A TOMADA DA DECISÃO DE INVESTIMENTOS E O VALOR DA FIDELIDADE DO CLIENTE: reunindo métricas financeiras e mercadológicas.

Evelyn Seligmann Feitosa - evelyn@ufpi.edu.br
Samara Barradas Ferreira - samarabarradas@gmail.com

RESUMO ESTRUTURADO

Introdução/Problematização: Os métodos de análise investimentos usuais contrapõem resultados do fluxo de caixa esperado do projeto a dados parâmetros. Há, porém, uma questão subjacente: construção e a incerteza da efetivação do fluxo de caixa, dependente das vendas futuras e da decisão dos compradores. A decisão geradora de receitas para a empresa é dependente e vinculada ao relacionamento mantido com os clientes. Assim, a implementação de ações de gestão dos relacionamentos com clientes, para manter a base de clientes e aprofundar as relações negociais devem ser analisadas como um investimento em clientes.

Objetivo/proposta: Este artigo pretende trazer uma reflexão sobre a ligação entre o valor do fluxo de caixa futuro de um projeto de investimento e o valor esperado do relacionamento da empresa com sua base de clientes, no qual a fidelidade do cliente é um elemento para a redução da incerteza inerente às previsões de vendas. Trata-se de um ensaio teórico, que, a partir de uma revisão de literatura que visa contrapor as óticas de finanças e de marketing sobre o tema retorno de investimentos, sumarizadas a partir de uma pesquisa bibliográfica em artigos e livros dessas áreas.

Principais Resultados: São apresentados conceitos das áreas envolvidas, bem como formas de cálculo de algumas das principais métricas de avaliação de desempenho e criação de valor, tanto sob a ótica financeira como sob a perspectiva de marketing, discutindo-se como essas visões se complementam, haja vista a forte dependência da firma da atração e manutenção de clientes, para a geração de lucros e bons retornos financeiros.

Considerações Finais/Conclusão: Com a ascensão das métricas voltadas para o cliente, as medidas financeiras tradicionais de retorno do investimento não são mais suficientes para avaliar o sucesso das firmas. No processo de criação de valor empresarial, a área de Marketing fornece condições para a produção e sustentabilidade, enquanto a de Finanças administra esse valor, buscando maximizá-lo, sendo, então, complementares.

Contribuições do Trabalho: Ao aliar conceitos e métricas desses campos teóricos, acredita-se facilitar a integração das suas filosofias, contribuindo para a redução da lacuna que as separa no dia-a-dia, em termos de foco e objetivos específicos com atritos e desgastes desnecessários, uma vez que essas áreas são lados de uma só moeda: a geração de valor para os acionistas e clientes – um não existe sem o outro. Na medida em que se demonstre o relacionamento entre fundamentos destas disciplinas, se estará, também, contribuindo para o avanço, a integração e evolução do pensamento teórico na ciência da administração.

Palavras-Chave: Desempenho; Métricas; Finanças; Marketing; Clientes.

A TOMADA DA DECISÃO DE INVESTIMENTOS E O VALOR DA FIDELIDADE DO CLIENTE: reunindo métricas financeiras e mercadológicas.

1 INTRODUÇÃO

O atual ambiente global dos negócios, dinâmico e extremamente competitivo, requer das empresas maior agilidade nas decisões, racionalização de custos, flexibilidade e eficiência operacional. Contextos econômicos modernos de concorrência de mercado exigem das empresas maior eficiência na gestão financeira de seus recursos, não cabendo indecisões sobre o que fazer com eles.

A atividade financeira de uma empresa requer acompanhamento permanente de seus resultados, de maneira a avaliar seu desempenho, bem como proceder aos ajustes e correções necessários. Assim, a informação, rápida e precisa, especialmente sobre o dimensionamento do fluxo de caixa, tem papel fundamental na cadeia de valor das empresas e em seus investimentos, para que a tomada de decisão e o seu gerenciamento sejam mais eficazes e eficientes, antecipando-se às situações de mudanças provocadas pelo dinamismo atual dos mercados.

O alto percentual de empresas que a cada ano sucumbem, sepultando consigo sonhos, projetos, ideias, empregos e rendas, é extremamente preocupante, pois os efeitos negativos extrapolam os seus limites, atingindo a todos seus *stakeholders*, ou seja, além dos empregados e sócios, também os fornecedores, o governo e a sociedade em geral.

É igualmente preocupante o grande número de projetos de investimentos que, em suas projeções e análises, são lucrativas e financeiramente viáveis e que, depois do investimento inicial feito e posto em andamento, não demonstram essa viabilidade no mundo real, como pode ser constatado ao se analisarem operações concedidas por bancos de desenvolvimento, tal como o Banco do Nordeste do Brasil. Acredita-se que este fato se repita em outros bancos de desenvolvimento, quer brasileiros, quer estrangeiros.

As anomalias que levam a essas situações, em geral, se referem a três vertentes principais, a saber: a) casos má aplicação ou desvios de recursos, quando os investimentos inicialmente previstos não foram totalmente realizados ou foram modificados; b) casos de falta de qualidade no gerenciamento do projeto, que conduz à ineficiência no processo produtivo e/ou no processo de comercialização; e, ainda, c) casos de deficiência na própria elaboração conceitual ou construção do projeto, por erro nas previsões dos fluxos de caixa resultantes da implementação do projeto, especialmente os fluxos de caixa operacionais.

