

AVALIAÇÃO DAS DECISÕES DE GESTÃO ESTRATÉGICA DE EMPRESAS TRANSNACIONAIS *

Mário João Coutinho dos Santos

Lição de Síntese

Documento apresentado para satisfação de requisito parcial de prestação de Provas Públicas de Agregação, nos termos da alínea c) do artigo 5º do Decreto-Lei 239/2007 de 19 de Junho, para efeitos da obtenção do título académico de Agregado no ramo de conhecimento de Relações Internacionais: Geopolítica e Geoeconomia, especialidade Geoeconomia Empresarial, pela Universidade Autónoma de Lisboa.

Janeiro 2024

* A elaboração deste trabalho beneficiou de inúmeros e valiosos contributos recebidos ao longo das últimas décadas. Estando penhoradamente grato por todos eles, não posso deixar de individualizar, sempre por ordem alfabética do nome próprio, os ensinamentos que recebi, entre outros, dos Professores George Parker (Stanford University), Jim Van Horne (Stanford University), Robert Kaplan (Harvard University), e Samuel L. Hayes (Harvard University). Sou igualmente devedor pelos comentários, sugestões e incentivos, que recebi nas interações que ao longo dos anos estabeleci com os colegas e amigos, Amado da Silva, Aníbal Santos, Carlos Neves Ferreira, Gary Emery, João Cabral dos Santos, João Filipe Pinto, João Gata, José Tavares, Manuel de Oliveira Marques, Manuel Villares, Martin Gruber, Miguel Athayde Marques, Nik Varaya, Nuno Garoupa, Paul Pfleiderer, Pedro Verga Matos, Ricardo Cruz e Victor Mendes. A todos devo, sem exceção, para além da generosa disponibilidade, a amizade. Todos os erros, imprecisões e omissões do trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

ÍNDICE

1. Enquadramento Conceptual.

1.1. Avaliação do Mérito Económico de Decisões de Afetação de Recursos.

1.1.1 Avaliação de Estratégias de Investimento / Desinvestimento de Empresas Transnacionais.

1.2. Determinantes da Avaliação da Criação Valor de Estratégias Empresariais.

1.2.1. Fluxos Financeiros Gerados.

1.2.2. Taxa de Atualização Ajustada pelo Risco.

2. Avaliação Decisões Estratégicas de Empresas Transnacionais

2.1. Enquadramento Conceptual.

2.2. Especificidades da Avaliação de Empresas Transnacionais.

«Organizations need to strategically invest in capabilities, people, processes, structures, and technology to navigate the risks arising from an evolving and fraught geopolitical landscape» (Grant *et al.*, 2022, p.2)

1. Introdução

O presente texto foi elaborado para servir de suporte conceptual à lição de síntese a que se refere a alínea c) do artigo 5º do Decreto-Lei 239/2007 de 19 de Junho, para efeitos das provas para a obtenção do título académico de Agregado no ramo de conhecimento de Relações Internacionais: Geopolítica e Geoeconomia, especialidade Geoeconomia Empresarial, pela Universidade Autónoma de Lisboa.

O tema da lição será a “Avaliação de Decisões de Gestão Estratégica de Empresas Transnacionais”, na qual se identificam e descrevem, de forma necessariamente parcimoniosa, as principais questões fundacionais e os determinantes da aferição do mérito económico das ações de estratégia empresarial de empresas transnacionais.¹ Abordando-se especificamente as principais diferenças conceptuais e metodológicas, que se colocam na aferição daquelas ações, em relação a operações similares realizadas em âmbito geográfico doméstico.

