

1. Introdução

A disciplina de **Estratégia Empresarial** é uma das mais proeminentes da área de gestão corporativa. O interesse nesta disciplina é alimentado pelo crescente nível de exigências das empresas, que desejam cada vez mais **embasamento para orientar as ações corporativas visando proteger e aumentar sua posição no mercado e sua lucratividade**. Esta maior exigência das empresas vem em resposta à evolução e ao crescente dinamismo do mercado, que impõe novos desafios a empresa. Assim, há uma necessidade contínua de evolução desta disciplina, que pode ser vista na prática pelo crescente número de estudos e publicações relacionados ao tema.

Segundo Karrer (2008) juntamente com esta proliferação de periódicos e fóruns de discussão, se dá também uma expansão das fronteiras da disciplina de estratégia empresarial. Artigos dos mais diversos tópicos passam a ser incluídos em discussões chamadas estratégicas, cobrindo desde temas mais tradicionais como liderança, posicionamento competitivo e alocação de recursos, até temas mais novos, como opções reais, motivações psicológicas por trás das decisões e teoria dos jogos. Diversas razões podem explicar o crescimento disforme do campo, dentre as quais ele ressalta:

- i) Multiplicidade de *stakeholders*. Diversos atores possuem alto interesse na massa de conhecimento que é gerada pela disciplina de estratégia, e a taxa e a direção de geração deste conhecimento tende a ser orientada pelas necessidades destes atores;
- ii) Contemporaneidade. É uma disciplina com aproximadamente 50 anos de existência, dado que seus marcos iniciais estão normalmente associados às obras de Chandler (1962), Ansoff (1965) e Andrews (1971), podendo se estender até alguns ensaios anteriores como Coase (1937) e Penrose (1959). Algumas tentativas de delimitação do campo foram efetuadas ao longo deste tempo, entretanto, nenhuma das classificações parece ter sido consagrada como suficiente, na medida em que o campo se encontra em constante mudança.

Uma outra disciplina de fundamental importância na busca das empresas por lucratividade e competitividade é a **Análise de Investimentos**. Além de fornecer uma **estimativa do valor de determinado ativo** orientando, assim, a decisão de investir ou não neste ativo, o processo de análise de investimentos ajuda na **determinação das fontes de valor** e pode levar a **reflexões valiosas quanto às incertezas associadas à decisão**.

“Todo ativo, seja financeiro ou real, tem valor. A chave para investir nesses ativos e gerenciá-los com sucesso não reside na compreensão do montante do valor, mas nas fontes do valor. Qualquer ativo pode ser avaliado, mas alguns são mais facilmente avaliados do que outros e os detalhes de avaliação variam de caso para caso....Se o objetivo, em finanças corporativas é a maximização do valor da empresa, então, o relacionamento entre as decisões financeiras, a estratégia corporativa e o valor da empresa tem que ser delineado.” Damodaran (1997).

O processo em que as firmas alocam seus recursos em ativos de longo prazo, chamado de orçamentação de capital, é o veículo para a realização da visão estratégica. Na mesma linha da argumentação acima da **necessidade de relacionamento entre decisões financeiras e estratégia corporativa**, Lai & Trigeorgis (1995) afirmam que as escolhas de alocação de recursos das empresas deveriam refletir tanto o processo “*bottom-up*” de orçamentação de capital quanto o processo “*top-down*” de planejamento estratégico de uma maneira complementar e interativa.

Entretanto, conforme ressaltado por Dias (1996), nas últimas décadas vem coexistindo estes dois sistemas para a *alocação de recursos* nas empresas: a *orçamentação de capital* e o *planejamento estratégico*. E essas técnicas têm levado a posições antagônicas, já que a técnica tradicional do fluxo de caixa descontado (FCD) usada na orçamentação de capital ignora a criação de *capacidades* (ex.: criação de vantagens competitivas) e outros bens intangíveis, necessários para o crescimento a longo prazo de uma empresa, ou mesmo a sua simples sobrevivência num cenário competitivo e em constante mutação.