É a respeito deste terceiro caso, especificamente, que trata este artigo, considerando-se a grande importância econômica e social de análises que venham a contribuir para amenizar as preocupações acima relatadas. Pretende-se trazer uma reflexão sobre a ligação entre o valor do fluxo de caixa futuro de um projeto de investimento e o valor esperado do relacionamento da empresa com sua base de clientes, no qual a fidelidade do cliente é um elemento para a redução da incerteza inerente às previsões de vendas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Considerando-se Finanças "a arte e a ciência de gerir fundos" (GITMAN, 2002, p. 4), o administrador financeiro pode ser, então, o artista responsável pela gestão recursos financeiros em uma empresa, tanto em relação à aplicação de recursos no curto e no longo prazo, como em se tratando da busca por recursos financeiros para financiar os investimentos previstos. Bodie e Merton (2002, p.32), em uma conceituação mais formal, definem Finanças como "o estudo de como as pessoas alocam recursos escassos ao longo do tempo". Pode-se, portanto, resumir o objetivo básico da função financeira como sendo prover a empresa de recursos de caixa suficientes, de modo a respeitar e atender os vários compromissos assumidos e promover a maximização de seus lucros e da riqueza do acionista.

Adicionalmente, Gitman (2002) apresenta três atividades-chave do administrador financeiro:

a. Planejamento e análise financeira - com sua visão ampla e generalista, o administrador financeiro influencia e assessora todos os outros departamentos das empresas, onde as informações são geradas e colocadas à disposição dos executivos para a tomada de decisões.

b. Tomada de decisões de financiamentos - quando são decididos que tipos de recursos são mais propícios e quais as melhores fontes de recursos financeiros para os projetos da empresa, bem como qual o momento adequado para se obter novos recursos, os quais precisam ser adequados em termos de valores, tipos, custos e prazos, atentando-se para as possíveis implicações ao longo do tempo.

c. Tomada de decisões de investimentos – quando são avaliadas as oportunidades potenciais de novos negócios para a empresa ou expansão dos atuais. "As decisões de investimento dos gerentes financeiros afetam significativamente o grau de sucesso das empresas, uma vez que determinam em quais tipos de negócios suas empresas se engajam" (GITMAN; MADURA, 2003, p. 5).

No que se refere à última atividade-chave, o processo de avaliação e seleção de investimentos de longo prazo, de acordo com critérios definidos pela empresa, é chamado de Orçamento de Capital (GITMAN; MADURA, 2003; ROSS, WESTERFIELD; JORDAN, 2000). Os autores alertam que também devem ser avaliados, pelo administrador financeiro, o nível e a composição de todos os ativos da empresa, tanto os reais como os financeiros, tanto os ativos circulantes como os imobilizados, existentes e necessários ao atingimento das metas empresariais.

"A avaliação da magnitude, da distribuição no tempo e do risco dos fluxos de caixa futuros é a essência do orçamento de capital" e das decisões empresariais (ROSS, WESTERFIELD; JORDAN, 2000, p. 39), pois os investimentos feitos destinam-se a obter resultados, traduzíveis em fluxos de caixa, capazes de gerar retornos superiores aos recursos aplicados, para que possa haver crescimento da riqueza do investidor. No entanto, "esses investimentos estão sujeitos a riscos ou a incertezas", alertam os autores Gitman e Madura (2003, p. 5).

Os processos decisórios são quase sempre complexos, pelo fato de que, normalmente, os reflexos da decisão (sobretudo os benefícios, mas também os custos, muitas vezes) não estão claramente especificados no momento da própria tomada da decisão. Para tentar reduzir

a incerteza quanto ao futuro, em geral buscam-se os dados disponíveis, mas como todo o conhecimento e experiência do decisor, eles também se referem ao passado e, na melhor das hipóteses, ao presente. É tudo o que se pode ter, para subsidiar a tarefa de prever o futuro, onde as consequências da decisão tomada e implementada se farão sentir. É a conhecida alusão popular à encruzilhada do tempo: o ponto único e singular onde o passado tangencia o futuro é o momento presente, que é o único instante em que é possível efetuar uma ação ou tomar uma decisão.

A complexidade aumenta nas decisões financeiras, em virtude da própria amplitude da função, face à extensa variedade de eventos que tem repercussões financeiras na vida empresarial. Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 214) apontam que o "processo de orçamento de capital é mais complexo do que simplesmente decidir se compramos ou não determinado ativo", atribuindo esta complexidade à natureza estratégica da maioria das decisões financeiras, à sua durabilidade e à difícil reversão das suas consequências (dado que, em geral, são de longo prazo). A maior complexidade do processo decisório na administração financeira também pode ser considerada decorrente das características que distinguem as decisões financeiras das demais decisões de alocação de recursos, segundo Bodie e Merton (2002): seus custos e benefícios são distribuídos ao longo do tempo e, na maioria das vezes, desconhecidos de antemão ou mesmo incertos.

Neste contexto, a elaboração de um projeto de investimento desempenha um papel importante na redução da incerteza e dos riscos envolvidos na tomada de decisão, uma vez que representa um esforço para reunir informações que possibilitem vislumbrarem-se tendências e efetuarem-se previsões, quanto ao comportamento futuro das variáveis envolvidas, bem como a análise da viabilidade econômico-financeira do empreendimento proposto.

Citando Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 214), "qualquer empresa tem um grande número de possibilidades de investimento" [...]. Algumas "opções têm valor e outras não. A essência da administração financeira bem-sucedida é, naturalmente, aprender a identificar quais têm valor e quais não têm". Esta análise guarda conformidade com a afirmativa de que o projeto de investimento é "a principal unidade de análise no orçamento de capital" (BODIE; MERTON, 2002, p. 36).

Existem muitos métodos para análise de investimentos. A grande maioria dos métodos usualmente empregados avalia valores referentes ao tempo de retorno dos capitais aplicados, o volume do retorno monetário ou a taxa de retorno financeiro, contrapondo valores previamente estabelecidos aos resultantes da análise do fluxo de caixa esperado do projeto sob análise.

