel sustentando vantagens competitivas, devido à dificuldade inerente a sua formação. Outra característica importante é que este tipo de ativo também pode ser consumido com seu uso. Por exemplo, pode-se pensar na duração do impacto resultante de uma campanha de *marketing*, ou no tempo de validade de uma patente. (COLLIS & MONTGOMERY, 1997; DAMADORAN, 2002)

Recursos não possuem valores absolutos, estando diretamente relacionados à forma com são empregados pela organização. Outro ponto que deve ser percebido é que a falta de um recurso (como uma boa localização) pode implicar uma desvantagem competitiva, embora sua incidência não implique vantagens para a organização. Além disso, o valor de um recurso está associado a três aspectos principais: demanda, escassez e apropriabilidade. (COLLIS & MONTGOMERY, 1997)

O conceito de demanda está associado à capacidade de se gerar algo, percebido como de valor por um consumidor (*Ben*), a um preço que ele esteja disposto a pagar (ou seja,  $Ben > Preço$ ). A escassez de um recurso está relacionada com: o número de empresas que possuem o recurso; o tempo necessário para imitá-las (reprodução do

percurso); e a percepção de se o fator raridade de recurso permanece com o tempo. (COLLIS & MONTGOMERY, 1997)

A análise de apropriabilidade avalia quem deve ficar com o valor gerado, ou, em outras palavras, como o valor total é dividido entre consumidores, indústria e fornecedor. O risco existente está associado a apoiar vantagens competitivas em recursos pertencentes à outra parte de uma transação. Pode-se pensar, também, em casos em que os próprios empregados da firma possuem poder de barganha suficiente para se apropriar de uma grande fatia do valor gerado. (COLLIS & MONTGOMERY, 1997)

Uma organização que vai se comprometer com uma decisão estratégica deve definir quais são os recursos necessários, associados a cada uma das opções estratégicas possíveis. Deve-se observar, também, que a definição destes recursos está totalmente alinhada com o nível de desempenho esperado para seus processos.

Na seqüência, deve ser avaliada a situação atual dos recursos da organização, de forma a identificar o *gap* a ser preenchido para cada uma das estratégias possíveis. Esta análise de *gap* também deve considerar os custos de manutenção dos recursos, dada a questão da perda de valor dos ativos com o passar do tempo.

Finalmente, devem ser definidos os investimentos a serem realizados ao longo da execução da estratégia, para conformação de um estoque de recursos que viabilize o desempenho esperado das atividades da organização. Tais investimentos podem ser feitos em novos recursos, recursos complementares ou, apenas, no desenvolvimento dos recursos existentes. (PROENCA, 1999)

### ***Considerações sobre Capacitações Dinâmicas***

Capacitações devem ser entendidas enquanto habilidades específicas da organização como um todo ou de alguma de suas partes. Tais habilidades são manifestadas nas suas rotinas, a partir de combinações tipicamente complexas entre ativos tangíveis e intangíveis. Alguns exemplos de capacitações são o saber fazer a um baixo custo, ou o saber escolher bem entre opções. (PROENCA, 2003)

Fujimoto (1998) apud Proença (2003) apresenta uma proposta para classificação dos diferentes tipos de capacitações em três grupos distintos: capacitações estáticas - habilidade de se alcançar um certo nível de desempenho em termos competitivos; capacitações de melhoria - habilidade de se alcançar de forma rápida melhorias no seu nível de desempenho; e capacitações evolucionárias - habilidade de

se desenvolver capacitações estáticas e de melhorias.

Todavia, a grande maioria dos autores entende capacitações de melhoria e evolucionárias apenas como capacitações dinâmicas, as quais estariam relacionadas à criação de novos produtos, processos e rotinas. Neste sentido, capacitações dinâmicas podem ser percebidas enquanto os motores de inovação de uma organização, definindo a flexibilidade estratégica que uma organização possui para reconfigurar seu negócio (PROENÇA, 2003; TRIGEORGIS 2004).

### **3.4.2. *Comprometimentos Estratégicos***

O conceito de comprometimento estratégico está associado à tendência de uma organização em manter sua estratégia e curso de ações ao longo do tempo. Analisando pelo lado oposto, tem-se a idéia do grau de dificuldade necessário para que uma organização modifique alguma estratégia deliberada. (GHEMAWAT, 1991)

A abordagem de comprometimentos estratégicos entende a construção de uma vantagem competitiva por uma organização a partir de suas decisões tomadas ao longo do tempo. Neste sentido, deve ser percebido que uma organização pode estar, ou não, habilitada a competir em um determinado mercado, de acordo com os comprometimentos com investimentos em recursos realizados em sua trajetória histórica. (GHEMAWAT, 1991)

A análise de uma estratégia deve se concentrar em um conjunto de elementos específicos, que, de fato, reflitam o comprometimento da organização com a decisão tomada. Neste sentido, para cada uma das opções estratégicas, deve-se identificar os recursos específicos que respondam pelo maior grau de comprometimento da organização com a estratégia planejada. (GHEMAWAT, 1991)

Desenvolvendo a questão do grau de comprometimento de uma estratégia, deve-se avaliar o tipo de investimento em recursos, realizado com base em três critérios principais: a durabilidade do investimento no recurso (percepção de quão representativo é o comprometimento, com base no histórico da organização); grau de especialização do investimento (por exemplo, em algum cliente, produto ou processo específico); e a facilidade de troca do investimento realizado (ganho de escopo do comprometimento, realizado quando da adoção de uma estratégia diferente da planejada). (GHEMAWAT, 1991)

Ainda neste ponto, é interessante observar que investimentos em ativos



intangíveis e, principalmente, em capacitações, são os que potencializam uma maior dificuldade para troca de estratégia em virtude de seu grande custo afundado. Já no caso de mudanças marginais na estratégia imposta, a situação parece se inverter, sendo justamente estes ativos intangíveis e capacitações os maiores potencializadores de melhorias e flexibilidades no planejamento proposto.

O comprometimento de uma organização com uma estratégia pode ser avaliado por quatro fatores distintos: grau *lock-in*; *lock-out*; *lag*; flexibilidade. (adaptado de GHEMAWAT 91)

O termo *lock-in* está associado às diferentes posições competitivas que a organização pode ocupar de acordo com cada estratégia a ser analisada. Além disto, toda estratégia também deve considerar que as decisões tomadas hoje criam limitações ao conjunto de decisões que podem ser tomadas no futuro. (GHEMAWAT, 1991)

Neste sentido, o não investimento em um recurso, hoje, desabilita a organização a competir em certos mercados no futuro. O termo *lock-out* deve ser utilizado para representar as opções estratégicas descartadas, a partir de uma determinada decisão estratégica. (GHEMAWAT, 1991)

Detalhando um pouco mais esta questão, percebe-se a existência de dois tipos de custos associados à lógica do *lock-out*: Custos das oportunidades abdicadas devido ao comprometimento com uma estratégia específica; e custos de reversibilidade referente ao prejuízo que a organização incide ao voltar atrás em uma decisão estratégica tomada anteriormente. (GHEMAWAT, 1991)

O conceito de *lag* está associado ao tempo necessário para que uma organização acumule e ajuste seus recursos, até o nível julgado necessário. Neste sentido, deve-se considerar que acelerar um processo de formação de recursos pode levar a: uma relação custo-benefício não vantajosa (o custo do investimento aumentaria em proporção muito maior do que os benefícios esperados); inviabilidades decorrentes de barreiras tecnológicas, legais, ou econômicas; redução da flexibilidade para revisão da estratégia ao longo do período de *lag*. (GHEMAWAT, 1991)

Por outro lado, investimentos realizados de forma muito gradativa podem acabar implicando perdas de competitividade, em relação aos concorrentes. (GHEMAWAT, 1991)

Finalmente, deve-se avaliar quais as flexibilidades que o gestor de negócios possui para modificar seu planejamento de ações e investimentos ao longo do tempo. A flexibilidade de uma estratégia é resultante das posições competitivas definidas pelo

*lock-in* mais o custo-benefício para adoção de posições competitivas definidas pelo seu *lock-out*. (GHEMAWAT, 1991)

Neste contexto, deve ficar claro que uma estratégia que possui grande flexibilidade ou, em outras palavras, uma alta capacidade para se adaptar às incertezas do ambiente, acaba sendo mais onerosa para a organização. Exemplos de flexibilidade podem ser observados em investimentos diversificados em pesquisas e retenção de recursos ociosos. (GHEMAWAT, 1991)

A discussão da situação limite em que revisões de uma estratégia são tamanhas, que aparentemente se constitui em uma nova decisão estratégica, é de grande complexidade. Primeiramente, deve ficar claro que toda estratégia planejada é diferente da deliberada, devido a modificações no ambiente e aquisição de novas informações pelos gestores.

No caso de uma mudança marginal (flexibilidade dos *lock-ins*) da estratégia, as modificações propostas são pensadas enquanto incrementos marginais, devido à sua própria flexibilidade. Nesta situação, a idéia é que as revisões na estratégia não modifiquem grandes premissas feitas anteriormente, se constituindo enquanto uma solução interna da organização para lidar com um problema ou uma oportunidade. (adaptado de GHEMAWAT, 1991)

No caso de uma mudança radical (flexibilidade dos *lock-outs*), a percepção é que o gestor de fato não está mais satisfeito com a decisão estratégica adotada. Por algum motivo específico, a implementação da opção estratégica não evolui como esperado, devendo ser tomada uma nova decisão que modifique algumas variáveis e premissas fundamentais definidas anteriormente. (adaptado de GHEMAWAT, 1991)

Simplificando esta discussão, observa-se que, no primeiro caso, a organização está em um processo de otimização e adaptação com o ambiente, de acordo com as delimitações e restrições internas definidas pela estratégia. No segundo caso, há uma percepção de que a adoção de uma nova estratégia, embora incorra em um alto custo de transição, apresenta retornos maiores do que a otimização da estratégia atual. (GHEMAWAT, 1991)

O valor da flexibilidade de uma opção estratégica é definido como um valor adicional esperado, de acordo com a capacidade de uma organização em realizar revisões no seu plano de ações. Tal valor é proporcional à existência de incertezas no mercado, visto que, caso não existam incertezas no futuro, não haverá necessidades de revisões da estratégia. Esta situação é representada pela lógica de investimento em

ativos livres de risco, em que se considera apenas uma recompensa pelo adiamento do consumo imediato de um capital. (GHEMAWAT, 1991)

Todavia, isto não quer dizer que a incerteza de um investimento é um aspecto positivo, devido a sua capacidade de agregar um valor adicional ao valor gerado. Por um lado, a questão da incerteza é fundamental para que retornos acima da média sejam obtidos, com investimentos adequados em vantagens competitivas. Por outro lado, quanto maior a incerteza do ambiente, maior a taxa de risco utilizado, reduzindo o valor final do fluxo de caixa gerado pela estratégia. (GHEMAWAT, 1991)

Um exemplo tradicional do uso da flexibilidade no comprometimento com um investimento ocorre em projetos financiados por *venture capital*. Neste caso, são definidos montantes escalonados de capital a serem liberados, de acordo com o desempenho intermediário dos projetos financiados. (GHEMAWAT, 1991)

Ainda no que tange à questão da flexibilidade, deve-se avaliar a taxa de aprendizado (capacidade de se acumular novas informações relevantes com o tempo) esperada para cada estratégia. Esta taxa pode ser tangibilizada como uma razão entre os *feedbacks* esperados pela organização, pelo tempo acumulado desde que a decisão estratégica foi tomada (aumento do comprometimento da organização com estratégia). (GHEMAWAT, 1991)

Finalmente, deve-se observar que a flexibilidade de uma estratégia é resultante dos recursos acumulados pela organização. Uma empresa deve definir cuidadosamente seus ativos tangíveis e intangíveis, quando de uma decisão estratégica, podendo optar, por exemplo, por capacidade ociosa e recursos de maior flexibilidade (por exemplo, um seguro ou uma instalação capaz de gerar múltiplos produtos).

### **3.5. Considerações Finais sobre o Estado da Técnica em Análise Estratégica**

No que tange à revisão do estado da técnica de análise estratégica é importante observar que embora as diversas abordagens tenham sido apresentadas de forma isoladas elas possuem grande complementaridade e conexão entre si.

Por exemplo, pode-se pensar em organizações que possuam um determinado posicionamento competitivo (item 3.2.1), suportado por diferenciações em atividades críticas de sua cadeia de valor (item 3.2.2), a partir de investimentos sucessivos (item

3.4.2) em determinados recursos julgados escassos no mercado (item 3.4.1).

Portanto, apenas com a aplicação estruturada do conjunto de abordagens apresentadas é possível identificar os porquês que em última instância legitimam o retorno econômico da organização.

## **4. Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira**

Retomando a discussão em desenvolvimento nesta dissertação, observa-se que embora as temáticas de análise estratégica e análise financeira estudem um mesmo objeto (uma decisão estratégica para uma organização dentre um *portfólio* de decisões possíveis), acabam não “conversando entre si” conforme demonstrado nos itens 1.1 e 1.2. Esta falta de comunicação entre ambas temáticas tem como conseqüências, para o mundo real, uma série de prejuízos financeiros resultantes de tomadas de decisões inadequadas ou inconsistentes.

A motivação que direciona este trabalho, assim como a monografia que o antecede, é que ambas abordagens de análise estratégica e análise financeira são complementares e, portanto, quando utilizadas conjuntamente, podem reforçar o entendimento do objeto estudado, e, conseqüentemente, aumentar a probabilidade de sucesso da decisão final deliberada.