Desta forma, apesar do reconhecimento da necessidade de alinhamento entre estes dois sistemas, a orçamentação de capital precisava de uma maior adequação para a realidade estratégica. As ferramentas tradicionais de análise de investimentos supõem que os gestores irão executar o projeto como planejado independente de como o contexto se apresente, entretanto, as decisões estratégicas envolvem o comprometimento de recursos para iniciativas futuras, as quais envolvem incertezas. Pesquisas em Estratégia Empresarial

já demonstram um crescente interesse em como melhorar o tratamento da incerteza para ter um processo decisório mais robusto.

Neste sentido, a **Teoria de Opções Reais**, uma **moderna teoria de análise de investimentos em incerteza**, que aplica os conceitos de opções financeiras em ativos reais, apresenta uma nova forma de tratar a incerteza na avaliação dos ativos reais. Ela reconhece que o gestor (assim como o dono de uma opção) possui um direito e não um dever de investir. Desta forma, analisa o investimento em opções para responder às incertezas, opções estas que só serão exercidas caso o ambiente evolua de forma favorável. Ao considerar as flexibilidades gerenciais esta teoria se apresenta como uma **ferramenta de análise importante e também como uma abordagem sistemática para estruturar e avaliar os investimentos estratégicos**.

“A teoria das opções é hoje, reconhecidamente, a que dá a melhor solução para o tratamento da incerteza e da flexibilidade em projetos. Cada vez mais essa abordagem científica de análise de investimentos está deixando de ser apenas um dos temas prediletos de pesquisa nos meios acadêmicos, para se difundir gradualmente na prática das empresas modernas.” Dias (1996)

“O que torna opções reais tão interessante para o atual pensamento de negócio é o reconhecimento que decisões de futuro para maximizar o valor da empresa irão depender de novas informações, como mudanças de preços e condições de mercado, as quais não estão disponíveis no momento de tomada de decisão.” (Triantis e Borison, 2001)

A Teoria de Opções Reais, em função do apelo de seus conceitos de flexibilidade no mundo atual, recebeu enorme atenção de estudiosos, tendo evoluído consideravelmente. Entretanto, muito em função de seu ferramental matemático avançado recebeu inúmeras críticas quanto à validade de suas principais premissas e dificuldade de implementação. Entretanto, cabe ressaltar que sua contribuição vai muito além do ferramental analítico. Esta teoria traz uma nova forma de pensar que pode ajudar os gestores a tomar melhores decisões.

1.1. Definição do problema

Como vimos, a Teoria de Estratégia é um campo em constante evolução pela sua contemporaneidade e pelo seu desafio natural de apoiar as empresas a serem bem

sucedidas enfrentando um mercado que é cada vez mais dinâmico e sempre se renova com a evolução do homem e da tecnologia.

A Teoria de Opções Reais também vem evoluindo significativamente e se apresenta como uma ferramenta promissora e mais avançada de análise de investimentos por considerar as flexibilidades gerenciais e o valor do aprendizado, especialmente relevantes nas decisões estratégicas, mas ainda desperta dúvidas quanto a sua aplicabilidade.

Portanto, uma pergunta fundamental, que ainda não está devidamente clarificada, é:

- É possível aplicar a teoria de opções reais na tomada de decisões de investimentos estratégicos pelos gestores em um ambiente de incerteza?

Atualmente, as decisões sobre alocação e administração de capital possuem um papel extremamente relevante nas organizações, em especial na construção e viabilização da estratégia empresarial. Os gestores se deparam com uma elevada diversidade de oportunidades de investimento para alavancagem das empresas e uma cobrança cada vez maior por retorno financeiro. Entretanto, muitas decisões de investimentos ainda são baseadas na intuição, pela dificuldade dos gestores valorarem algumas fontes de valor.

Aliado a isso, alguns fatores como o mundo cada vez mais globalizado e competitivo, a veloz evolução tecnológica e a enorme disseminação de informações impactam o funcionamento da economia e das organizações, obrigando estas a levar em consideração uma quantidade cada vez maior de informações ao tomar suas decisões.

As organizações em resposta à este mundo precisam estar sempre se adaptando, de forma que, além de tomarem decisões considerando um número maior de variáveis, elas possuem um maior número de decisões a serem tomadas e em uma velocidade maior e em um ambiente de maior incerteza.