A motivação para a escolha do tema da lição está ancorada, por um lado, na atualidade e na relevância do tema, sobretudo no atual contexto de fragmentação geoeconómica, o qual determina a necessidade de as empresas transnacionais necessitarem de avaliar o impacto em termos de criação de valor, das alternativas (mutuamente exclusivas) de ações estratégicas de ajustamento aos riscos, desafios, e oportunidades que o acentuar do risco geoeconómico coloca.² Por outro lado, na constatação de que dada relativa ‘juventude’ do fenómeno da fragmentação geoeconómica e das implicações que suscita na esfera do comportamento e o desempenho estratégico do setor empresarial transnacional, o debate académico sobre o tema da avaliação de decisões estratégicas de empresas transnacionais ainda decorre. Neste sentido, parece relevante a transferência do património de conhecimento, entretanto já adquirido, para a esfera dos setores potencialmente interessados.³

1.1. Avaliação do Mérito Económico de Decisões de Afetação de Recursos

Após um dinâmico processo de integração de economias e mercados, o mundo alcançou, através do setor empresarial transnacional, um nível de conectividade e interdependência

¹ Ao longo da presente lição utilizaremos indistintamente, e com o mesmo sentido, as designações de “empresa transnacional”, “empresa global”, “empresa internacionalizada” e “empresa multinacional”.

² De acordo com Aiyar *et al.* (2023, p. 1) “After decades of increasing global economic integration, the world is facing the risk of (economic) fragmentation”. Veja-se também, Wigell *et al.* (2022).

³ Como sugerem Geddes *et al.* (2023, p.3), “multinationals are at the eye of this storm. They disproportionately provide economic connections across the world, and thus are disproportionately influenced by global fragmentation and the uncertainty that produces”.

económica sem precedentes. Contudo, as disputas de fragmentação geoeconómica em curso desde a crise financeira global de 2008, vieram introduzir uma nova fonte de risco — o ‘risco geoeconómico’ — (vejam-se a propósito, e.g., Seong *et al.*, 2024; Campos *et al.*, 2023; Wigell *et al.*, 2022; Fjäder *et al.* 2021; Scholvin e Wigell 2019).⁴

A dinâmica dos fenómenos geopolíticos recentes à escala global, como sejam, os confrontos concorrenciais entre os Estados Unidos da América (EUA) e a China, os choques nos mercados da energia, dos recursos naturais, e da digitalização, o problema das alterações climáticas, a saída do Reino Unido da EU, e mais recentemente a invasão da Ucrânia pela Rússia, criaram uma atmosfera de volatilidade, turbulência e incerteza, que se propagou a todos os agentes económicos, colocando «the orthodoxy of globalization (...) under strain» (Grant *et al.* (2022, p.2), e que poderá mesmo ter iniciado um processo de «balkanization of the global economy» (Roubini, 2022; veja-se também, El-Erian, 2023; Birshan *et al.*, 2022).⁵

Para procurar gerir a intensificação da sua exposição ao risco geoeconómico, as empresas transnacionais devem adotar estratégias que promovam a sua resiliência geoeconómica desenhando e decidindo de estratégias de afetação / desafetação de recursos organizacionais que lhes reajustar o seu desempenho económico aos riscos decorrentes das dinâmicas geoeconómicas (e.g., Grant *et al.*, 2023a; Grant *et al.*, 2022; Grant *et al.*, 2021; Ioulianou *et al.*, 2020; Ioulianou *et al.*, 2017; Rice e Zegart, 2018).

Com tal fim deverão, nomeadamente, avaliar a realocização, ou a redução da escala, das suas operações internacionais para geografias exposta a menor risco geoeconómico percebido e, potencialmente, menos vulneráveis a ocorrências de turbulência geopolítica, e que contribuam para uma presença estável e tipicamente de longo-prazo, em diferentes geografias (e.g., Bernardo e Chowdhry, 2002).⁶

Tais fenómenos transmitiram-se de forma igualmente generalizada aos setores empresariais nacionais e transnacionais, impactando de modo substantivo a sua esfera económica e a sua dinâmica comportamental, motivando mesmo reajustamentos nos modelos de negócio, e nas estratégias e políticas que os implementam, ilustrando de forma paradigmática

⁴ Fjäder *et al.* (2021, p.3), definem risco geoeconómico como “the risks associated with economics being used by states for power political objectives”.