Neste âmbito, o presente trabalho, e, mais especificamente, o presente capítulo, apresenta uma proposta de modelo para Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira. Busca-se, portanto, a criação de uma ferramenta estruturada para testar a confiabilidade dos resultados obtidos nas diversas planilhas da uma análise financeira, a partir de fundamentos e conceitos relacionados ao campo da análise estratégica, conforme proposto nos objetivos apresentados para esta dissertação.

### ***4.1. Trajetória de Construção do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira***

Inicialmente, parte-se da percepção de que o lucro econômico de uma organização, de um negócio ou de uma estratégia possui tantas variáveis embutidas e inter-relacionadas que se torna um objeto excessivamente complexo para ser entendido e validado do ponto de vista da robustez estratégica.

Neste sentido, emerge o conceito de *explicador do lucro econômico* enquanto cada uma das diferentes formas que uma organização possui à sua disposição para gerar retorno excedente aos seus investidores.

Busca-se entender como a lucratividade final de uma organização pode ser explicada por um conjunto de parcelas segregadas passíveis de serem analisadas

individualmente. A identificação e análise dos *explicadores do lucro econômico* é detalhada no item 4.1.1.

Por fim, uma vez que o *lucro econômico* de uma organização tenha sido segregado em *explicadores*, deve-se identificar os *porquês* descritos nas ferramentas de estratégia que explicam a criação de valor para cada *explicador* proposto, validando, portanto a modelagem financeira realizada. Esta discussão é apresentada no item 4.1.2.

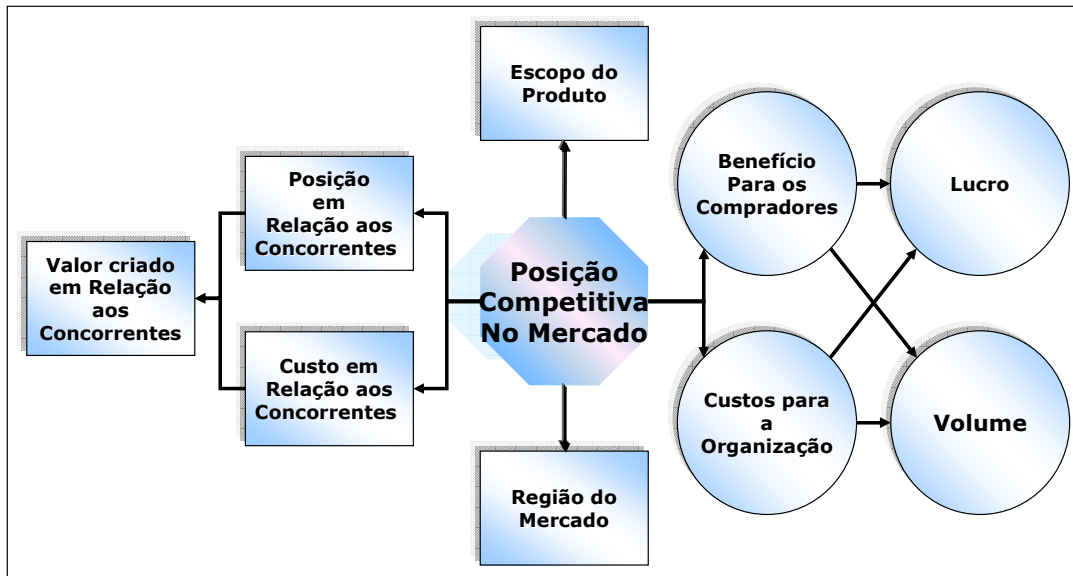
#### **4.1.1. A Identificação dos Explicadores do Lucro Econômico de uma Organização**

Para construção do Modelo proposto foram analisados modelos e *frameworks* identificados ao longo do estudo bibliográfico de estratégia e finanças que de alguma forma tentam explicar como uma organização está criando valor para seu acionista.

Observa-se ainda que alguns destes modelos não apareceram de forma explícita ao longo da revisão bibliográfica, embora seu conteúdo tenha sido abordado.

Desta forma, seguem os modelos e *frameworks* analisados.

##### **Análise do posicionamento de uma organização**



**Figura 16 - Análise do posicionamento de uma organização**

Fonte: Adaptado de Ghemawat, 1999 e Besanko et al. (2000)

*Framework para análise de decisões intensivas em Comprometimento*

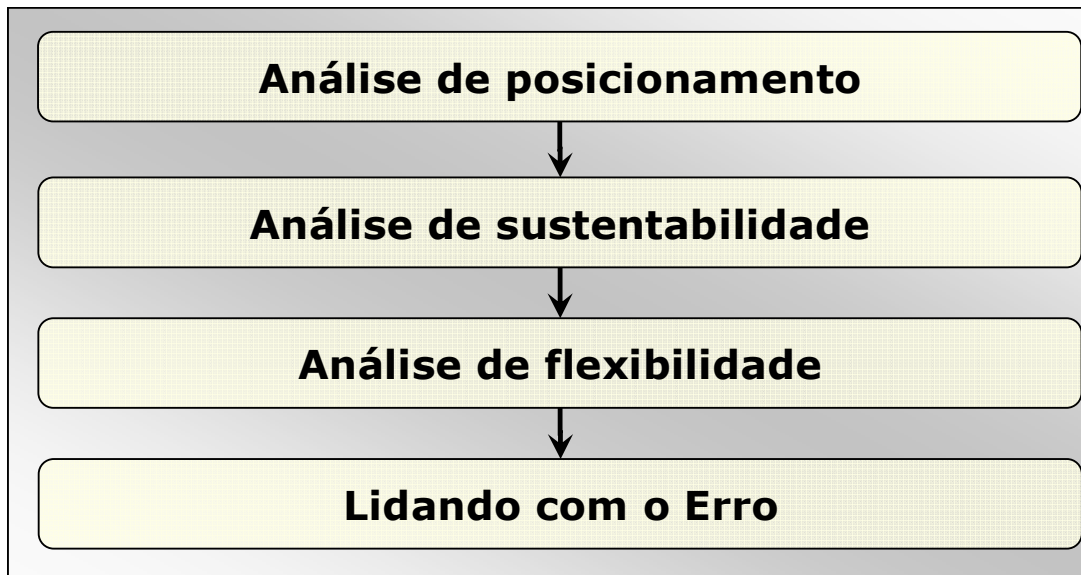


Figura 17 - Framework para análise de decisões intensivas em Comprometimento

Fonte: Adaptado de Ghemawat, 1991

*Framework para Vantagem Competitiva*

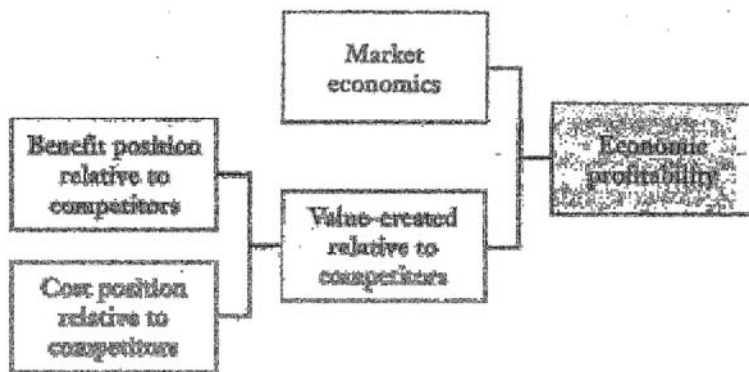


Figura 18 - Framework para Vantagem Competitiva

Fonte: Besanko, Dranove & Shanley (2000),

*Direcionadores da Lucratividade e Crescimento de uma Organização*

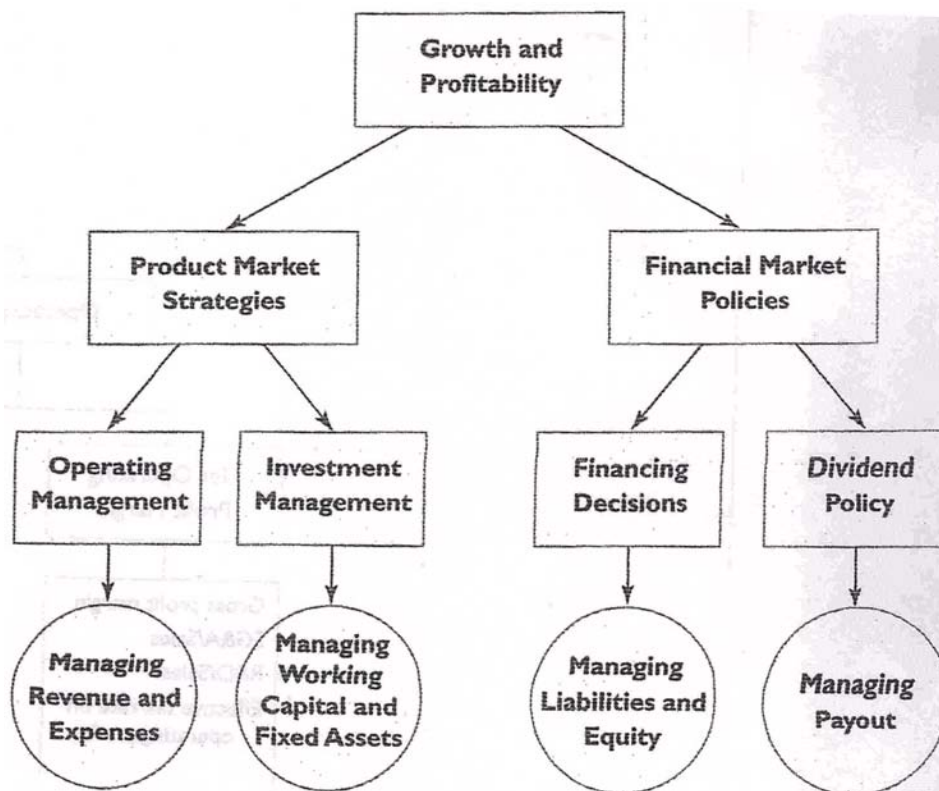


Figura 19 - Direcionadores da Lucratividade e Crescimento de uma Organização  
 Fonte: Palepu, Healey & Bernard (2004)

*Modelo Geral para Criação de Valor*

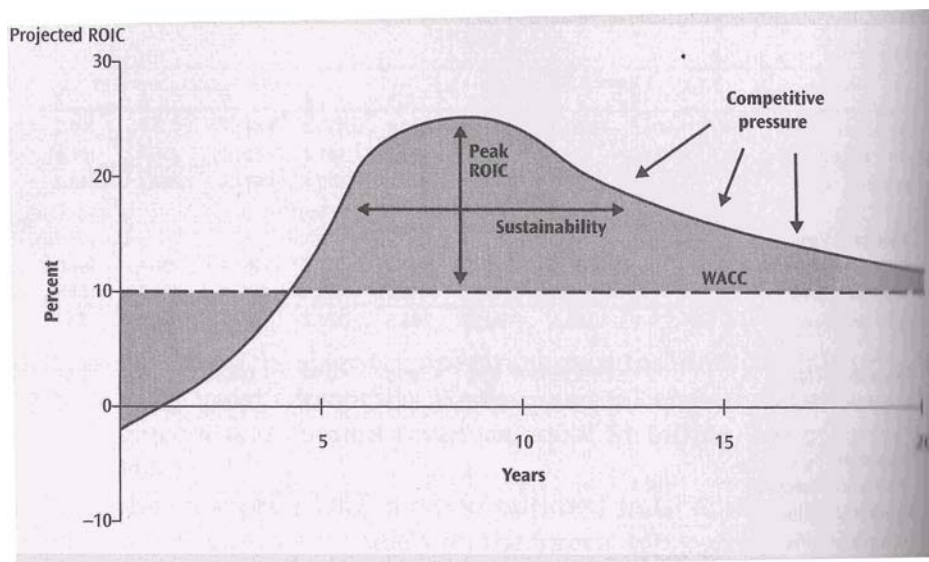
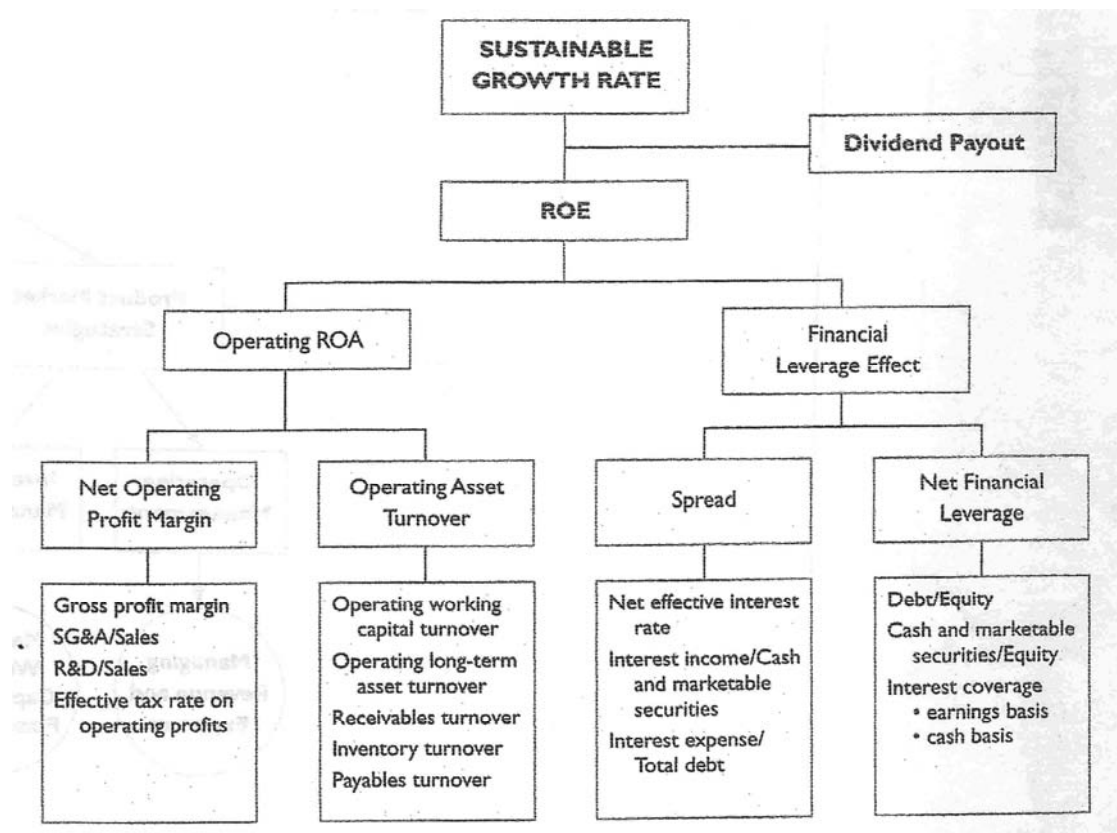