Em geral, autores renomados da área de administração financeira, a exemplo de Gitman (2002), classificam as técnicas de análise de investimentos em dois tipos básicos: os métodos "*simples",* que são aqueles que não consideram explicitamente o valor do dinheiro no tempo e os ditos *"sofisticados"* ou *"complexos"*, que consideram tal valor de modo explícito, descontando (isto é, trazendo para a data do investimento, com base em cálculos financeiros) os fluxos de caixa projetados, usando uma taxa específica. Essa taxa, chamada na literatura financeira de taxa de desconto, taxa de retorno exigida, custo de capital ou custo de oportunidade, é "o retorno mínimo que deve ser ganho sobre um projeto para deixar inalterado o valor de mercado da empresa" (GITMAN; MADURA, 2003, p. 292)

De acordo ainda com Gitman e Madura (2003, p. 290), "as abordagens preferidas integram procedimentos de valor no tempo, considerações de risco e retorno e conceitos de

avaliação para selecionar dispêndios de capital de acordo com o objetivo de maximização da riqueza dos proprietários da empresa", razão pela qual serão aqui citadas apenas as três principais técnicas sofisticadas de análise de projetos de investimentos, conforme os autores consultados, que são: Valor Presente Líquido, Período de Payback Atualizado e Taxa Interna de Retorno.

A ideia básica do *Valor Presente Líquido* é verificar se o valor monetário atual dos benefícios futuros, advindos do investimento feito, em termos do fluxo líquido de caixa durante a vida útil do projeto, é maior do que o capital investido, ou seja, "o Valor Presente Líquido (VPL) de um projeto é o montante com o qual se espera aumentar a riqueza dos atuais acionistas" (BODIE; MERTON, 2002, p. 181), pois "um investimento vale a pena quando cria valor para seus proprietários" (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2000, p. 214). Os cálculos do VPL se baseiam no cálculo do valor presente, bastante conhecido em matemática financeira. Quando o VPL é maior do que zero, há a criação de valor para o investidor, e, portanto, o projeto é considerado aceitável e quanto maior o VPL, melhor é considerado o projeto. Caso o VPL de um projeto seja menor do que zero, significa dizer que o valor presente dos retornos a serem auferidos do investimento feito não ultrapassam o valor aplicado, devendo tal projeto ser recusado. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 223), as empresas seriam "indiferentes entre aceitar ou não um investimento com VPL igual a zero".

O *Período de Payback Atualizado,* ou período de recuperação, é o tempo necessário para a empresa recuperar o investimento inicial feito em um projeto, de acordo com as entradas de caixa previstas e uma dada taxa de juros (GITMAN, 2002). Trata-se da "sofisticação" de uma das técnicas mais conhecidas e usuais para avaliar investimentos – o Período de Payback, para que possa considerar explicitamente o valor do dinheiro no tempo. Ross, Westerfield e Jordan (2000, p.218) destacam a seguinte definição para Período de Payback: "período exigido para que um investimento gere fluxos de caixa suficientes para recuperar o custo inicial". É uma técnica de fácil entendimento, cálculo rápido e que detém um apelo popular, já que o tempo é fator muitas vezes decisivo no mundo moderno e que, muitos dos investidores são avessos ao risco, ou seja, demonstram preferência pela liquidez em suas aplicações financeiras.

Assim, quanto menor o Período de Payback Atualizado, melhor avaliado será o projeto de investimento, pois mais cedo haverá o retorno do capital investido. O projeto sob análise deverá ser aceito caso seu período de recuperação não ultrapasse o tempo de retorno máximo estabelecido pelo investidor, sendo rejeitado se ultrapassar este parâmetro.

Os autores apontam diversas falhas nesta técnica, especialmente em sua versão *simples.* Talvez a principal delas, e que permanece no Período de Payback Atualizado, ou seja, nessa técnica o analista deixa de considerar, após o período de recuperação, o restante do fluxo de caixa do projeto, como se, após esse lapso de tempo, o que venha a ocorrer com o empreendimento fosse irrelevante. A outra falha frequentemente apontada pelos autores estudados reside no parâmetro de comparação do valor encontrado, que é fixado sem que haja maior rigor financeiro (ROSS, WESTERFIELD; JORDAN, 2000; GITMAN, 2002; GITMAN; MADURA, 2003).

A *Taxa Interna de Retorno - TIR* é definida por Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 223) como "a taxa de desconto que faz com que o valor presente de um investimento seja nulo" e representa o ponto de equilíbrio econômico do projeto, onde "não há criação nem destruição de valor". Os autores continuam, na mesma página, afirmando que "a TIR de um investimento é a taxa exigida de retorno que, quando utilizada como taxa de desconto, resulta

em VPL igual a zero". Gitman e Madura (2003), por sua vez, consideram a Taxa Interna de Retorno como a técnica complexa de orçamento de capital mais utilizada, apesar de difícil cálculo. Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 223) concordam com a dificuldade apontada, afirmando que infelizmente, a única maneira de calcular a TIR é por tentativa e erro.

Para avaliar um projeto de investimento, com base na Taxa Interna de Retorno é necessário comparar essa taxa com o custo do capital empregado ou com o retorno exigido. O critério de aceitação de um investimento é que a sua TIR seja maior do que a taxa com a qual é comparada; caso contrário, deverá ser rejeitado. Quanto maior a TIR de um projeto, melhor a sua avaliação.

Verifica-se, através das explanações acima, que as principais técnicas de avaliação de projetos de investimentos envolvem fortemente a análise dos fluxos de caixa líquidos esperados, advindos da realização do projeto por parte da empresa investidora. Fica evidenciada, assim, a total dependência dos principais métodos de análise de investimentos à correta previsão dos fluxos de caixa do projeto.

Gitman e Madura (2003, p. 278) destacam o papel dos gerentes financeiros durante uma elaboração de orçamento de capital:

> os gerentes financeiros devem entender o processo do orçamento de capital e saber como estimar os fluxos de caixa relevantes, associados a todos os tipos de gastos de capital propostos. O gerente financeiro deve preparar estimativas realistas dos fluxos de caixa associados aos custos e benefícios estimados de investimentos de longo prazo propostos. Boas estimativas de fluxos de caixa são um pré-requisito para boas decisões, que contribuem para a maximização da riqueza do proprietário.