⁵ O processo de fragmentação geoeconómica em curso, atua como ‘canal de transmissão’ da dinâmica geopolítica, transmitindo os seus ‘impulsos’ à exposição ao risco geoeconómico das organizações empresariais transnacionais (e.g., Wigell *et al.*, 2022). Como argumentam Grant *et al.* (2023a, p. 2) “risks are not the only part of this that requires consideration. Companies must also reconsider their fundamental approach to allocating capital.

⁶ “Firms and policymakers are increasingly looking at strategies for moving production (to relocate) processes to trusted countries with aligned political preferences to make supply chains less vulnerable to geopolitical tensions” (Ahn *et al.*, 2023, p. 91).

a interdependência entre a geopolítica e a geoeconomia (vejam-se, entre outros, Klement, 2021; Wigell *et al.*, 2019).

Dada a sua natureza inevitavelmente expectacional, as ações estratégicas das empresas internacionais estão expostas, para além de aos fatores de risco sistemático comuns às empresas não internacionalizadas, ao fator de risco geoeconómico, sendo por isso mesmo mais complexas de preparar, decidir e gerir.⁷ Daí, que no âmbito do processo de desenho e escolha das estratégias de afetação / desafetação ou deslocalização de recursos, seja prática generalizada nas organizações empresariais avaliar os respetivos potenciais de criação de valor económico (e.g., Kitsing, 2022; Birshan *et al.*, 2011; Luehrman, 2009; Keuleneer e Verhoog, 2003).

1.1.1. *Avaliação de Estratégias de Investimento / Desinvestimento de Empresas Transnacionais*

Não obstante a avaliação das estratégias de investimento / desinvestimento de empresas transnacionais ser, conceptualmente e metodologicamente, semelhante à das empresas nacionais, especificidades do enquadramento institucional das diferentes geografias onde poderão estar localizadas, tais como jurisdição fiscal, regimes legais do investimento estrangeiro, de circulação de capitais, princípios e normas contabilísticas, legislação laborais e de falência e insolvência, e de regulação e supervisão do sistema financeiro, tornam a avaliação de empresas multinacionais mais complexa do que a das empresas localizadas numa só geografia (e.g., Madura, 2021a).

Entre os métodos de avaliação mais recorrentemente utilizados na estimação do potencial de criação de valor das decisões de investimento / desinvestimento de natureza doméstica ou transnacional, incluem-se o método de avaliação através de fluxos financeiros (*cash flows*, na designação anglo-saxónica) gerados atualizados (FFG), e o modelo de avaliação de opções sobre ativos financeiros aplicados à avaliação de ativos reais designada de avaliação por opções reais (AOR), *real options* na denominação anglo-saxónica; (e.g., Brealey *et al.*, 2020; Koller *et al.*, 2020; Berk e DeMarzo, 2017; Trinh e Thao, 2017; Titman e Martin, 2016; Bierman Jr. e Smidt, 2007a, 2007b; Copeland, 2003; Maeseneire e Keuleneer, 2003).

Conceptualmente, o FFG, método de avaliação de utilização mais generalizada, estima o valor atual líquido (VAL) criado numa estratégia de investimento / desinvestimento, atualizando o fluxo financeiro gerado periodicamente, a uma taxa de atualização que reflita o

⁷ Os fatores de risco específico de empresas transnacionais são suscetíveis de mitigação através da diversificação das suas carteiras de investimento (e.g., Shapiro 2019).

custo médio ponderado de capital (depois de impostos) ajustado pelo risco (e.g., Graham e Harvey, 2001).⁸

Os modelos clássicos de avaliação de estratégias de investimento / desinvestimento, pela sua natureza *ex ante*, presumem a ausência de incerteza quanto à execução das decisões com base neles tomadas. Ou seja, não incorporam o potencial de criação de valor resultante da flexibilidade de, após a tomada da decisão de investimento / desinvestimento, poder exercer eventuais opções (reais) de, por exemplo, adiar, fasear, alterar a escala, abandonar, adotar oportunidades de investimento/desinvestimento subsequentes às estratégias já decididas e em execução (e.g., Anderson, 2000 Amram e Kulatilaka, 2000; Luehrman, 1998 a, b).