Figura 20 - Modelo Geral para criação e valor  
 Fonte: Koller, Goedhart & Wessels (2005);



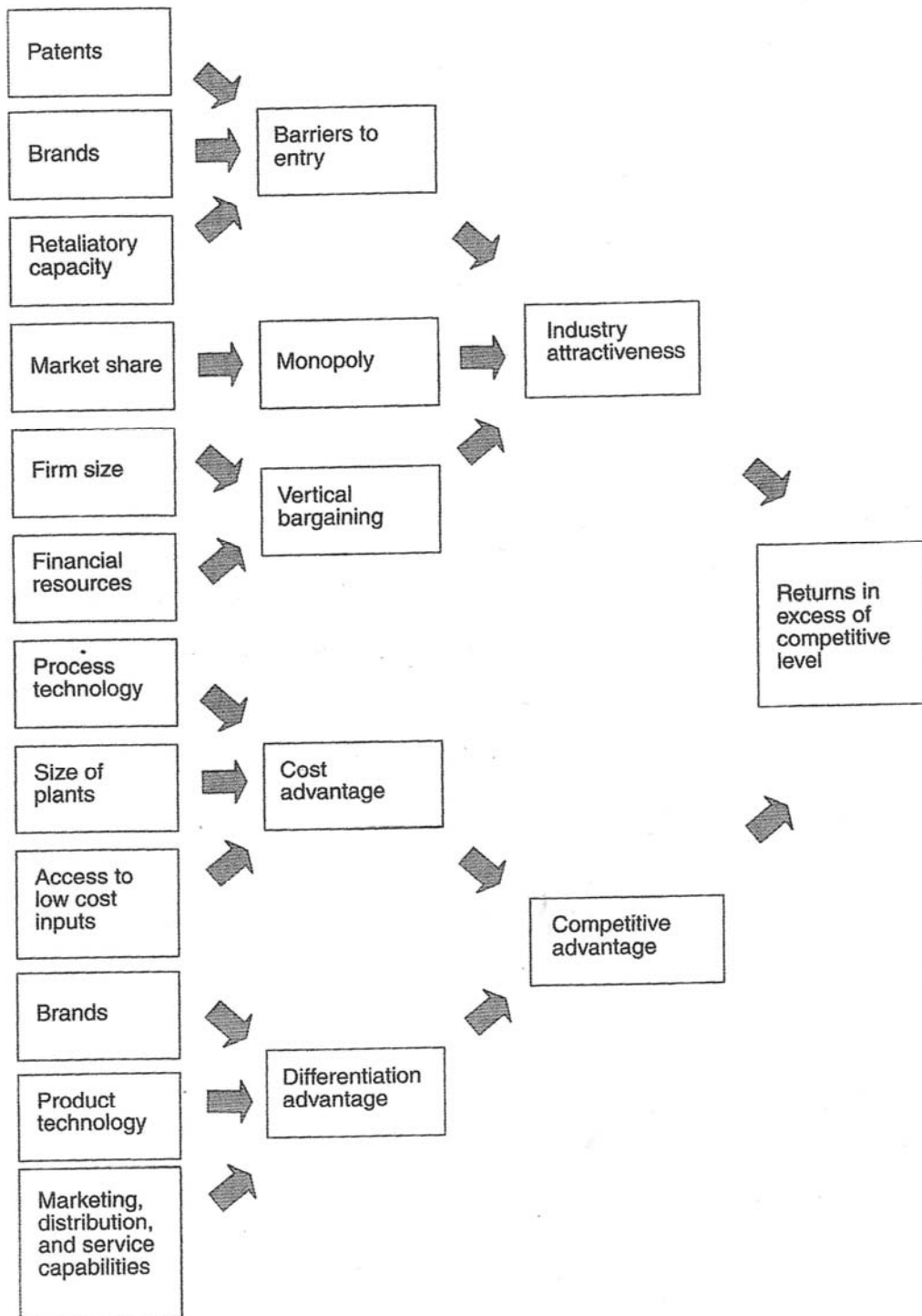
*Framework para Análise Financeira da Taxa de Crescimento Sustentável de uma Organização*



**Figura 21 - Framework para Análise Financeira da Taxa de Crescimento Sustentável de uma Organização**

Fonte: Palepu, Healey & Bernard (2004)

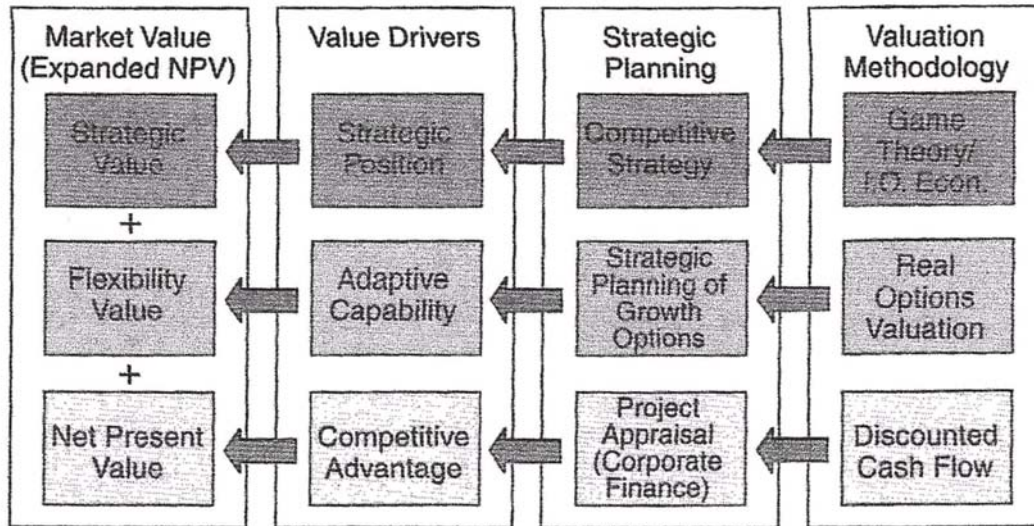
**Recursos como uma base para a Lucratividade**



**Figura 22 - Recursos como uma base para a Lucratividade**

Fonte: Smit & Trigeorgis (2005) based on Grant (1991)

*Impacto do Planejamento Estratégico Corporativo no Valor de Mercado de uma Organização*



**Figura 23 - Impacto do Planejamento Estratégico Corporativo no Valor de Mercado de uma Organização**

Fonte: Smit & Trigeorgis (2005)

### Sistema de Indicadores Dupont Modificado

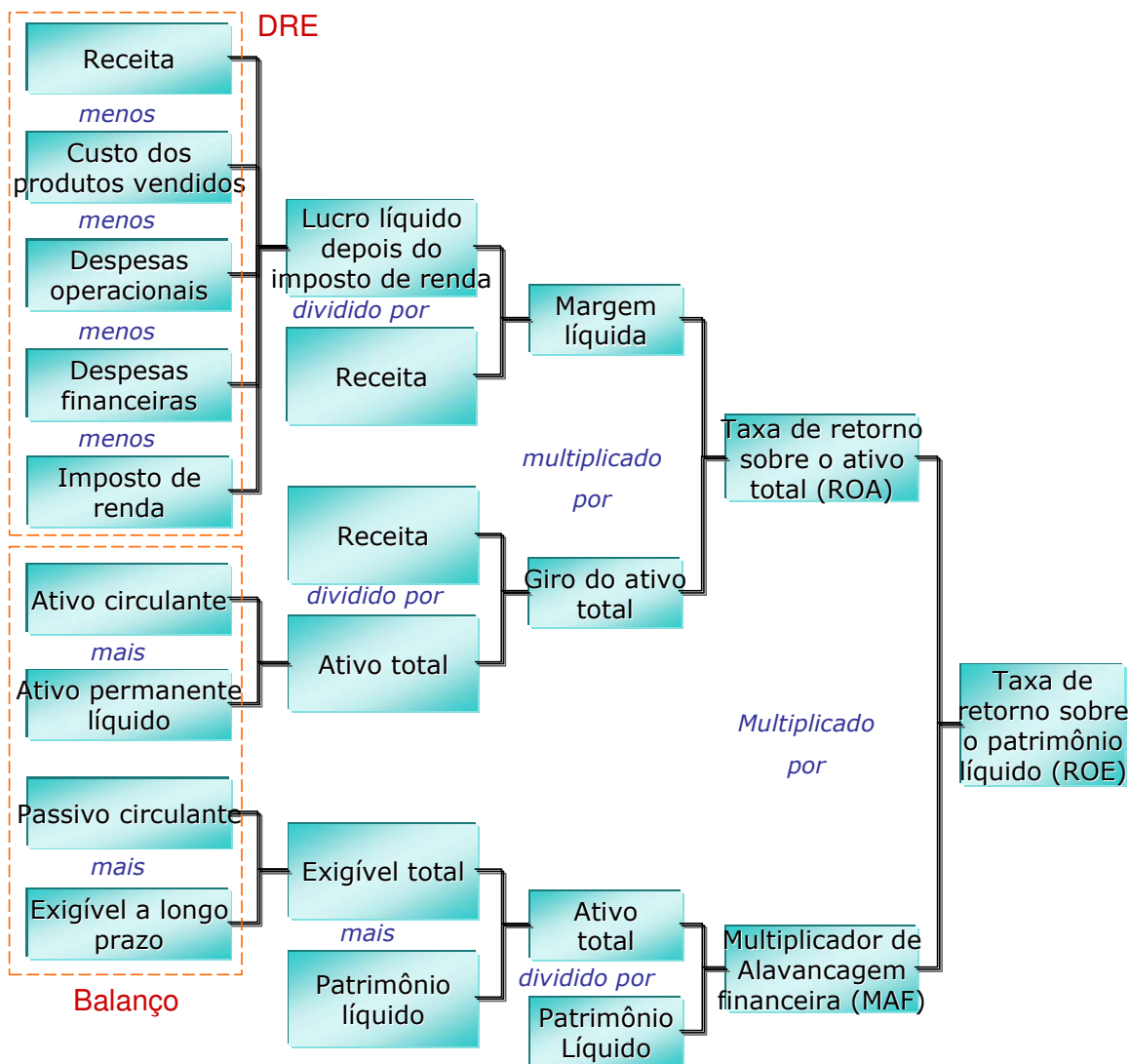


Figura 24 - Sistema de Indicadores Dupont Modificado

Fonte: Gitman (2002)

### Fórmula para Criação de Valor

$$ROIC = \frac{(1 - Tax)(Unitprice - UnitCost)(Quantity)}{InvestedCapital}$$

Fonte: Koller, Goedhart & Wessels (2005);

### ***Fórmula Geral do Lucro Econômico***

$$\text{LUCRO ECONÔMICO} = \text{NOPLAT} - (\text{CAPITAL INVESTIDO}) * (\text{CUSTO DE CAPITAL})$$

em que:

NOPLAT = Lucro da empresa resultante das atividades operacionais menos depreciação e impostos ajustados, excluindo-se quaisquer receitas e despesas não operacionais como despesas financeiras, leases e amortização.

CAPITAL INVESTIDO = Capital investido para realização das atividades operacionais (Ativo Circulante – Caixa - Passivo Circulante + Ativo Permanente)

CUSTO DE CAPITAL = Média ponderada entre o retorno esperado pelo investido e a taxa cobrada pelo capital de terceiros

Fonte: Young & O'byrne (2003)

Estas três variáveis são combinadas segundo a seguinte fórmula:

$$\text{Valor\_do\_Ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \text{ onde:}$$

n = Vida do ativo

CF<sub>t</sub> = n = Vida do ativo

CF<sub>t</sub> = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa descontada que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

### **Fórmula Geral do Fluxo de Caixa**

Fonte: Gitman, 2002

Desta forma, a partir da:

- *Revisão do estado da técnica de finanças e explicitação da ausência de ferramentas que trabalhem e orientem a reflexão de por que o lucro econômico está sendo gerado;*
- *Revisão do estado da técnica de estratégia e identificação das ferramentas existentes para explicar por que lucro econômico está sendo gerado;*
- *e, principalmente, da análise dos modelos existentes que objetivam a entender a forma como uma organização gera valor e lucro econômico ao acionista;*

Foram compilados os *explicadores do lucro econômico* de uma organização a

serem utilizados para fins do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira.