Ou, nas palavras de Bodie e Merton (2002, p. 182):

> calcular o VPL de um projeto, quando já se têm as estimativas de fluxo de caixa, é a parte fácil do orçamento de capital. Mais difícil é estabelecer as estimativas dos fluxos de caixa esperados do projeto. Elas são montadas a partir das estimativas de receitas e dos custos incrementais associados ao projeto.

É importante destacar dois pontos da afirmativa acima:

a. estimativas de receitas e custos incrementais – significa dizer que apenas os valores líquidos oriundos da mudança de *status-quo* da empresa e decorrentes da implementação do projeto devem ser considerados, pois os valores previamente existentes e que se realizarão com ou sem a implantação do projeto não são significativos para a avaliação;

b. todas as consequências (custos e benefícios) advindas da implementação de um projeto, ainda que indiretas, devem ser a ele associados e fazer parte da análise a ser realizada; é o chamado princípio da mini-empresa, pelo qual, após determinados os fluxos de caixa incrementais de um projeto, ele pode ser visto como se fosse um ente autônomo, com suas receitas, custos, ativos e fluxos de caixa próprios (GITMAN, 2002; ROSS, WESTERFIELD; JORDAN, 2000).

Para realizar-se a previsão do fluxo de caixa esperados de um projeto, é necessário inicialmente definir-se o *horizonte de planejamento*. Segundo Bodie e Merton (2002, p. 183) "o horizonte de planejamento natural a ser empregado na análise é a vida útil" (dos equipamentos e instalações envolvidas no projeto), "uma vez que naquela data, provavelmente uma nova decisão terá de ser tomada para renovar ou não o investimento".

Em seguida, devem ser determinados os *fluxos de caixa relevantes,* que são definidos como "toda e qualquer mudança nos fluxos de caixa futuros da empresa que sejam consequências direta da execução do projeto", incluindo-se aí, os possíveis efeitos colaterais em outros produtos da empresa (potencialização ou erosão), os custos de oportunidade de ativos pré-existentes (a alternativa mais valiosa que é sacrificada, em prol do seu uso no projeto) e excluindo-se os chamados custos irrecuperáveis: "custos já incorridos e que não podem ser mais alterados pela decisão de aceitar ou rejeitar o projeto" (ROSS, WESTERFIELD; JORDAN, 2000, p. 240- 241).

Gitman e Madura (2003, p. 277), em concordância com os demais autores aqui citados, afirmam que "juntos, o investimento inicial, as entradas de caixa operacionais e o fluxo de caixa final representam os fluxos de caixa relevantes de um projeto". Para a projeção destes fluxos, em especial os fluxos de caixa operacionais, Ross, Westerfield e Jordan (2000) ensinam que o ponto de partida é a elaboração de demonstrações financeiras projetadas, para o que são necessárias estimativas de variáveis mercadológicas (o número de unidades vendidas e o preço de venda por unidade) e operacionais (custo variável unitário e custos fixos totais).

Entende-se, também, que em aplicações de recursos empresariais (sempre escassos e, portanto, caros), deve-se obter uma taxa de retorno financeiro superior ao seu custo, gerando, por conseguinte, excedentes. Para a mensuração de tais excedentes são usados conceitos e indicadores contábil-financeiros, dos quais se pode destacar: o EVA - *Economic Value Added* (valor econômico adicionado) e o ROI - *Return on Investiment* (retorno sobre o investimento), consagrados como medidas de desempenho focadas na criação de valor para os acionistas.

Basso e Gramcianinov (2007, p. 4), explicando sobre o EVA, comentam que essa métrica foi criada pela empresa de consultoria Stern Stewart & Co, com base na teoria da renda residual ou lucro econômico e que auxilia a análise da criação de valor nas firmas; os autores prosseguem, mostrando sua forma de cálculo, conforme abaixo por eles declinado e especificando, ainda, ser derivada a partir do conceito contábil de Resultado Operacional:

$$EVA = (RO - IR) - (CMPC \times Capital) \qquad [1]$$

onde:
RO = Resultado Operacional (sem despesas financeiras);
IR = Imposto de Renda;
CMPC = Custo médio ponderado de capital ou custo do capital total usado pela firma; e
Capital = Capital investido total, somando-se recursos dos sócios e de credores.

Em relação ao ROI, pode-se definí-lo, de forma simples, como a relação entre o valor presente dos montantes dos fluxos líquidos de caixa ganhos como resultados de um investimento (ao longo de todo seu horizonte temporal) e o valor do capital nele investido. Farris et al. (2010) argumentam que o cálculo do ROI é a melhor forma de identificar a possibilidade de sucesso de uma estratégia empresarial, podendo essa análise ser previamente realizada, evitando-se, então, seu fracasso, sendo, portanto, um indicador eficaz para entender a rentabilidade de um empreendimento ou de um investimento.

Ressalte-se, como feito por Basso e Gramcianinov (2007, p. 4), que a ótica trabalhada nas métricas de criação de valor para os acionistas, bem como nas técnicas de análise de investimentos, deve ser a financeira, ou seja, do fluxo de caixa, para que se evitem imperfeições resultantes da aplicação de critérios contábeis.

Portanto, interessa ao analista estimar as efetivas entradas e saídas de recursos financeiros e, assim, ajustes precisam ser feitos aos procedimentos contábeis usuais, principalmente no que diz respeito às despesas não monetizadas (depreciação é caso mais comum). Chega-se, então, às fórmulas mais conhecidas para o cálculo do fluxo de caixa operacional líquido, que se equivalem, como mostradas por Bodie e Merton (2002, p. 183):

(1) Fluxo de Caixa = Lucro Líquido + despesas não monetizadas [2]

(2) Fluxo de Caixa = Receitas – Despesas Totais - Impostos + despesas não monetizadas [3]

Em uma análise prospectiva, naturalmente, são considerados os valores esperados (ou projetados) para essas rubricas contábeis. A teoria financeira tem desenvolvido técnicas para lidar com a probabilidade de o retorno esperado vir a ser diferente do valor projetado, ou seja, com o risco de variabilidade ou a incerteza dos fluxos de caixa futuros.