A avaliação através do método das opções reais (ROA), *real options* na designação anglo-saxónica, permite incorporar a valorização da flexibilidade da gestão na implementação de decisões estratégicas em contexto de incerteza, na avaliação do seu mérito económico (e.g., Trigeorgis e Reuer, 2017; McDonald, 2006; Keuleneer e Verhoog, 2003; Chance e Peterson, 2002).

1.2. Determinantes da Avaliação da Criação Valor de Estratégias Empresariais

1.2.1. Fluxos Financeiros Gerados

Somente os fluxos financeiros gerados incrementais, ou seja, os que são consequência direta da implementação do projeto, são relevantes para efeitos da avaliação do mérito económico de decisões de investimento / desinvestimento:

Fluxo Financeiro Gerado_{*i*} = Resultado operacional líquido + Depreciação / amortização – Variação das necessidades de capital circulante – Despesas de capital + valor terminal dos ativos, onde: (i) as necessidades de capital circulante são estimadas como: Ativo Corrente - Passivo Corrente; (ii) as despesas de capital como: as despesas de reposição da operacionalidade da capacidade produtiva instalada na empresa / projeto + as despesas de capital associadas a eventuais expansões de capacidade; e (iii) o valor residual da empresa / projeto na ótica da liquidação, como o montante líquido de impostos, da venda individual no mercado no momento da liquidação da empresa / projeto, dos ativos fixos do projeto adicionado do valor residual do investimento em capital circulante; alternativamente, o valor residual do

⁸ O método tem como um dos seus principais pressupostos o da invariância da taxa de atualização. Sempre que a verificação de tal pressuposto não esteja garantida, é recomendável o recurso a modelos de avaliação alternativos, como sejam, o *equity cash flow*, o *capital cash flow* e o *adjusted present value*, e a especificações empíricas do custo de capital com eles conceptualmente congruentes (e.g., Fernández, 2002, 2011; Ruback, 1995, 2002).

projeto na ótica da continuidade das operações, *going concern*, na gíria anglo-saxónica (para detalhes na operacionalização da estimação veja-se, e.g., Damodaran, 2012, pp. 304-318).

1.2.2. Taxa de Atualização Ajustada pelo Risco

Conceptualmente, a taxa de atualização representa a taxa média ponderada do custo de oportunidade dos financiadores, inerente ao melhor uso alternativo dos capitais de risco equivalente — *substituto perfeito* — em termos de maturidade, dimensão, liquidez e incidência fiscal.⁹

Na sua formulação mais geral, a taxa de atualização é estimada como o custo de capital (k_C) depois de impostos:¹⁰

$$k_C = \left[\frac{D}{(D + CP)} k_D (1 - t) \right] + \left[\frac{CP}{(D + CP)} k_{CP} \right]$$

onde k_C designa o custo de capital da empresa; D o valor de mercado do financiamento através de ativos financeiros conferentes de direitos de dívida, como sejam as obrigações e os empréstimos; k_D a taxa de rendibilidade exigida pelos financiadores através de dívida, ou taxa média de custo do endividamento; CP o valor de mercado do financiamento assegurado por ações comuns, ou ordinárias; k_{CP} a taxa de rendibilidade exigida pelos financiadores através de ações, ou a taxa de custo do capital próprio, e t a taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa.

Como as empresas recorrem a mercados financeiros concorrenciais para a obtenção dos meios de financiamento de que carecem para a concretização das suas estratégias de investimento e de produção, pagam preços de mercado pela disponibilização desse capital financeiro. Daqui decorre, que o custo das diferentes fontes de financiamento, endividamento, capital próprio ou ativos híbridos, devam estar valorizados aos preços dos mercados de capitais do domicílio fiscal dos financiadores da empresa, quer para efeitos da estimação custo de capital, quer dos ponderadores a utilizar na determinação da estrutura de capital, a preços de mercado (*marked-to-market*, na designação anglo-saxónica), ou ao seu justo valor (*fair value*, na designação anglo-saxónica).¹¹

⁹ Os instrumentos de financiamento emitidos pelas empresas podem conferir direitos de dívida, no caso de obrigações, empréstimos e papel comercial; direitos de capital próprio, no caso de ações comuns ou ordinárias; e em simultâneo de direitos de dívida e de capital próprio, no caso de ativos financeiros híbridos, como as obrigações convertíveis em ações ou as ações preferenciais.