Ainda é importante ressaltar a constante preocupação do autor em se definir o melhor conjunto de *explicadores do lucro econômico* que pudesse dialogar com facilidade tanto pelos quadros conceituais de análise estratégica quanto financeira, apresentados ao longo da revisão bibliográfica.

São eles:

- A rentabilidade média da indústria em que a organização está inserida;
- A diferenciação dos produtos na indústria habilitando a cobrança de preços premium;
- A competitividade em custos na indústria habilitando uma maior margem de valor;
- A sustentabilidade a mudanças no ambiente assegurando a margens e market share da organização;
- A flexibilidade para aproveitamento de oportunidades que a organização possui para se adaptar ao ambiente visando o crescimento de seu fluxo de caixa;
- A eficiência do uso do capital investido maximizando a geração de receita pelo ativo total imobilizado;
- A capacidade da organização em reduzir a incerteza esperada do fluxo de caixa minimizando seu custo de capital;

A tabela a seguir apresenta uma síntese realizada pelo autor para comparar quais explicadores do lucro econômico foram identificados a partir de cada modelo ou *framework*:

	Estratégia (E) ou Finanças (F) ?	Rentabilidade da indústria	Diferenciação dos produtos	Competitividade em custos	Sustentabilidade a mudanças no ambiente	Flexibilidade para oportunidades	Eficiência do uso do capital investi do	Incerteza esperada do fluxo de caixa	
Análise do Posicionamento de uma Organização	E		■	■					Fonte: Ghemawat (1991)
Framework do Ghemawatt (1991)	E				■	■			Ghemawat (1991)
Framework para Vantagem Competitiva	E	■	■	■					Besanko et al. (2000)
Direcionadores da Lucratividade e Crescimento de ...	F						■		Palepu et. Al. (2004)
Modelo Geral para Criação de Valor	F				■			■	Koller et al. (2005)
Framework para Análise Financeira da Taxa de Crescimento ...	F						■		Palepu et. Al. (2004)
Recursos como uma base para a Lucratividade	F	■	■	■					Smit et al. (2005)
Impacto do Planejamento Estratégico Corporativo no Valor...	F				■	■			Smit et al. (2005)
Sistema de Indicadores Dupont Modificado	F						■		Gitman (2002)
Framework para criação de Valor	F		■	■			■		Koller et al. (2005)
Fórmula Geral do Lucro Econômico	F						■	■	Young et al. (2003)
Fórmula Geral do Fluxo de Caixa	F							■	Gitman (2002)

**Tabela 3- Comparação dos modelos e frameworks existentes com os explicadores do lucro econômico**

Já a figura abaixo ilustra como os 7 explicadores do lucro econômico interagem entre si de forma a gerar o lucro econômico final de uma organização.

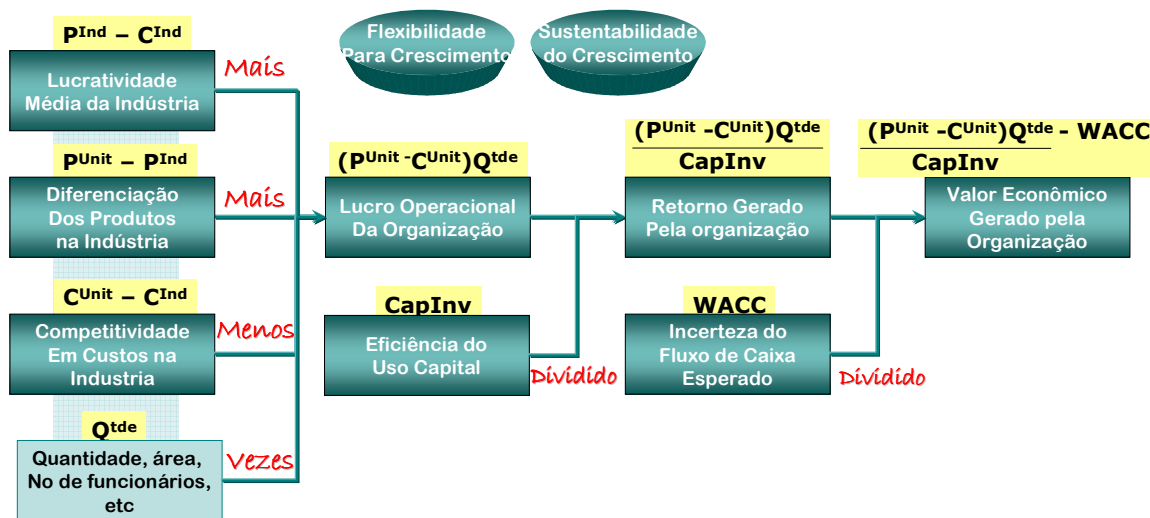


Figura 25 - Visão integrados dos explicadores do lucro econômico

Finalmente, observa-se, que de acordo com o tipo de organização e indústria objeto de análise o lucro econômico quantificado será explicado por efeitos de diferentes magnitudes de cada um dos *explicadores* apresentados.

#### 4.1.2. Traduzindo os Explicadores do Lucro Econômico em Hipóteses Estratégica e Variáveis Financeiras

Objetiva-se agora traduzir e tangibilizar cada uma das formas de se gerar valor contidas em cada *explicador do lucro econômico* em linhas de planilhas financeiras e *hipóteses estratégicas* a serem validadas.

A identificação das variáveis financeiras impactadas por cada *explicador* é fortemente baseada nas informações já apresentadas na figura 24. Exemplos de variáveis financeiras a serem analisadas são: receita, custo de produto vendido, margem, custo de capital, etc..

Deve ser ressaltado neste caso, que a análise das variáveis financeiras deve sempre ser realizada de forma comparativa com outras organizações da mesma indústria, ou com a própria organização ao longo do tempo. Ou seja, o custo dos produtos vendidos de uma organização deve ser analisado considerando o custo dos produtos vendidos por seus concorrentes ou a variação percentual deste custo para a própria organização com o passar do tempo.

Quanto às hipóteses estratégicas, devem ser entendidas justamente como os porquês da análise estratégica que legitimam o retorno financeiro acima da indústria.



Exemplos de hipóteses estratégicas são:

- *Fornecedores implicam em altos custos para mudança de consumidor;*
- *A organização possui atividades que habilitam diferenciação em características subjetivas à venda (reputação e estabilidade financeira da organização; base de consumidores);*
- *A organização tem pouco capital afundado para reavaliar suas decisões e modificar sua trajetória.*

Também é importante observar que a segregação do lucro econômico em sete explicadores propostos é um recurso usado pelo autor para organizar as diversas hipóteses estratégicas (identificadas na revisão bibliográfica de análise estratégica) de acordo com a forma como o valor está sendo gerado para o acionista.

Na prática, o exercício que deve ser feito é analisar de forma focada cada um dos explicadores do lucro econômico entendendo o comportamento das variáveis financeiras do fluxo de caixa e validá-las contra hipóteses estratégicas que confirmam ou rejeitam seus valores.

O Modelo de Avaliação da Robustez Estratégia de uma Análise Financeira tangibiliza, portanto, o exercício de se testar a confiabilidade das informações quantitativas das planilhas financeiras contra hipóteses qualitativas que legitimam ou rejeitam a criação de valor para cada explicador de lucratividade apresentado anteriormente.

A seguir será apresentando para cada *explicador do lucro econômico* as variáveis financeiras e hipóteses estratégicas identificadas (assim com a referência do item da revisão bibliográfica que as origina).

## ***4.2. Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira***

### ***4.2.1. Robustez Estratégica do Lucro Econômico criado a partir Rentabilidade da Indústria***

#### ***Principais Variáveis Financeiras a serem Analisadas***

- *O retorno médio da indústria influencia na rentabilidade da organização?*
- *O crescimento médio da indústria é relevante para as projeções financeiras da organização?*

#### ***Hipóteses Estratégicas a serem testadas***

A indústria possui um baixo grau de concentração?	<b>Item 3.1.1 - As Cinco Forças de Porter</b>
A indústria possui regulamentações governamentais favorecendo seu negócio?	
A indústria exige altos custos para organizações que resolvam encerrar sua participação?	
A indústria exige um alto investimento inicial e uma alta escala de operação?	
A indústria possui difícil acesso a tecnologias, fornecedores e distribuidores para novos entrantes?	
A indústria tem boas expectativas de crescimento?	
Os fornecedores possuem um alto grau de concentração?	
Os fornecedores possuem assimetria de informação em relação à estrutura de custos e preços da indústria?	
Os fornecedores possuem altos custos para mudança de consumidor?	
Os fornecedores possuem produtos substitutos concorrentes para abastecimento da indústria?	
Os consumidores possuem um baixo grau de concentração?	

#### **4.2.2. Robustez Estratégica do Lucro Econômico criado a partir Diferenciação dos Produtos**

##### ***Principais Variáveis Financeiras a serem Analisadas***

- *A análise financeira projeta aumentos no preço unitário (e no lucro unitário) definido pela organização?*
- *A análise financeira projeta um crescimento das vendas acima da taxa de crescimento médio da indústria devido à diferenciação de produtos?*

##### ***Hipóteses Estratégicas a serem testadas***

A organização possui algum parceiro que complemente e reforce seu negócio?	<b>Item 3.1.2 - Rede de Valor</b>
A organização realiza integração de processos ou desenvolvimento de produtos em conjunto com consumidores e fornecedores?	
A organização possui diferenciais competitivos em: infra-estrutura, recursos humanos, desenvolvimento de tecnologia, compras, logística, produção, marketing e vendas, serviços?	<b>Item 3.2.1 - Cadeia de Valor</b>
A organização possui atividades/tecnologias que habilitam diferenciação nas características físicas do produto/serviço (performance, qualidade, funcionalidades, durabilidade, facilidade de instalação e uso)?	
A organização possui atividades/tecnologias que habilitam diferenciação na imagem do produto/serviço (propaganda e marketing; forma de entrega; prestígio da distribuidora)?	
A organização possui atividades que habilitam diferenciação na venda (velocidade e precisão na entrega, disponibilidade, facilidade de crédito, localização; produtos complementares, pré-venda)?	
A organização possui atividades/tecnologias que habilitam diferenciação nos pós-venda (pós-venda, garantias, contratos de manutenção; serviços de suporte)?	<b>Item 3.4.1 - A Visão Baseada em Recursos</b>
A organização possui atividades que habilitam diferenciação em características subjetivas a venda (reputação e estabilidade financeira da organização; base de consumidores)?	
A organização consegue se apropriar do valor gerado pelos recursos que habilitam a diferenciação?	
O mercado realmente demanda as diferenciações de produtos?	
O mercado possui baixa sensibilidade em preço em detrimento a aumento da diferenciação proposto?	<b>Item 3.4.2 - Comprometimento os Estratégicos</b>
Os concorrentes não possuem os recursos que habilitam a diferenciação dos produtos da organização?	
A organização compromete investimentos para o desenvolvimento dos recursos que habilitam a diferenciação?	
A organização acumulou know-how em diferenciação por meio do aprendizado sobre o processo produtivo com o histórico de produtos gerados?	

### **4.2.3. Robustez Estratégica do Lucro Econômico criado a partir da Competitividade em Custos**

#### ***Principais Variáveis Financeiras a serem Analisadas***

- *A análise financeira projeta redução do custo unitário dos produtos (despesas administrativas, serviços gerais e vendas; mão de obra; matéria-prima; energias; depreciação de equipamento e instalações; Impostos; outros (e aumento do lucro unitário))?*
- *A análise financeira projeta um crescimento das vendas acima da taxa de crescimento médio da indústria devido à competitividade em custos?*

#### ***Hipóteses Estratégicas a serem testadas***

A organização possui algum parceiro que complemente e reforce seu negócio?	<b>Item 3.1.2 - Rede de Valor</b>
A organização realiza integração de processos ou desenvolvimento de produtos em conjunto com consumidores e fornecedores?	
A organização possui maior competitividade em custos em: infra-estrutura, recursos humanos, desenvolvimento de tecnologia, compras, logística, produção, marketing e vendas, serviços?	<b>Item 3.2.1 - Cadeia de Valor</b>
A organização possui maior competitividade em custos devido ao tamanho da organização (alto volume de vendas; economias de escopo entre o portfólio de produtos oferecidos; taxa de utilização da capacidade instalada)?	
A organização possui maior competitividade em custos devido à interação com outras organizações (verticalização da cadeia de suprimentos; assimetria de informação sobre custos e preços; integração do processo produtivo com consumidores e fornecedores)?	
A organização possui maior competitividade em custos devido a outros fatores (Localização; economia de densidade; eficiência do processo produtivo; foco em negócio específico; regulamentação favorável)?	
A organização consegue se apropriar do valor gerado pelos recursos que habilitam a competitividade em custos?	<b>Item 3.4.1 - A Visão Baseada em Recursos</b>
Os concorrentes não possuem os recursos que habilitam a competitividade em custos da organização?	
O mercado possui alta sensibilidade em preço?	
A organização compromete investimentos para o desenvolvimento dos recursos que habilitam a competitividade em custos?	<b>Item 3.4.2 - Comprometimento os Estratégicos</b>
A organização acumulou know-how em custos por meio do aprendizado sobre o processo produtivo com o histórico de produtos gerados?	