Bodie e Merton (2002, p. 264-265) enumeram quatro técnicas básicas e gerais, disponíveis para redução do risco:

a. Evasão do risco – decisão consciente para não ficar exposto a um determinado risco, optando-se por não investir, caso o administrador financeiro ou investidor creia ser aquele determinado investimento excessivamente arriscado. Porém, essa opção nem sempre é viável à empresa, uma vez que poderá ter drásticas consequências estratégicas;

b. Prevenção e controle de perdas – providências tomadas visando reduzir as perdas, que podem ser preventivas ou tomadas durante ou até mesmo após a perda;

c. Retenção do risco – decisão consciente de absorver o risco e cobrir as perdas com os próprios recursos. É o chamado popularmente de risco calculado;

d. Transferência de risco – não tomar medidas para reduzir o risco, mas para compartilhá-lo ou transferi-lo a outrem, através de procedimentos de *hedging*, seguros e diversificação.

Gitman e Madura (2003, p. 129), ao analisarem as origens de risco, apontam onze diferentes fontes que afetam a empresa e seus investidores, conforme Tabela 1, a seguir, que podem ser analisados no contexto de um único investimento (ou um ativo) ou de um portfólio de investimentos (ou uma carteira de ativos).

O nível de risco que é incorporado por um investimento pode ser avaliado usando-se a análise de sensibilidade (envolvendo previsões de retorno do investimento feitas em três cenários: pessimista, mais provável e otimista, onde o risco do ativo pode ser medido pelo intervalo entre as previsões extremas) e as análises estatísticas de distribuição de probabilidade (que propiciam análises quantitativas do risco envolvido, através de medidas de dispersão: desvio-padrão e coeficiente de variação).

Já em relação ao risco envolvido em um conjunto de investimentos ou em uma carteira de ativos, “a meta dos gerentes financeiros e investidores é criar uma carteira eficiente” (GITMAN; MADURA, 2003, p. 135), considerada aquela que maximiza o retorno para um dado nível de risco ou minimiza o risco para um dado nível de retorno, sendo criada com base no conceito estatístico de correlação, visando alcançar uma diversificação de investimentos.

A teoria financeira básica que trata conjuntamente os conceitos de risco e retorno é a teoria das carteiras, aliada ao modelo de precificação de ativos de capital (CAPM), o qual subdivide o risco total de um título, ativo ou investimento em duas partes.

Tabela 1 - FONTES DE RISCO QUE AFETAM A EMPRESA E SEUS INVESTIDORES

Fonte de Risco	Descrição
Riscos específicos da empresa	
Risco de negócio	A probabilidade de a empresa ser incapaz de cobrir seus Custos operacionais. O nível é dirigido estabilidade da receita da empresa e pela estrutura de seus custos operacionais (fixos *versus* variáveis)
Risco financeiro	A probabilidade de a empresa ser incapaz de cobrir suas obrigações financeiras. O nível é dirigido pela previsibilidade dos fluxos de caixa operacionais da empresa e por suas obrigações financeiras de custo fixo.
Riscos específicos do investidor	
Risco da taxa de juros	A probabilidade de que as mudanças rias taxas de juros afetem adversamente o valor de um investimento. A maioria dos investimentos perde valor quando a taxa de juros sobe e ganha em valor quando ela cai.
Risco de liquidez	A probabilidade de um investimento não ser liquidado facilmente a um preço razoável. A liquidez é afetada significativamente pelo tamanho e pela profundidade do mercado em que um investimento costuma ser negociado.
Risco de mercado	A probabilidade de o valor de um investimento declinar devido a fatores de mercado que são independentes do investimento (como econômico, político e eventos sociais). Em geral, quanto mais o valor de um dado investimento responde ao mercado, maior o seu risco, e, quanto menos ele responde, menor o seu risco.
Risco da empresa e do investidor	
Risco de evento	A probabilidade de ocorrência de um evento totalmente inesperado que tenha efeito significativo o valor da empresa ou de um investimento específico. Esses eventos frequentes, como a ordem de retirada, pelo governo, de um medicamento muito prescrito, em geral afetam somente um pequeno grupo de empresas ou de investimentos.
Risco da taxa cambial	A exposição de futuros fluxos de caixa esperados a flutuações da taxa cambial. Quanto maior for probabilidade de flutuações indesejáveis na taxa cambial, maior será o risco dos fluxos de caixa, portanto, menor será o valor da empresa ou do investimento.
Risco de poder de compra	A probabilidade de os níveis de mudança nos preços causados pela inflação ou deflação na economia afetarem adversamente os fluxos de caixa e o valor do investimento e da empresa. Em geral, a empresas ou investimentos com fluxos de caixa que se movem com a alta geral de preços têm um baixo risco de poder de compra, e aqueles com fluxos de caixa que não alteram os níveis gerais de preços têm alto risco de poder de compra.
Risco fiscal	A probabilidade de ocorrerem mudanças desfavoráveis nas leis fiscais. As empresas e os investimentos com valores sensíveis a mudanças na legislação tributária são mais arriscados.

Fonte: Gitman e Madura (2003, p. 129)

As duas partes do risco total a serem analisadas são: o risco sistemático (também chamado de risco não diversificável, mensurado pelo coeficiente beta ou risco de mercado, já

que tem amplo alcance) e o risco específico (ou não sistemático), que atinge um único ativo ou um pequeno grupo de ativos). Nas carteiras de investimentos, "o risco não sistemático pode ser quase totalmente eliminado pela diversificação" formando-se, então, "carteiras eficientes, amplamente diversificadas", nas quais "o retorno esperado de um ativo depende unicamente do risco sistemático desse ativo" (ROSS, WESTERFIELD; JORDAN, 2000, p. 300).