Portanto, a análise de investimentos estratégicos em ambiente de incerteza é um tema que possui cada vez mais importância tanto prática quanto acadêmica e precisa ser estudado e aprofundado. A teoria de Opções Reais é atualmente a mais moderna técnica de análise de investimentos e que responde melhor a este desafio.

1.2. Justificativa

O aumento da complexidade das organizações, associado à aceleração do ritmo das mudanças ambientais, têm exigido uma maior capacidade de formular e implementar estratégias que possibilitem superar os crescentes desafios de mercado e atingir os objetivos tanto de curto como de médio e longo prazo. Tais mudanças têm exigido uma redefinição das estratégias adotadas pelas organizações e uma capacidade contínua de inovação e adaptação. Todavia, em geral as organizações se obrigam a definir uma única estratégia para o futuro, dificultando esta futura adaptação. A abordagem de opções reais pode trazer esta flexibilidade que falta ao planejamento estratégico das organizações, por considerar a incerteza e valorizar a construção de opções estratégicas capazes de preparar e adaptar a empresa a diferentes cenários.

Portanto, o avanço na integração entre estas duas disciplinas (Opções Reais e Estratégia Empresarial) é extremamente relevante para o momento atual das organizações que são colocadas frente ao desafio de planejar o futuro com flexibilidade para responder às mudanças.

Além disso, a compilação dos estudos já desenvolvidos nesta linha irá permitir uma maior compreensão de como está o Estado da Arte da aplicação de Opções Reais em Estratégia e de como futuras pesquisas poderão contribuir para a evolução desta linha de pesquisa.

Outra motivação importante está relacionada às críticas quanto à dificuldade de entendimento e aplicação da abordagem de opções reais nas organizações, em especial no contexto estratégico. Neste sentido, esta pesquisa pretende facilitar o uso dos conceitos de opções reais pelos gestores no dia a dia da organização.

1.3. Objetivos

Os dois principais objetivos dessa tese de mestrado são:

- (a) Consolidar as diferentes contribuições relacionadas ao uso de opções reais na tomada de decisão estratégica, entendendo que problemas elas resolvem e quais os limites de aplicabilidade;
- (b) Construir um modelo de planejamento e execução de investimentos estratégicos com base em opções reais, que reúna as diferentes contribuições das principais ferramentas dos dois campos de estudo;

Entretanto, uma importante contribuição dessa tese é mostrar que o domínio e o uso de opções reais não é uma tarefa tão inacessível como alguns autores argumentam. Como será visto neste trabalho, a teoria de opções reais contribui com duas perspectivas diferentes: raciocínio (nova forma de pensar, novas práticas e abordagens) e modelagem (ferramenta analítica). A assimilação de uma ou mais destas visões pode melhorar consideravelmente a análise qualitativa e quantitativa de decisões de investimentos estratégicos, evitando os erros significativos e limitações da antiga técnica de fluxo de caixa descontado (FCD) ou do embasamento apenas na intuição. Portanto, esta tese deve mostrar como a teoria de Opções Reais pode ajudar os gestores a criar e executar estratégias melhores.

1.4. Organização do trabalho

Esta pesquisa foi organizada em cinco capítulos. Este primeiro introduziu o tema da pesquisa, expôs o problema associado a este tema que este trabalho irá tratar e seu objetivo e justificativa.

No capítulo 2 apresenta-se uma visão geral da literatura relacionada aos dois campos de estudo em análise: a Teoria de Estratégia Empresarial e a Teoria de Opções Reais. Esta apresentação é necessária à compreensão e fundamentação do trabalho.

No capítulo 3 analisa-se a contribuição de opções reais à Estratégia, avançando no entendimento de como estes dois campos interagem e apresentando novas pesquisas que já apresentam conceitos de ambos os campos.

No capítulo 4 é desenvolvido um framework para aproximação dos quadros conceituais de estratégia e finanças corporativas, visando analisar como todas as ferramentas apresentadas nos dois capítulos anteriores podem ser combinadas na prática para a tomada de decisão e execução dos investimentos estratégicos pelos gestores.

No capítulo 5 são apresentadas as conclusões e limitações deste trabalho e as recomendações de pesquisas futuras.