#### **4.2.4. Robustez Estratégica do Lucro Econômico criado a partir da Sustentabilidade a Mudanças no Ambiente**

##### ***Principais Variáveis Financeiras a serem Analisadas***

- *A análise financeira projeta reduções nas vendas da organização devido a mudanças no ambiente?*
- *A análise financeira projeta reduções na margem da organização devido a mudanças no ambiente?*

##### ***Hipóteses Estratégicas a serem testadas***

A organização possui capacidade para aumentar a diferenciação?	<b>Item 3.3.1 - Teoria dos Jogos</b>
A organização possui capacidade ociosa e disponibilidade financeira para competições em quantidade ou preço?	
Os concorrentes não possuem capacidade ociosa e disponibilidade financeira para competições em quantidade ou preço?	
A organização passou por trajetória de grande aprendizado e sua atuação implica grande complexidade a ser imitada ?	<b>Item 3.3.2 - Ameaças ao Valor Agregado e Apropriado</b>
Existência de contratos de longo prazo com fornecedores compradores e complementares que incluam cláusula específicas limitando a imitação?	
Os concorrentes necessitam de longo tempo e alto custo para imitar/substituir os diferenciais competitivos da organização?	
A indústria tem expectativa de alterações no perfil dos fornecedores ou consumidores?	<b>Item 3.3.3 - Visão Dinâmica das 5 Forças de Porter</b>
A indústria tem expectativa de integração vertical da organização, fornecedores ou concorrentes?	

#### **4.2.5. Robustez Estratégica do Lucro Econômico criado a partir da Flexibilidade para Aproveitamento de Oportunidades**

##### ***Principais Variáveis Financeiras a serem Analisadas:***

- *A análise financeira projeta distintos cenários considerando as diversas trajetórias e mudanças de trajetórias que podem ser assumidas pela organização?*

##### ***Hipóteses Estratégicas a serem testadas***

A organização está investindo em estratégias para ganhar mercado?	<b>Item 3.3.1 - Teoria dos Jogos</b>
A organização está investindo em estratégias para cooperar com seus concorrentes?	
A organização possui baixa inércia para mudanças em sua trajetória de crescimento?	<b>Item 3.4.2 - Comprometiment os Estratégicos</b>
A organização investe em um portfólio de opções para aproveitamento de oportunidades de acordo com as mudanças do ambiente?	
A organização tem pouco capital afundando para reavaliar suas decisões e modificar sua trajetória?	
A organização possui investimentos com flexibilidade suficiente para mudanças de estratégia e negócio com baixo custo de reversibilidade de decisões já tomadas?	
A organização possui grande diversidade de investimentos para garantir flexibilidade?	
A organização possui grande diversidade de investimento para garantir flexibilidade	

#### **4.2.6. Robustez Estratégica do Lucro Econômico Criado a partir da Eficiência do Uso do Capital**

##### ***Principais Variáveis Financeiras a serem Analisadas***

- *A análise financeira projeta variações significativas de ativo circulante (caixa; contas a receber; estoques; outros)?*
- *A análise financeira projeta variações significativas de passivo circulante (contas a pagar; exigíveis de curto prazo; outros)?*
- *A análise financeira projeta variações significativas de ativo permanente (terrenos e edifícios; máquinas e equipamentos; outros)?*

***Hipóteses Estratégicas a serem testadas***

A organização realiza os investimentos necessários que habilitam a diferenciação de seus produtos (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no item 4.2.2)	<b>Ver item referente as hipóteses estratégicas confirmadas</b>
A organização realiza os investimentos necessários que habilitam competitividades em custos (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no item 4.2.3)	
A organização realiza os investimentos necessários que habilitam a sustentabilidade de seu posicionamento (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no 4.2.4)	
A organização realiza os investimentos necessários que habilitam a flexibilidade de seu crescimento (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no 4.2.5)	

***4.2.7. Robustez Estratégica do Lucro Econômico Criado a partir da Redução da Incerteza do Fluxo de Caixa***

***Informações Financeiras a serem Analisadas:***

- *A análise financeira considera um baixo valor para o custo de capital da organização em comparação com a indústria ?*

***Hipóteses Estratégicas a serem testadas:***

A indústria possui uma baixa alavancagem operacional ?	<b>Item 3.3.3 - Visão Dinâmica das 5 Forças de Porter</b>
Os consumidores são altamente dependentes do produto ?	
O ambiente se apresenta estável com poucas perspectivas de mudança na estrutura da indústria?	
A organização necessita de baixo tempo para que os retornos de seus investimentos comecem a gerar receita ?	<b>Item 3.4.2 - Comprometimento os Estratégicos</b>
A organização possui flexibilidade para adaptar seus investimentos de acordo com as mudanças do ambiente ?	

## **5. Aplicação da Avaliação da Robustez Estratégica na Análise Financeira da Abertura do Caso Renner**

Apresentada a proposta de modelo para Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira, esta dissertação objetiva aplicá-la na análise financeira de abertura de capital da Renner realizada por Testoni e Mendes (2006). Busca-se, portanto, partindo da análise financeira do valor de uma organização, aplicar o modelo proposto no capítulo anterior.

Este capítulo se inicia com a apresentação da Visão Geral do Negócio da Renner, a partir da percepção de Testoni e Mendes (2006). Posteriormente, será apresentada a análise financeira feita por Testoni e Mendes (2006), a qual utilizou os mesmos métodos e técnicas apresentadas ao longo da revisão bibliográfica do Capítulo 2.

Na seqüência, é aplicado o Modelo da Avaliação da Robustez Estratégica sobre análise financeira da Renner, sendo realizadas diversas discussões sobre a robustez dos valores encontrados por Testoni e Mendes (2006), a partir dos explicadores do lucro econômico e das hipóteses estratégicas definidas no capítulo 4.

Ao final deste capítulo, é apresentada uma conclusão final da aplicação do modelo no caso da Renner a partir da apresentação e discussão dos resultados obtidos com Testoni e Mendes.

Finalmente, deve-se observar que este capítulo não analisará em detalhes a aplicação dos métodos e ferramentas de análise financeira de Mendes e Testoni (2006), partindo-se do princípio de que esta análise está em conformidade com os conceitos descritos na revisão bibliográfica de Finanças. Serão concentrados esforços, portanto, na aplicação do modelo de avaliação da Robustez Estratégica, uma vez que este é o novo instrumento proposto por esta dissertação a ser verificado.

### **5.1. Visão Geral do Negócio da Renner**

As Lojas Renner iniciaram suas operações em 1912, no Rio Grande do Sul, como filial de uma empresa têxtil administrada pela família Renner. Após uma profunda reestruturação no início da década de 1990, a Renner se transformou em uma loja de departamentos especializada em vestuário. (TESTONI e MENDES, 2006)

Em dezembro de 1998, a J. C. Penney Brazil, Inc., subsidiária de uma das

maiores redes de lojas de departamentos dos EUA, adquiriu o controle acionário até então detido pela família Renner, bem como outras ações detidas por acionistas minoritários, data em que possuía 21 lojas. (TESTONI e MENDES, 2006)

O ano de 2005 se constituiu em um marco importante para a história da Renner, com a rede passando a integrar o Novo Mercado. O Novo Mercado é um segmento de listagem da Bovespa destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. (TESTONI e MENDES, 2006)

A Renner é uma das três maiores redes de lojas de departamentos de vestuário no Brasil. Com 68 lojas, obteve uma receita líquida de R\$1136,4 milhões ao final do ano de 2005. A Renner desenha, desenvolve e vende roupas, calçados e moda íntima para mulheres, homens, adolescentes e crianças sob 11 marcas próprias organizadas de acordo com o conceito *Lifestyle* (cada *Lifestyle* correspondendo a um estilo próprio de vestir). (TESTONI e MENDES, 2006)

O público alvo é composto por mulheres entre 18 e 45 anos de idade que estão na faixa de consumo média e média-alta da população brasileira. De acordo com a Phytia Research, as mulheres são responsáveis por aproximadamente 80% das decisões de compra de varejo no Brasil. (TESTONI e MENDES, 2006)

Em seu trabalho Testoni e Mendes identificaram os seguintes posicionamentos competitivos da Renner: (TESTONI e MENDES, 2006)

- *Foco dedicado ao atendimento ao consumidor;*
- *Foco no cliente e a busca por fidelização;*

Quanto aos recursos disponíveis na Renner que viabilizam seu posicionamento foram identificados: (TESTONI e MENDES, 2006)

- *Conceito de LifeStyle;*
- *Coleção completa de vestuário a preços competitivos;*
- *Experiência de compra conveniente;*
- *Opções de Crédito*
- *Equipe experiente de administradores;*
- *A Localização das Lojas e seu Layout;*
- *Cartão Renner;*



Quanto aos objetivos estratégicos da Renner definidos para viabilizar seu crescimento foram apontados: (TESTONI e MENDES, 2006)

- *Expansão geográfica para regiões onde ainda não atua;*
- *Fortalecer presença nos mercados atuais;*
- *Aumento da produtividade das lojas;*
- *Expansão da oferta de produtos.*
- 

A análise realizada ainda descreve informações relevantes no que tange a: (TESTONI e MENDES, 2006)

- *Principais concorrentes;*
- *Relacionamento de fornecedores;*
- *Propaganda e promoção;*
- *Modelo utilizado para distribuição;*
- *Uso de sistema de gerenciamento de informações;*
- *Relacionamento com funcionários.*

## **5.2. Análise Financeira da Renner**

Testoni e Mendes (2006) realizaram a análise de valor da Renner a partir da aplicação do método do fluxo de caixa descontado sendo realizada a projeção financeira dos seus resultados durante o período de 2006 a 2015. Nesta avaliação devem ser destacadas as seguintes considerações (outras informações podem ser obtidas na obra original do autor):

1) A Projeção da Receita Bruta foi estimada com base na projeção do crescimento da área de vendas e da evolução das vendas diárias, segundo a fórmula abaixo:

$$\text{Receita Bruta} = \left( \begin{array}{cc} \text{Receita Diária} & \times & \text{Número de} \\ \text{por m}^2 & & \text{dias no ano} \end{array} \right) \times \text{Área de Vendas}$$

Receita anual  
média p/ m<sup>2</sup>

**Figura 26 - Fórmula para cálculo da receita bruta da Renner**

As previsões acerca do crescimento da receita diária por m<sup>2</sup> e crescimento de área de vendas são detalhadas na tabela abaixo:

Faturamento	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Receita Operacional Bruta	1.538	1.938	2.413	2.924	3.422	3.908	4.411	4.921	5.419	5.949	6.509
Lojas em Operação	66	77	86	94	101	107	112	116	120	124	128
Adições Líquidas (sequenciais)	4	11	9	8	7	6	5	4	4	4	4
Área de Vendas (m <sup>2</sup> )	150.710	177.987	200.385	219.903	236.279	250.315	262.012	271.370	280.727	290.085	299.443
Área Média por Loja	2.283	2.312	2.330	2.339	2.339	2.339	2.339	2.339	2.339	2.339	2.339
Receita diária por m <sup>2</sup>	28,0	29,8	33,0	36,4	39,7	42,8	46,1	49,7	52,9	56,2	59,5
-- Variação Nominal YoY (%)	12,9%	6,7%	10,6%	10,5%	8,9%	7,8%	7,8%	7,7%	6,4%	6,3%	6,0%

**Tabela 4 - Previsão da Receita Bruta (R\$ milhões)**

2) A projeção das deduções sobre a receita líquida (referente aos impostos incidentes sobre vendas) foi considerada constante ao longo do tempo como 26,1% da receita bruta.

3) A projeção do Custo do Produto Vendido também foi considerada constante ao longo do tempo como 45,6% da receita líquida.

4) A projeção das administrativas e gerais considera sua redução de 9,5% em 2005 para 4% em 2015, devido ao ganho de escala obtido com o aumento das vendas..

5) Adotou-se a hipótese de um rápido crescimento das receitas operacionais financeiras, passando de R\$35 milhões em 2005 para R\$238 milhões em 2015.

6) Para calcular os impostos devidos sobre o LAIR (lucro antes do imposto de renda), foi utilizada a taxa de 30%. Não foi utilizada a taxa de 34% (correspondente a soma de 25% de IR e 9% de CSLL), pois a taxa efetiva que a empresa paga é inferior a este montante devido a deduções aplicáveis como, por exemplo, o pagamento de juros sobre capital próprio (JCP).