Contudo, as técnicas citadas anteriormente tratam da administração da exposição de um investidor ou empresa ao risco específico de um determinado investimento, e não propriamente da redução do nível de risco associado a este projeto, oriundo da não realização dos retornos previstos e esperados. A efetivação do fluxo de caixa e o sucesso no seu cálculo estão na dependência direta da boa previsão da demanda, geradora das Receitas e que deve ser utilizada também como insumo para o planejamento de produção e logístico da empresa. Bodie e Merton (2002) discutem sobre a incerteza na geração de receitas futuras e apontam que "o risco relevante no cálculo [...] de um projeto é o risco dos fluxos de caixa".

A reflexão acima pode ser reforçada, ao se considerar que todos os fatores produtivos, inclusive as pessoas, em uma empresa devem ser remunerados e, assim, representam, mais cedo ou mais tarde, saídas de recursos financeiros do seu caixa (Despesas ou Custos). A única fonte real de entrada de recursos financeiros (Receita), que será utilizada para recuperar todos os dispêndios feitos pela empresa (e gerar lucro), está fora dela e se chama cliente.

Fica consolidada, assim, a dependência da empresa aos clientes, que só comprarão (gerando receitas para a empresa vendedora) aquilo que julguem atender às suas necessidades e desejos. Daí o interesse, cada vez maior, das empresas em implementarem conceitos de *Marketing*, visto por Kotler (2002) como o processo de identificação das necessidades humanas e sociais e o seu atendimento, de maneira lucrativa.

As pessoas buscam produtos e serviços para satisfação de suas necessidades e desejos (declarados ou mesmo inconscientes). As empresas, por sua vez, criam e oferecem produtos e serviços, que só serão adquiridos se as pessoas os julgarem valiosos, por serem capazes de satisfazê-las. "A oferta alcançará êxito se proporcionar valor e satisfação ao comprador-alvo. O comprador escolhe entre diferentes ofertas com base naquilo que parece proporcionar o maior valor" (KOTLER, 2002, p.33). Claro que ter a sua oferta escolhida pelo cliente é fator indispensável à geração de Receitas para a empresa vendedora.

Considerando que "um gerente que adota o conceito de *marketing* enxerga a satisfação do consumidor como uma trajetória para os lucros" (PERREAULT; McCARTHY, 2002, p.23), agir de acordo com os ensinamentos de *marketing* deve ser visto como a principal diretriz de uma estratégia empresarial corporativa, na busca de sobrevivência, melhores performances, inclusive em indicadores de resultados financeiros, visando sua sustentabilidade. Kotler (2002, p.45) concorda, afirmando que "a principal meta da orientação de *marketing* é auxiliar organizações a atingir seus objetivos. No caso de empresas privadas, o objetivo maior é o lucro" e, logo em seguida, alerta:

> empresas privadas não devem puramente objetivar lucros, mas alcançar lucros como consequência da criação de valor superior para o cliente. Uma empresa ganha dinheiro ao satisfazer as necessidades dos clientes melhor do que a concorrência o faz (KOTLER, 2002, p. 45).

Reforçando este ponto de vista, Churchil Jr. e Peter (2000, p. 14) argumentam que a compra só ocorrerá se, na percepção dos clientes, "(1) os benefícios das trocas excederem os

custos e (2) os produtos e serviços oferecerem um valor superior em comparação com outras opções".

A organização, então, deve buscar a satisfação de seus clientes, pois um cliente insatisfeito buscará outro vendedor e a empresa o perde; se a empresa o perde, perde a venda e perde receita; perdendo receita, não terá como reaver os valores investidos. Este pensamento pode ser traduzido na seguinte afirmativa categórica, em relação à importância da satisfação do cliente: "não importa o que você está vendendo, você tem que vender satisfação" (PRIDE; FERREL, 2001, p. 371, citando Stanley Marcus, presidente do conselho da Neiman Marcus).

No meio acadêmico, essas ideias originaram o *Marketing* de Relacionamento, cujo objetivo básico "é a construção e a manutenção de uma base de clientes comprometidos que sejam rentáveis para a organização" (ZEITHAML; BITNER, 2003, p. 15).

Kotler (2002, p. 68) comenta que as "empresas que buscam o crescimento de seus lucros e de suas vendas devem investir tempo e recursos consideráveis na busca por novos clientes". Entretanto, os custos para atrair novos clientes são crescentes, esclarece o autor:

> os clientes de hoje são mais difíceis de agradar. São mais inteligentes, mais conscientes em relação aos preços, mais exigentes, perdoam menos e são abordados por mais concorrentes com ofertas iguais ou melhores. O desafio [...] não é deixar os clientes satisfeitos; vários concorrentes podem fazer isso. O desafio é conquistar clientes fiéis (KOTLER, 2002, p. 68).

O autor alerta, ainda, que a condição básica para que uma empresa consiga reter sua base de clientes é mantê-los satisfeitos, acrescentando que o valor de um cliente satisfeito é crescente ao longo do tempo, pois

> um cliente altamente satisfeito:
> - Permanece fiel por mais tempo.
> - Compra mais à medida que a empresa lança novos produtos ou aperfeiçoa produtos existentes.
> - Fala favoravelmente da empresa e de seus produtos.
> - Dá menos atenção a marcas e propaganda concorrentes e é menos sensível a preço.
> - Oferece ideias sobre produtos ou serviços à empresa
> - Custa menos para ser atendido do que novos clientes, uma vez que as transações são rotinizadas (KOTLER, 2002, p.70).