Segue abaixo o demonstrativo de resultados e o fluxo de caixa da análise financeira da Renner

Demonstrativo de Resultados (R\$mm)	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Receita Bruta	1.538	1.938	2.413	2.924	3.422	3.908	4.411	4.921	5.419	5.949	6.509
Deduções	(401)	(506)	(630)	(763)	(893)	(1.020)	(1.151)	(1.284)	(1.414)	(1.553)	(1.698)
Receita Líquida	1.136	1.432	1.783	2.161	2.529	2.888	3.260	3.637	4.004	4.397	4.810
Custo do Produto Vendido (CPV)	(618)	(780)	(970)	(1.175)	(1.376)	(1.571)	(1.773)	(1.978)	(2.178)	(2.392)	(2.617)
Resultado Bruto	518	651	813	986	1.153	1.317	1.487	1.658	1.826	2.005	2.194
Despesas Operacionais	(415)	(478)	(579)	(693)	(796)	(888)	(988)	(1.090)	(1.187)	(1.291)	(1.402)
Vendas	(291)	(374)	(471)	(577)	(675)	(771)	(871)	(972)	(1.070)	(1.175)	(1.289)
Gerais & Administrativas	(108)	(117)	(127)	(137)	(146)	(155)	(163)	(171)	(179)	(186)	(195)
Impostos e taxas	(15)	(19)	(23)	(27)	(30)	(34)	(37)	(40)	(44)	(47)	(51)
Outras (serviços financeiros)	35	71	92	108	124	147	165	183	200	219	238
Participações Estatutárias	(3)										
EBITDA	136	212	283	352	425	505	581	658	734	815	897
Depreciação	(31)	(39)	(50)	(60)	(68)	(75)	(83)	(89)	(95)	(101)	(106)
EBITA	106	173	233	292	357	429	498	569	639	714	791
Amortização de Ágio	(3)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Operacional (EBIT)	103	173	233	292	357	429	498	569	639	714	791
Resultado Financeiro Líquido	21	25	20	18	20	27	37	50	68	88	113
Juros Recebidos	108	35	29	26	27	34	44	58	75	95	120
Juros Pagos	(85)	(10)	(8)	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
Equivalência Patrimonial	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Resultado não-operacional/Excepcional	(19)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LAIR	109	200	256	312	380	458	538	622	709	805	907
Impostos	(33)	(60)	(77)	(94)	(114)	(138)	(161)	(186)	(213)	(241)	(272)
Lucro Líquido	76	140	179	219	266	321	376	435	496	563	635

**Tabela 5 - Previsão do DRE (R\$ milhões)**

Fluxo de Caixa Livre (R\$mn)	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBITA	173	233	292	357	429	498	569	639	714	791
Impostos sobre o EBITA	(52)	(70)	(88)	(107)	(129)	(150)	(171)	(192)	(214)	(237)
<b>NOPLAT</b>	<b>121</b>	<b>163</b>	<b>205</b>	<b>250</b>	<b>300</b>	<b>349</b>	<b>398</b>	<b>447</b>	<b>500</b>	<b>554</b>
Depreciação	39	50	60	68	75	83	89	95	101	106
Fluxo de Caixa Bruto	160	213	264	318	376	431	487	542	601	660
MWC Change	(5)	(27)	(33)	(21)	(22)	(22)	(23)	(23)	(24)	(25)
Capex	(108)	(106)	(110)	(113)	(116)	(119)	(121)	(129)	(137)	(120)
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>46</b>	<b>81</b>	<b>121</b>	<b>184</b>	<b>238</b>	<b>290</b>	<b>344</b>	<b>390</b>	<b>440</b>	<b>514</b>
Resultado Financeiro Líquido	25	20	18	20	27	37	50	68	88	113
Impostos sobre resultado não operacional	(7)	(6)	(5)	(6)	(8)	(11)	(15)	(20)	(26)	(34)
Debt Increase (Decrease)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fluxo de Caixa Disponível para Investidores</b>	<b>64</b>	<b>95</b>	<b>134</b>	<b>198</b>	<b>257</b>	<b>316</b>	<b>379</b>	<b>438</b>	<b>501</b>	<b>593</b>

**Tabela 6 - Previsão do Fluxo de Caixa**

7) Utilizou-se o modelo CAPM para cálculo do custo de capital próprio ( $K_e$ ). A taxa livre risco considerada foi a taxa de rendimento de 10 anos dos títulos do governo norte-americano ( $K_e = 5\%$ ). A taxa ( $R_m - R_f$ ), prêmio relativa ao risco de mercado, foi estimada em 5%. O valor do coeficiente Beta da Renner foi consultado na rede de informações Bloomberg tendo seu valor igual a 0,9. Devido ao fato da avaliação ser feita em um país emergente, foi adicionado ao cálculo do CAPM a taxa de risco país medida pelo JP Morgan. Esta taxa correspondia a 300 pontos base à época da avaliação, e estima-se que permanecerá nesse patamar na próxima década.

<b>Custo de Capital</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Taxa Livre de Risco (Rf)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Risco-País (EMBI)	300bp	300bp	300bp	300bp	300bp	300bp	300bp	300bp	300bp	300bp
Prêmio de Risco (ERP)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
<i>Custo de Capital Próprio</i>	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Inflação Brasil (IPCA)	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Taxa de Inflação EUA	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Custo de Capital Próprio Ajustado (Ke)</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>
Custo da Dívida (Kd)	15,1%	13,3%	12,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Alíquota de Imposto (t)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>Custo do Capital de Terceiros (Kd)</b>	<b>10,6%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>
% Capital Próprio	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
% Capital Terceiros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>WACC</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>

Tabela 7 - Previsão do WACC

### **5.3. Aplicação do Modelo de Robustez Estratégica na Análise do Valor da Renner**

#### **5.3.1. Robustez Estratégica do Valor Criado a partir Rentabilidade da Indústria**

##### *Análise das Projeções Financeiras*

- *O retorno médio da indústria é relevante para a rentabilidade da organização?*
- 

NÃO. O retorno médio apresentado para a indústria do varejo foi considerado - 0.22% e 0.8% conforme pesquisas apresentados em Ghemawat (1999) e Besanko (2000), respectivamente.

- *O crescimento médio da indústria é relevante para as projeções financeiras da organização?*
- 

*SIM.* “O setor têxtil é altamente correlato ao crescimento do PIB e da renda pessoal disponível, além da viabilidade de crédito pessoal, já que aquisições de roupas são freqüentemente transações de crédito, ainda que se tratem geralmente de bens de ticket baixo. Desta forma, crescimento econômico e estabilidade nos últimos anos, combinados com o boom no crédito pessoal, tem empurrado as vendas para cima. Com a inflação ao consumidor a níveis mais reduzidos, a renda real tem apresentado melhora, e a recuperação verificada no poder de compra aponta para uma boa evolução no varejo. As perspectivas parecem ser positivas tanto do lado do crédito, quanto do lado da massa salarial. O declínio previsto nas taxas de juros (projetado pelo mercado

para cerca de 15% no fim de 2006) pode facilitar o acesso ao crédito para a população, enquanto a atividade econômica mais forte aumenta a massa salarial.” (TESTONI e MENDES, 2006)

### ***Análise das Hipóteses Estratégicas***

A indústria possui um baixo grau de concentração?	<b>Não</b>
A indústria possui regulamentações governamentais favorecendo seu negócio?	<b>Não</b>
A indústria exige altos custos para organizações que resolvam encerrar sua participação?	<b>Não</b>
A indústria exige um alto investimento inicial e uma alta escala de operação?	<b>Não</b>
A indústria possui difícil acesso a tecnologias, fornecedores e distribuidores para novos entrantes?	<b>Não</b>
A indústria tem boas expectativas de crescimento?	<b>Sim</b>
Os fornecedores possuem um alto grau de concentração?	<b>Não</b>
Os fornecedores possuem assimetria de informação em relação à estrutura de custos e preços da indústria?	<b>Não</b>
Os fornecedores possuem altos custos para mudança de consumidor?	<b>Não</b>
Os fornecedores possuem produtos substitutos concorrentes para abastecimento da indústria?	<b>Sim</b>
Os consumidores possuem um baixo grau de concentração?	<b>Não</b>

### ***Comparação com análise tradicional***

A avaliação da robustez estratégica validou a análise financeira. Observou-se que a indústria não vem apresentando uma rentabilidade média alta, o que foi confirmado com inexistência de hipóteses estratégicas representativas que pudessem inferir a criação de valor para organizações inseridas no negócio de varejo de vestuário.

### ***5.3.2. Robustez Estratégica do Valor Criado a partir da Diferenciação dos Produtos***

#### ***Análise das Projeções Financeiras***

- *A análise financeira projeta aumentos no preço unitário definido pela organização?*

Esta informação não foi trabalhada em detalhes no caso estudado.

- *A análise financeira projeta um crescimento das vendas acima da taxa de crescimento médio da indústria devido à diferenciação de produtos?*

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Varição da área de venda		13%	10%	7%	6%	4%	4%	3%	3%	3%
Varição da Receita Diária por m <sup>2</sup>		11%	10%	9%	8%	8%	8%	6%	6%	6%
Varição da Receita Total		31%	21%	17%	14%	13%	12%	10%	10%	9%

Tabela 8 – Variação da receita com o tempo

### *Análise das Hipóteses Estratégicas*

A organização possui algum parceiro que complemente e reforce seu negócio?	<b>Não</b>
A organização realiza integração de processos ou desenvolvimento de produtos em conjunto com consumidores e fornecedores?	<b>Não</b>
A organização possui diferenciais competitivos em: infra-estrutura, recursos humanos, desenvolvimento de tecnologia, compras, logística, produção, marketing e vendas, serviços?	<b>Sim</b>
A organização possui atividades/tecnologias que habilitam diferenciação nas características físicas do produto/serviço (performance, qualidade, funcionalidades, durabilidade, facilidade de instalação e uso)?	<b>Parcialmente</b>
A organização possui atividades/tecnologias que habilitam diferenciação na imagem do produto/serviço (propaganda e marketing; forma de entrega; prestígio da distribuidora)?	<b>Sim</b>
A organização possui atividades que habilitam diferenciação na venda (velocidade e precisão na entrega, disponibilidade, facilidade de crédito, localização; produtos complementares, pré-venda)?	<b>Não</b>
A organização possui atividades/tecnologias que habilitam diferenciação nos pós-venda (pós-venda, garantias, contratos de manutenção; serviços de suporte)?	<b>Parcialmente</b>
A organização possui atividades que habilitam diferenciação em características subjetivas a venda (reputação e estabilidade financeira da organização; base de consumidores)?	<b>Não</b>
A organização consegue se apropriar do valor gerado pelos recursos que habilitam a diferenciação?	<b>Sim</b>
O mercado realmente demanda as diferenciações de produtos?	<b>Sim</b>
O mercado possui baixa sensibilidade em preço em detrimento a aumento da diferenciação proposto?	<b>Parcialmente</b>
Os concorrentes não possuem os recursos que habilitam a diferenciação dos produtos da organização?	<b>Não</b>
A organização compromete investimentos para o desenvolvimento dos recursos que habilitam a diferenciação?	<b>Sim</b>
A organização acumulou know-how em diferenciação por meio do aprendizado sobre o processo produtivo com o histórico de produtos gerados?	<b>Parcialmente</b>

### *Comparação com análise tradicional*

Primeiramente, deve-se observar que a ausência de dados em termos de preço e lucro unitário dificulta a análise. A alternativa da utilização da receita dividida pela área de vendas possui baixa precisão uma vez que implica que o produto da Renner seria um m<sup>2</sup> de produtos e não sua coleção individual de vestuários.

Em segundo lugar, observou-se que diversas hipóteses estratégicas de diferenciação de produtos foram confirmadas, o que leva a crer que a Renner vem investindo em diversas ações para criação de um posicionamento específico.

Contudo, aparentemente, estes investimentos estão criando valor a partir da capacitação da Renner para conseguir aumentar seu *market share* e quantidade de vendas, em detrimento de um aumento do preço cobrado. Tal fato é corroborado pela percepção da baixa elasticidade desta indústria em preço.

Finalmente, validou-se a robustez estratégica da análise financeira devido ao investimento em diferenciais competitivos que habilitem a Renner um aumento no seu *market share*.

### 5.3.3. **Robustez Estratégica do Valor Criado a partir da Competitividade em Custos**

#### *Análise das Projeções Financeiras*

- *A análise financeira projeta redução do custo unitário dos produtos (despesas administrativas, serviços gerais e vendas; mão de obra; matéria-prima; energias; depreciação de equipamento e instalações; Impostos; outros) (em relação à média da indústria)?*

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variação do custo unitário por m2		10%	10%	9%	7%	8%	7%	6%	6%	6%

Tabela 9 - Variação do custo unitário com o tempo

“Esperamos que o substancial crescimento da receita líquida - fruto da agressiva estratégia de expansão de área de vendas - deva render uma moderada diluição das despesas fixas. Destacamos ***a redução da participação das Despesas Administrativas e Gerais na Receita Líquida de 9,5% em 2005 para 4% em 2015E***” (TESTONI e MENDES, 2006)

“Similarmente às Deduções sobre a Receita Bruta, o Custo do Produto Vendido em nosso modelo também cresce em valores absolutos ao longo do tempo de previsão do modelo, mas mantendo sua proporção em relação à Receita Líquida constante. Como conseqüência, nosso modelo assume que a ***Margem Bruta da Renner permanece constante e igual a 45,6%*** ao longo de todo o período de previsão.” (TESTONI e MENDES, 2006)

- *A análise financeira projeta um crescimento das vendas acima da taxa de crescimento médio da indústria devido à competitividade em custos?*

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Varição da área de venda		13%	10%	7%	6%	4%	4%	3%	3%	3%
Varição da Receita Diária por m2		11%	10%	9%	8%	8%	8%	6%	6%	6%
Varição da Receita Total		31%	21%	17%	14%	13%	12%	10%	10%	9%

Tabela 10 - Variação da receita com o tempo

### *Análise das Hipóteses Estratégicas*

A organização possui algum parceiro que complemente e reforce seu negócio?	<b>Não</b>
A organização realiza integração de processos ou desenvolvimento de produtos em conjunto com consumidores e fornecedores?	<b>Não</b>
A organização possui maior competitividade em custos em: infra-estrutura, recursos humanos, desenvolvimento de tecnologia, compras, logística, produção, marketing e vendas, serviços?	<b>Sim</b>
A organização possui maior competitividade em custos devido ao tamanho da organização (alto volume de vendas; economias de escopo entre o portfólio de produtos oferecidos; taxa de utilização da capacidade instalada)?	<b>Sim</b>
A organização possui maior competitividade em custos devido à interação com outras organizações (verticalização da cadeia de suprimentos; assimetria de informação sobre custos e preços; integração do processo produtivo com consumidores e fornecedores)?	<b>Não</b>
A organização possui maior competitividade em custos devido a outros fatores (Localização; economia de densidade; eficiência do processo produtivo; foco em negócio específico; regulamentação favorável)?	<b>Parcialmente</b>
A organização consegue se apropriar do valor gerado pelos recursos que habilitam a competitividade em custos?	<b>Sim</b>
Os concorrentes não possuem os recursos que habilitam a competitividade em custos da organização?	<b>Não</b>
O mercado possui alta sensibilidade em preço?	<b>Parcialmente</b>
A organização compromete investimentos para o desenvolvimento dos recursos que habilitam a competitividade em custos?	<b>Sim</b>
A organização acumulou know-how em custos por meio do aprendizado sobre o processo produtivo com o histórico de produtos gerados?	<b>Parcialmente</b>

### *Comparação com análise tradicional*

Novamente, observa-se uma grande dificuldade em se trabalhar com o conceito de custo unitário, uma vez que a análise não disponibiliza este tipo de informação. A própria redução do custo unitário por m<sup>2</sup> demonstra a baixa confiabilidade deste tipo, uma vez que acaba sendo muito mais significativa do que as premissas descritas pelos analistas do caso.

Em segundo lugar, observa-se a validação de hipóteses estratégicas que confirmam a competitividade da organização em termos de custos, principalmente a capacidade de reduzir suas despesas fixas com o aumento da escala de vendas.

Novamente, validou-se a robustez estratégica da análise financeira.



### 5.3.4. Robustez Estratégica do Valor Criado a partir da Sustentabilidade a Mudanças no Ambiente

#### Análise das Projeções Financeiras

- A análise financeira projeta reduções nas vendas da organização devido a mudanças no ambiente?

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variação da área de venda		13%	10%	7%	6%	4%	4%	3%	3%	3%
Variação da Receita Diária por m2		11%	10%	9%	8%	8%	8%	6%	6%	6%
Variação da Receita Total		31%	21%	17%	14%	13%	12%	10%	10%	9%

Tabela 11 - Variação da receita com o tempo

- A análise financeira projeta reduções na margem da organização devido a mudanças no ambiente?

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margem	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
Giro de Capital	511%	545%	556%	578%	597%	619%	641%	657%	672%	704%
ROI	34%	37%	39%	42%	46%	49%	52%	54%	56%	60%
WACC	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%

#### Hipóteses Estratégicas Confirmadas

A organização possui capacidade para aumentar a diferenciação?	<b>Sim</b>
A organização possui capacidade ociosa e disponibilidade financeira para competições em quantidade ou preço?	<b>Sim</b>
Os concorrentes não possuem capacidade ociosa e disponibilidade financeira para competições em quantidade ou preço?	<b>Não</b>
A organização passou por trajetória de grande aprendizado e sua atuação implica em grande complexidade a ser imitada ?	<b>Não</b>
Existência de contratos de longo prazo com fornecedores compradores e complementares que incluam clausula especificas limitando a imitação?	<b>Não</b>
Os concorrentes necessitam de longo tempo e alto custo para imitar/substituir os diferenciais competitivos da organização?	<b>Não</b>
A indústria tem expectativa de alterações no perfil dos fornecedores ou consumidores?	<b>Não</b>
A indústria tem expectativa de integração vertical da organização, fornecedores ou concorrentes?	<b>Não</b>

#### Comparação com análise tradicional

Aparentemente, a Renner não possui nenhuma característica especial que lhe proteja de imitações de seus concorrentes. Desta forma, o fato da quantidade de vendas e da margem da organização continuar crescendo permanentemente, mesmo que em ritmo desacelerado, pode ter sido uma avaliação otimista do analista.

Para uma melhor compreensão da sustentabilidade da Renner seria interessante

avaliar a capacidade de investimento de suas principais concorrentes assim como possíveis novas entrantes que pudessem desestabilizar este crescimento.

Desta forma, a avaliação estratégica deste explicador da lucratividade não valida a robustez estratégica da sustentabilidade da análise financeira da Renner

### **5.3.5. Robustez Estratégica do Valor Criado a partir da Flexibilidade para Aproveitamento de Oportunidades**

Esta análise não será realizada uma vez que Mendes e Testoni (2006) não projetaram diversos cenários para a análise de valor da Renner.

### **5.3.6. Robustez Estratégica do Valor Criado a partir da Eficiência do Uso do Capital**

#### **Análise das Projeções Financeiras**

- *A análise financeira projeta variações significativas de ativo circulante (caixa; contas a receber; estoques; outros)?*
- *A análise financeira projeta variações significativas de passivo circulante (contas a pagar; exigíveis de curto prazo; outros)?*
- *A análise financeira projeta variações significativas de ativo permanente (terrenos e edifícios; máquinas e equipamentos; outros)?*
- 

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Varição no Capital de Giro	28%	27%	13%	12%	11%	10%	9%	9%	9%	9%
Varição no Ativo Permanente	21%	16%	12%	10%	8%	7%	7%	6%	2%	2%
Varição no Capital Investido	23%	19%	13%	11%	9%	8%	7%	7%	4%	4%

Tabela 12 - Variação do capital investido no tempo

#### **Análise das Hipóteses Estratégicas**

A organização realiza os investimentos necessários que habilitam a diferenciação de seus produtos (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no item 4.2.2)	<b>Sim</b>
A organização realiza os investimentos necessários que habilitam competitividades em custos (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no item 4.2.3)	<b>Sim</b>
A organização realiza os investimentos necessários que habilitam a sustentabilidade de seu posicionamento (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no 4.2.4)	<b>???</b>
A organização realiza os investimentos necessários que habilitam a flexibilidade de seu crescimento (revisar hipóteses estratégicas confirmadas no 4.2.5)	<b>-</b>

#### **Comparação com análise tradicional**

Inicialmente, deve ficar clara a complexidade em avaliar se o volume de

investimentos da Renner é razoável ou não, devido à falta de informações sobre a magnitude dos valores que movimentam esta indústria.

Também emergem algumas dúvidas sobre a necessidade de aporte de capital ao longo dos anos, para que a Renner realize os devidos investimentos para sustentação de seu negócio.

Desta forma, considera-se inconclusiva a avaliação da robustez estratégica na eficiência do uso de capital pela Renner.

### **5.3.7. Robustez Estratégica do Valor Criado a partir da Redução da Incerteza do Fluxo de Caixa**

#### **Informações Financeiras a serem Analisadas:**

- *A análise financeira considera um baixo valor para o custo de capital da organização em comparação com a indústria ?*

Custo de Capital	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
WACC	14,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%

**Tabela 13 - Variação do custo de capital ao longo do tempo**

#### **Hipóteses Estratégicas Confirmadas**

A indústria possui uma baixa alavancagem operacional ?	<b>Sim</b>
Os consumidores são altamente dependentes do produto ?	<b>Não</b>
O ambiente se apresenta estável com poucas perspectivas de mudança na estrutura da indústria?	<b>Parcialmente</b>
A organização necessita de baixo tempo para que os retornos de seus investimentos comecem a gerar receita ?	<b>Sim</b>
A organização possui flexibilidade para adaptar seus investimentos de acordo com as mudanças do ambiente ?	<b>Parcialmente</b>

#### **Comparação com análise tradicional**

Finalmente, no que tange à validação da robustez estratégica da incerteza no fluxo de caixa, observa-se que a taxa adotada está razoável com a capacidade da Renner em reduzir a incerteza existente para acionistas e credores.

## **5.4. Conclusão da Aplicação do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica na Análise Financeira da Renner**

A aplicação do modelo chegou às seguintes conclusões:

- *Lucro Econômico criado pela Rentabilidade média da indústria*
  - *A análise financeira é robusta*
- *Lucro Econômico criado pela diferenciação dos produtos*
  - *A análise financeira é robusta*
- *Lucro Econômico criado pela competitividade em custos*
  - *A análise financeira é robusta*
- *Lucro Econômico criado pela sustentabilidade a mudança no ambiente*
  - *A análise financeira não é robusta*
- *Lucro Econômico criado pela flexibilidade para aproveitamento de oportunidades*
  - *Não aplicável*
- *Lucro Econômico criado pela eficiência do uso do capital*
  - *Avaliação inconclusiva devido à falta de informações*
- *Lucro Econômico criado pela incerteza do fluxo de caixa.*
  - *A análise financeira é robusta*

A principal conclusão desta aplicação é que a análise financeira da Renner apresenta dificuldades para traduzir financeiramente as discussões mais dinâmicas da estratégia, especificamente no que tange a sustentabilidade do ambiente e flexibilidade da organização.

Observa-se, portanto, que na discussão de entendimento da situação atual, rentabilidade da indústria, diferenciação, competitividade em custo, taxa de desconto, rentabilidade da indústria, há uma “conversa” nítida, embora não estruturada, entre as informações da análise financeira e as hipóteses estratégicas presentes no modelo.

Contudo, a discussão financeira aparentemente não incorporou o conhecimento desenvolvido por análise estratégica para analisar e entender a dinâmica envolvida para sustentabilidade ou alavancagem de oportunidades existentes de uma organização.

Neste sentido, a análise financeira da Renner, assim como as ferramentas apresentadas na revisão bibliográfica de finanças não conversam com os conceitos de dinâmica competitiva e cooperativa (item 3.3) e construindo e sustentando o sucesso

(item 3.4) apresentados na revisão bibliográfica de estratégia.

Exemplos de questões levantadas nestes itens são:

- *Como o conjunto de decisões tomadas pela organização conforma as oportunidades da organização?;*
- *Como antecipar a reação dos concorrentes?*
- *Que tipos de mudanças podem ocorrer com consumidores e fornecedores?;*
- *Como o valor da organização pode ser reduzido pela imitação ou substituição;*
- *Como a organização mantém recursos escassos e demandados pelo mercado?*

Em suma, observa-se que as análises financeiras tradicionais dificilmente discutem questões fundamentais para o entendimento dinâmico de uma organização, e, portanto, tendem a não ser robustas a hipóteses estratégicas desta natureza.

Finalmente, observa-se que a abordagem de opções reais claramente se propõe a estabelecer um primeiro ponto de contato entre finanças e estratégia para entendimento de situações dinâmicas. Contudo, a grande complexidade para aplicação e entendimento do método de opções reais restringe amplamente seu uso e difusão para o estado da prática das organizações. (conforme visto em 2.7).

### ***5.5.Considerações adicionais sobre a aplicação do Modelo no estudo de caso***

Uma vez que o Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira foi testado e verificado no caso da Renner devem ser feitas algumas considerações adicionais sobre esta aplicação.

Importante ressaltar que estas considerações foram levantadas a partir de discussões com os autores do caso da Renner, tentando avaliar quais são as implicações e limitações deste modelo em relação ao método tradicional.

Primeiramente, observa-se que a idéia da robustez de uma análise financeira tende a ser validada a partir da experiência do analista financeiro que normalmente é especialista em determinada(s) indústria(s).

Desta forma, este especialista possui um conhecimento acumulado dos diversos porquês que influenciam no resultado financeiro de uma indústria, adquirindo uma grande sensibilidade para avaliar se o retorno financeiro resultante é ou não robusto.

Na prática é como se estes especialistas em segmentos industriais já tivessem

compilada sua própria lista de porquês e hipóteses que habilitam a criação de lucro econômico.

Em segundo lugar, observa-se a dificuldade em se responder às hipóteses estratégicas de forma “absoluta”. Ou seja, validar a idéia de que uma organização possui um diferencial em qualidade faz muito mais sentido, quando perguntado se esta organização tem uma maior ou menor qualidade em comparação com alguma concorrente.

Portanto, para se aumentar a confiabilidade e precisão da aplicação deste modelo, é importante realizar uma análise comparativa com um conjunto de organizações concorrentes.

Em outras palavras, a melhor forma de se avaliar se uma organização é competitiva em custo, por exemplo, é quantificar seu custo médio de produtos vendidos, despesas, etc, e comparar com o de seus concorrentes. Posteriormente, deve-se validar as hipóteses estratégicas tendo como referencial o concorrente (quem tenha maior escala de operação, por exemplo) para legitimar um custo maior ou menor de produtos vendidos, por exemplo.

Em terceiro lugar, observa-se que as hipóteses estratégicas ligadas às atividades da cadeia de valor na qual a organização possui diferencial competitivo (item 5.3.2) ou maior competitividade em custos (item 5.3.3) poderiam ser mais detalhadas. Neste sentido, seria avaliada uma hipótese estratégica para cada atividade da cadeia de valor no que tange a cada um destes dois explicadores (itens 5.3.2 e 5.3.3).

Em quarto lugar, deve-se observar a limitação da disponibilidade de algumas informações para análise das hipóteses estratégicas e das projeções financeiras.

Neste caso específico da Renner (por exemplo, no que tange a informações de custo e preço unitário) esta indisponibilidade de dados era esperada uma vez que o autor focou seus esforços na aplicação de seu modelo.

Estudos mais aprofundados, conversas com representantes da Renner e compra de pesquisas sobre o setor, dentre outras informações ainda podem ser obtidas para complementação do caso.

Em quinto lugar, a repetição da análise da variação da receita para diversos explicadores do lucro econômico pode vir a trazer dúvidas para o leitor.

Contudo, a percepção resultante é que de fato faz sentido olhar a mesma informação com diferentes pontos de vista para avaliar se o comportamento dos números analisados faz sentido para todos os casos observados.

Um sexto ponto observado consiste na dificuldade em se avaliar se um aumento de quantidade é referente a um diferencial competitivo ou uma melhor competitividade em custos.