Com efeito, estudos sobre a lealdade de clientes mostram, dentre outras conclusões, que: a taxa de lucro por cliente tende a aumentar ao longo do tempo de retenção; que a atração de novos clientes pode custar até cinco vezes mais do que satisfazer e reter os clientes existentes; que as empresas perdem em média 10% de sua base de clientes a cada ano, de acordo com Reichheld, citado por Kotler (2002), levando as empresas a investirem em programas de monitoramento do nível de satisfação de clientes, projetos de melhoria de qualidade e de inovação de produtos e serviços, e em processos de fidelização de clientes.

Resta claro que a lucratividade da empresa deve ser considerada, pois ela deverá despender com a atração e manutenção do cliente um valor menor do que aquele advindo das relações negociais mantidas ao longo do período de relacionamento. Kotler (2002, p. 71) faz uma tentativa de estabelecer um algoritmo para estimar o **valor médio do cliente ao longo do tempo**, embora sem levar em consideração a necessidade de atualização do valor do dinheiro no tempo, da maneira a seguir descrita:

Valor médio do cliente ao longo do tempo	=	Receita anual gerada pelo cliente	x	Número médio de anos de fidelidade (esperado)	x	Margem de lucro da empresa (nos produtos vendidos)		[4]

Fonte: Kotler (2002, p. 71).

Evidentemente, somente o uso intensivo de tecnologia da informação permite que tal métrica seja aplicada, via bancos de dados de relacionamentos com clientes e sistemas e programas computadorizados (tais como o CRM – *Customer Relationship Management*), cada vez mais populares.

Peppers e Rogers (2005, p. 9), por sua vez, incorporam a noção do valor do dinheiro no tempo, ao estabelecem a métrica denominada por eles de **Valor Vitalício (***lifetime value* - *LTV*) do cliente, como sendo "o valor presente líquido do fluxo de caixa futuro que uma empresa espera obter do cliente". No entanto, estes teóricos não esclarecem como se efetuam as previsões necessárias.

A partir daí, outra métrica, destinada a medir as vantagens oriundas da fidelização de um cliente foi estabelecida por Peppers e Rogers (2005) - o **Retorno sobre Clientes (ROC** - *Return on Customer*), conforme abaixo:

> o retorno sobre investimento (ROI) quantifica o valor criado por uma empresa a partir de um determinado investimento. Mas como quantificar o valor que uma empresa gera a partir de seus *clientes*? [...] você precisa usar o indicador Retorno sobre Clientes (ROC). A equação do ROC é semelhante à do ROI. O ROC é igual ao fluxo de caixa corrente gerado por clientes, mais qualquer variação no ativo subjacente em clientes (*underlying customer equity*), dividido pelo ativo total em clientes no começo do período (Peppers e Rogers, 2005, p.8).

Note-se que apesar da semelhança acima apontada, o objeto de cada métrica é diverso: o ROI visa avaliar a eficiência com que o capital cria valor e o ROC pretende medir eficiência com que clientes criam valor. Ambos os indicadores têm o mesmo foco: a criação de valor, mas se considerando que, para muitas firmas, a base de clientes é um ativo mais valioso do que o próprio capital financeiro, o cálculo do ROC facilita reconhecer e acessar mais facilmente o caminho da criação de mais valor para seus acionistas.

Continuando a explicar seu algoritmo, os autores definem o termo ativo em clientes (*customer equity* - *CE*), como a soma de "todos os valores vitalícios dos clientes atuais e futuros de uma empresa" [...], "que representa o valor líquido, em números atuais, de todo o fluxo de caixa futuro que uma empresa espera venha a ser gerado por seus clientes" (PEPPERS; ROGERS, 2005, p. 9).

Assim, as métricas de origem mercadológica, como o ROC e o CE auxiliam os investidores empresariais a quantificar o montante de seus recursos financeiros podem (ou devem) ser utilizados para atingir objetivos pré-determinados quanto à rentabilidade financeira, em especial se forem aliadas e usadas de forma agregada à métricas tradicionais de cunho financeiro, como as técnicas de análise de investimentos anteriormente citadas, que visam determinar o valor máximo a ser aplicado, tendo retorno financeiro positivo.

Entende-se que as ideias acima carecem de análise acadêmica mais aprofundada, mas lançam a semente da integração de conceitos mercadológicos à análise financeira e estratégica, para melhorar a performance organizacional na criação de valor, valor este a ser dividido entre o valor agregado ao cliente e a lucratividade empresarial. Encontrar um ponto ótimo que permita a maximização do valor criado é um desafio estratégico atual. Como

Peppers e Rogers (2005, p. 12) acreditam, “o ponto ótimo ocorre quando o Retorno sobre Clientes se encontra em seu valor máximo".

Otuzi e Fortunato (2013, p.1), entre outros pesquisadores, apresentam estudo relacionando a satisfação do consumidor e o desempenho econômico-financeiro das empresas. Eles partem da ideia de que a detenção de uma base de clientes satisfeitos é essencial para a estratégia empresarial e que, uma vez que "consumidores satisfeitos são mais fiéis, são induzidos à recompra e pagam preços mais altos", isso será um elemento de propulsão "da rentabilidade e valor de mercado". Os resultados por eles obtidos, por meio do uso de "modelos dinâmicos de regressão múltipla em dados de painel", referentes a índices da satisfação do consumidor americano - ACSI, de rentabilidade e de mercado, "mostram que a satisfação do consumidor se reflete positivamente nos índices", destacando, assim, os efeitos dos "esforços de marketing na gestão das empresas".

3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O pressuposto central da presente análise é que a tomada da decisão de investimentos é facilitada, quando a empresa tem clientes fiéis, em decorrência de uma maior previsibilidade dos valores, inclusive pela existência de compras rotineiras, ensejando uma maior lucratividade.

Embora o retorno das despesas realizadas em programas voltados para monitorar e gerenciar a satisfação e a fidelização de clientes seja de difícil mensuração, estes gastos precisam ser tratados como investimentos, com critérios claros de avaliação. Esta ideia é também expressa em alguns livros desse início de século XXI, como, por exemplo, o de autoria de Peppers e de Rogers (2005) e o de Gupta e Lehmann (2006).