Uma vez que ambos explicadores são altamente correlacionados, se torna um tanto quanto complexo definir se os benefícios estão acima da média para um dado custo ou se o custo está abaixo da média para o nível de benefícios oferecidos.

Finalmente, um último ponto levantado abarca a importância de se ter um grande rigor analítico para evitar que um mesmo aspecto não seja duplamente avaliado. Um exemplo desta situação está na possibilidade de se antecipar a discussão das possíveis reações dos concorrentes antes da parte específica de análise de sustentabilidade.

## 6. Conclusão

A grande motivação que direciona esta dissertação é o entendimento de como a sinergia existente entre os campos temáticos de análise financeira e de análise estratégica podem habilitar gestores de negócios e analistas de investimentos a tomarem decisões estratégicas de forma mais consciente e consistente.

Dentre alguns pontos que justificam esta afirmativa podem ser citados: (1) realização de investimentos que aparentemente apresentam baixo retorno financeiro mas que o gestor de negócios tem certeza de sua importância; (2) avaliação de investimento com alto retorno econômico mas totalmente desalinhados da estratégia da organização; (3) baixa quantidade de referências no estado da técnica de finanças sobre estratégia e vice-versa; (4) escassez de artigos e periódicos que abordem ambos assuntos de forma ampla e complementar.

Na monografia de fim de curso que antecede a esta dissertação o autor se propôs a construir um *Framework* que descrevesse como deveria ser um processo estratégico-financeiro de tomada de decisão estratégica. Este *Framework* partia da lógica de análise estratégica de uma decisão estratégica fortemente baseada em Ghemawat (1991 e 1999), sendo progressivamente inseridas as abordagens de finanças que complementam cada uma das etapas da proposta de Ghemawat.

Contudo, para esta dissertação o autor inverteu sua lógica de análise se propondo a discutir como estratégia complementa finanças, ao invés de como finanças complementa estratégia.

Desta forma, o objeto de trabalho definido foi a criação de um modelo que apoiasse tanto gestores de negócios quanto analistas financeiros a identificar as hipóteses estratégicas (por exemplo, capacidade de se apropriar do valor de um recurso), assim como as abordagens que as originam (por exemplo, VBR), que justificam o lucro econômico (para maiores detalhes ver item 2.1.1) quantificado por uma análise financeira.

Neste sentido, no capítulo 2, foi realizada uma revisão bibliográfica do estado da técnica de finanças de forma a entender como uma análise financeira calcula o lucro econômico ou valor gerado por uma organização. A estrutura e conteúdo deste capítulo foi fortemente baseada em Koller, Goedhart & Wessels (2005), Palepu, Healey & Bernard (2004) contribuições importantes de Coppeland et al. (2001), Gitman (2002), Damodaran (2002), Smit & Trigeorgis (2005) e Young & O'Byrne (2003).



Conforme, observado nas considerações finais deste capítulo o estado da técnica de análise financeira tende a concentrar suas análises nas técnicas, algoritmos e premissas necessárias para avaliar como valor está sendo criado.

Observou-se, ainda, que a análise estratégica possui grande potencial para complementar e validar uma análise financeira a partir do estabelecimento de diversos conceitos e teorias que de fato explicam porque uma organização consegue obter retornos acima da média da indústria.

Ao longo do capítulo 3, foi realizada justamente esta revisão bibliográfica do estado da técnica de estratégia sendo detalhadas as abordagens e ferramentas que posteriormente alimentariam o modelo de avaliação da robustez estratégica de hipóteses estratégicas legitimadoras da criação de lucro econômico.

A estrutura e conteúdo do capítulo 3 foi fortemente base em Ghemawat (1999) e Besanko, Dranove & Shanley (2000), recebendo contribuições importantes de Porter, Bradeburg & Nalebuff (1997), Collis & Montgomery (1997), Porter (1991) e Proença (2003).

O capítulo 4 se inicia com a decomposição do lucro econômico (conforme apresentado em 2.1.1) em sete parcelas propostas pelo autor a partir da análise dos modelos e *frameworks* analisados em sua revisão bibliográfica e apresentados no item 4.1.1.

Objetivou-se, portanto, segregar o lucro econômico em parcelas, denominadas explicadores do lucro econômico, que pudessem ser analisadas individualmente e que encerrassem conceitos que dialogassem com facilidade pela literatura de finanças e estratégias.

Os explicadores do lucro econômico definidos para fins desta dissertação são: rentabilidade da indústria; diferenciação dos produtos; competitividade em custos; sustentabilidade a mudanças no ambiente; flexibilidade para oportunidades; eficiência do uso do capital investido; incerteza esperada do fluxo de caixa

Posteriormente, neste capítulo o autor identificou como cada abordagem de análise estratégica pode ser convertida em um conjunto de hipóteses estratégicas legitimadoras da criação de lucro econômico a serem alocadas em cada um dos explicadores propostos para construção do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira.

No quinto capítulo o autor aplicou seu modelo proposto no caso da abertura de capital da Renner, avaliando a robustez estratégica de cada explicador do lucro

econômico quantificado para a Renner. Ainda no âmbito deste caso o autor apresentou seus resultados e conversou com os autores da análise financeira “tradicional” discutindo os resultados obtidos.

Tal aplicação foi de extrema importância para a tese, pois explicitou uma série de dificuldades para aplicação do modelo, e, principalmente, para um melhor entendimento de como analistas financeiros conseguem validar a robustez de suas análises sem um embasamento extenso de análise estratégica.

A principal conclusão da aplicação do Modelo no caso da Renner é que o estado da técnica de análise financeira não absorveu os conceitos de estratégia para análise e entendimento, e, conseqüentemente, modelagem de situações dinâmicas.

Ou seja, uma vez que o analista financeiro compreende a realidade “estática” de uma organização, ele não possui as bases conceituais e ferramentas necessárias para avaliar como esta organização pode ser ameaçada (e se proteger) de seus concorrentes, mudanças do ambiente, ou até mesmo, aproveitar oportunidades emergentes.

Desta forma, uma análise financeira possui grandes limitações para projetar um fluxo de caixa garantindo sua robustez estratégica com conceitos como comprometimentos estratégicos (3.4.2), visão baseada em recursos (3.4.1), ameaças ao valor agregado e apropriado (3.2.2), etc..

Dentre os considerações adicionais emergentes desta aplicação devem ser ressaltados: a especialização do analista financeiro em indústria(s) específica(s) e construção tácita do conhecimento dos porquês da criação de lucro econômico nesta indústria; a necessidade de se aplicar este modelo tendo como base um conjunto de concorrentes para comparação relativa da confirmação ou não das hipóteses estratégicas; a complexidade existente para avaliar se o lucro econômico está sendo criado a partir de diferenciação ou competitividade em custos.

Finalmente, o presente capítulo apresenta as contribuições e benefícios identificados para o uso do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira, com base nos objetivos definidos para esta dissertação.

Posteriormente, são apresentadas propostas de encaminhamentos para continuidade do estudo referente a como as abordagens de análise estratégica e análise financeira podem ser complementadas para que gestores possam tomar decisões mais assertivas, conscientes e consistentes.

## **6.1. Contribuições do uso do Modelo de Avaliação da Robustez**

## ***Estratégica para Análise Financeira “Tradicional”***

Do ponto de vista do analista de investimento o Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira, de fato estrutura um processo analítico que até então é realizado de forma intuitiva. Ou seja, não há dúvidas de que um analista financeiro quando da realização de suas projeções financeiras busca entender as vantagens competitivas, cinco forças de Porter, etc.. (vide revisão bibliográfica no capítulo 3)

Contudo, este processo tende a ser “não organizado”, na medida em que o entendimento dos porquês da criação de lucro econômico emerge a partir da capacidade e experiência do analista em realizar as perguntas certas e buscar os dados corretos. Desta forma, o estado da técnica de análise estratégica não disponibiliza roteiros para analistas entenderem por que o lucro econômico está sendo criado.

A idéia da aplicação do modelo proposto com análises segregadas de cada explicador da lucratividade é interessante no sentido de validar individualmente, por exemplo, (1) se os benefícios que estão sendo gerados, de fato, criam diferenciação; (2) se o nível de investimentos mantidos é razoável para criação destes benefícios; (3) como os concorrentes reagem a este posicionamento; etc...

Ou seja, o mesmo conjunto de dados tem que ser suficientemente robusto para validar hipóteses estratégicas de naturezas completamente diferentes, o que contribui amplamente para entendimento aprofundado do objeto analisado assim como para a confiabilidade do resultado final obtido.

Do ponto de vista do gestor de negócios o modelo proposto de fato serve como uma orientação para a leitura de uma projeção financeira. Conforme, o gestor de negócios analisa as linhas das projeções financeiras, ele consegue dialogar de forma direta com seu modelo mental usual e resgatar os conceitos e ferramentas da estratégia necessários para avaliar cada número que está sendo discutido.

Finalmente, observa-se que os explicadores propostos para o modelo de análise da robustez estratégica agregam novas informações a modelos existentes como Sistema Dupont, Besanko e alies (2000), Koeller e alies (2005) (e outras referências presentes no Anexo A) possibilitando um maior entendimento de como uma organização está gerando lucro econômico ao acionista.

## **6.2. Encaminhamentos**

O principal encaminhamento para esta dissertação consiste na aplicação do Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira em novos casos de forma a testar a suficiência das hipóteses estratégicas identificadas.

Espera-se, portanto, que outras experiências de uso deste modelo contribuam para identificação de novas hipóteses estratégicas, ou até mesmo, alteração e eliminação das hipóteses existentes.

Finalmente, é importante ressaltar a possibilidade de se customizar o Modelo de Avaliação da Robustez Estratégica de uma Análise Financeira para uma determinada indústria, podendo-se inclusive definir uma calibração ou “ranqueamento” para a importância de cada hipótese estratégica identificada, no contexto desta indústria.

## 7. Bibliografia

BESANKO, D., DRANOVE, D. & SHANLEY, M., 2000, **Economics of Strategy**. 2ª Ed. Estados Unidos: John Willey & Sons, Inc.

BRADEBURG AND NALEBUFF, 1997, **Co-Opetition : A Revolution Mindset That Combines Competition and Cooperation : The Game Theory Strategy That's Changing the Game of Business**. Estados Unidos: Currency

BRANDÃO, L, DYER, J & HAHN, W., 2005, “Using Binomial Decision Trees to Solve Real Option Valuation Problems”, **Decision Analysis**.

BRANDÃO, L. 2005, **Material didático do Curso Avançado: Real Options Valuation**. Rio de Janeiro.

COLLIS, D. & MONTGOMERY, C., 1997, **Corporate strategy: resources and the scope of the firm**. Chicago: Irwin.

COPPELAND, T. & ANTIKAROV, V., 2001, **Avaliação de Empresas – Valuation**. Makron Books

COPPELAND, T. & ANTIKAROV, V., 2001, **Opções Reais: um novo paradigma para reinventar a avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Campus

COPPELAND, T. & TUCANO, P., 2004. “A Real-World Way to Manage Real Options”. **Harvard Business Review**

DAMODARAN , A., 1997, **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.

DAMORAN, A., 2002, **A Face Oculta da Avaliação**. São Paulo: Makron Books Ltda.

DIAS, M. A. G., 1998, **Relação Risco-Retorno: Orçamento de Capital em Condição de Incerteza**. PETROBRAS

DIXIT, A. K. & PINDYCK, R. S., 1994, **Investment under Uncertainty**. Princeton: Princetown University Press.

GHEMAWAT, P, 1991, **Commitment: The Dynamic of Strategy**. Estados Unidos: The free press.

GHEMAWAT, P., 1999, **Estratégia e o Cenário dos Negócios**.: Addison-esley, 1999.

GITMAN, L. J., 2002, **Princípios de Administração Financeira**. Editora Harbra Ltda.

KOLLER, T., GOEDHART, M. & WESSELS, D., 2005, **Valuation: Measuring and managing value of companies**, 4a ed.

KUPFER, D. & HASENCLEVER L., 2002, **Economia Industrial: Fundamentos e Práticas no Brasil**. Editora Campus Ltda.

LEAL, R., 2002, **Revisão da Literatura sobre estimativa de custo de capital aplicada ao Brasil**. Rio de Janeiro

MINTZBERG, H. & QUINN, B., 2001, **O processo da estratégia**. 3a ed. Porto Alegre: Bookman.

PALEPU, K., HEALEY, P. & BERNARD, V., 2004, **Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements**, 3a ed. Thomson South-Western

PORTER, M., 1991, "Towards a Dynamic Theory of Strategy" In: **Strategic Management Journal**, Vol.12, pp.95-117.

PROENÇA, A – “Dinâmica Estratégica sob uma Perspectiva Analítica: Refinando o Entendimento Gerencial” In: **Arché no 23**, ano VIII, pp.95-134, 1999.

PROENÇA, A., 2003, “Capacitações dinâmicas e o dinamismo das capacitações: o enfoque centrado em capacitações e o processo estratégico”. In: **I Encontro de Estudos Estratégicos – ANPAD**. Curitiba.

SCHWARTZ, E. S. & TRIGEORGIS, L. 2001, **Real Options and Investment Under Uncertainty**. Massachusetts: MIT Press.

SMIT, J. T. H. & TRIGEORGIS, L., 2004, **Strategic Investment: Real Options and Games**. Princetown: Princetown University Press.

TRIGEORGIS, L., 1995, **Real Options in Capital Investment**. Praeger Publishers,

YOUNG, S. & O’BYRNE, **EVA® e Gestão Baseada em Valor: Guia prático para implantação**, 2003, Porto Alegre, Bookman.