A partir do exposto no referencial teórico, pode-se considerar que contar com uma carteira de clientes fiéis agrega valor à empresa, através das compras rotineiras e crescentes, geradoras de maior lucratividade (pois custa menos fazer negócios repetitivos ou com quem já conhece a empresa), através da contribuição para a formação da boa imagem corporativa (propaganda boca-a-boca) e através da indicação de novos negócios.

Ressalte-se que a maior importância e o maior ganho em decorrência da fidelidade do cliente estão na maior previsibilidade do valor de suas compras, julga-se. Este fator colabora direta e fortemente para a redução da incerteza nos fluxos de caixas esperados pela empresa, o que vem a facilitar a tomada da decisão de investimento, que é um momento estratégico dos mais cruciais na vida organizacional.

Esta agregação de valor, a partir da base de clientes de uma empresa, pode ser entendida com fonte de ampliação de seu poder competitivo, como concluíram Otuzi e Fortunato (2013). Por outro lado, com a criação e ascensão de métricas de desempenho empresarial voltadas para os clientes, constata-se que as medidas financeiras tradicionais de retorno do investimento não são mais suficientes para avaliar o sucesso das firmas.

Faz-se necessário, contudo, maior aprofundamento teórico nos aspectos aqui abordados e o estabelecimento de métricas e modelos de análise apropriados, tal como um fator de redução da incerteza dos fluxos de caixa futuros ou até mesmo uma metodologia de

construção do fluxo de caixa esperado de um projeto de investimentos, a partir de estimativas a respeito do valor presente das futuras relações negociais com clientes.

Para isso, considerar-se-ão conceitos originalmente desenvolvidos no âmbito do *marketing* de relacionamento, em especial para análise de programas de fidelização de clientes, tais como a métrica do Valor Vitalício do Cliente (*Custumer Lifetime Value*) ou do Retorno sobre Clientes (ROC - *Return on Customer*), tratadas por Peppers e Rogers (2005).

Considera-se que as análises e reflexões feitas ao longo do presente artigo possam vir a auxiliar na gestão de negócios, no âmbito do mundo corporativo, ao aliar conceitos das áreas de Marketing e de Finanças. Havendo uma maior integração das filosofias norteadoras das respectivas áreas organizacionais, isso contribui para o preenchimento da lacuna que as separa, no dia-a-dia empresarial, em termos de foco e objetivos específicos, que muitas vezes causa atritos e desgastes administrativos desnecessários. Essas áreas podem ser consideradas os dois lados de uma só moeda: o processo de geração de valor para os acionistas e clientes – um não existe sem o outro.

No processo de criação de valor, a área de Marketing fornece condições para a produção e sustentabilidade do valor, enquanto a área de Finanças o administra e busca maximizá-lo, sendo, então, áreas complementares. Na medida em que se demonstre o relacionamento entre conceitos fundamentais destas duas disciplinas, acredita-se, adicionalmente, que se estará, também, contribuindo para o avanço, a integração e evolução do pensamento teórico na ciência da administração.

4 Referências

BASSO, Leonardo F. C; GRAMCIANINOV, Sérgio. *Economic Value Added - EVA* - uma ferramenta para uma administração eficiente. In: XXXI Encontro da ANPAD - EnANPAD, 2007, Rio de Janeiro-RJ. **Anais**... Rio de Janeiro-RJ, ANPAD, 2007. CD-Room.

BODIE, Zvi; MERTON, R. C. **Finanças.** 1ª ed. - revista e ampliada. Porto Alegre: Bookman, 2002.

CHURCHIL JR, Gilbert; PETER, J. P. **Marketing**: criando valor para o cliente. São Paulo: Saraiva, 2000.

FARRIS, P.; BENDLE, N.; PFEIFER, P.; REIBSTEIN, D. Marketing metrics: the definitive guide to measuring marketing performance. 2a. ed. New Jersey: Pearson Education, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Editora Harbra, 2002.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração financeira –** uma abordagem gerencial. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2003.

GUPTA, Sunil; LEHMANN, Donald R. **Gerenciando clientes como investimentos**: o valor estratégico dos clientes a longo prazo. Porto Alegre: Bookman, 2006.

KOTLER, Philip. **Administração de Marketing**: a edição do novo milênio. 6ª. Reimpressão. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

OTUZI, R.; FORTUNATO, G. Satisfação do consumidor, rentabilidade e valor ao acionista. In: XXXVII Encontro da ANPAD - EnANPAD, 2013, Rio de Janeiro-RJ. **Anais**... Rio de Janeiro-RJ, ANPAD, 2013. CD-Room.

PEPPERS, Don; ROGERS, Martha. **Retorno sobre clientes**: criando o máximo de valor sobre o seu recurso mais escasso. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PEPPERS, Don; ROGERS, Martha. ROC - você cria ou destrói valor? **1to1 Weekly**, ed. 01 de fevereiro de 2007. Disponível em: <http://www.1to1.com.br/>. Acesso em: 02 /02/2007.

PERREAULT, W.D.; McCARTHY, E. J. **Princípios de Marketing**. Rio de Janeiro: LTC, 2002.

PRIDE, William M.; FERREL, O. C. **Marketing** – conceitos e estratégias. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

RIBEIRO, Fábio P. A construção da riqueza através do relacionamento e da integração entre cliente e caixa: os 2 C's da gestão em finanças e marketing. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo: PPGA/FEA/USP, v.11, n°1, p. 51-61, jan./mar 2004.

ROSS, S.A., WESTERFIELD, R.W.; JORDAN, B. D. **Princípio de administração financeira.** 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

ZEITHAML, Valarie; BITNER, Mary Jô. **Marketing de Serviços**: a empresa com foco no cliente. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.