¹⁰ Para mais detalhes sobre a estimação da taxa de atualização no contexto da avaliação de empresas transnacionais vejam-se, entre outros, os livros de texto de finanças internacionais: Madura (2021a, b), Koller *et al.* (2020), Shapiro e Hanouna (2019) e Buckley (2004).

¹¹ Na ausência de condições que permitam estimar o valor de mercado ou o justo valor dos instrumentos de financiamento, poderão, em circunstâncias específicas e devidamente controladas, os valores contabilísticos

Representando o custo de capital a rentabilidade esperada pelos investidores em futuras emissões de dívida, de capital próprio e ativos financeiros híbridos, as percentagens com que cada uma dessas fontes de financiamento concorre para a estrutura de capital, devem corresponder a uma estrutura de capital *ex post* novas emissões de instrumentos de financiamento.¹²

É prática corrente estimar o custo esperado do capital próprio, i.e., a taxa de rentabilidade esperada pelos investidores em ações, através do modelo de equilíbrio de mercado de avaliação de ativos financeiros, denominado de *capital asset pricing model* (CAPM), na designação anglo-saxónica, como uma combinação linear da taxa de juro isenta de risco e de um prémio de risco:¹³

$$E(r_i) = r_F + \beta [E(r_M) - r_F]$$

onde $E(r_i)$ designa a taxa de rentabilidade esperada do ativo i ; r_F , a taxa de juro isenta de risco; β , o coeficiente de risco sistemático; e $E(r_M)$ a taxa de rentabilidade esperada da carteira de mercado bem diversificada.

Em termos económicos, a taxa de juro isenta de risco (r_F) representa o valor temporal do dinheiro, i.e., a compensação pelo diferimento do consumo e pela não exposição a risco. Ou seja, r_F corresponde à taxa de rentabilidade esperada de um investimento em que a rentabilidade realizada é idêntica à rentabilidade esperada.¹⁴

Conceptualmente, o prémio de risco de mercado ($r_M - r_F$), representa a rentabilidade adicional que um investidor em ativos de risco auferir em relação à taxa de juro isenta de risco, como compensação pela exposição ao risco total.

É igualmente prática corrente estimar o custo esperado do endividamento através do CAPM como:

desses ativos financeiros, para efeitos de estimação empírica, serem assumidos como estimadores não enviesados dos respetivos valores de mercado.

¹² Quando: (i) os ativos financeiros conferentes de direitos de dívida, não sejam transacionados em mercado secundário regulamentado, é prática assumir que o seu valor contabilístico aproxima, não enviesadamente, o respetivo valor de mercado; e (ii) as ações representativas do capital social da empresa, não se encontrem admitidas à negociação em mercado secundário regulamentado, assume-se que cotações formadas com base nas expectativas racionais de participantes em mercados de capitais informacionalmente eficientes, tenderão a ser estimadores não enviesados do seu justo valor, *fair value*, na designação anglo-saxónica (e.g., Copeland *et al.*, 2005, p. 360).

¹³ De acordo com um *survey* a administradores financeiros das empresas que em 1998 integravam o índice bolsista “Fortune 500”, o CAPM «is by far the most popular method of estimating the cost of equity capital: 73.5% of respondents always or almost always use the CAPM» (Graham e Harvey, 2001, p. 201; no mesmo sentido veja-se Fama, 1996).

¹⁴ Numa perspetiva histórica, a taxa de juro isenta de risco é aquela cuja variância de uma série temporal de taxas de rentabilidade históricas não seja estatisticamente diferente de zero. Ou que exiba um coeficiente de risco sistemático nulo. De acordo com Banco Central Europeu (2008), «government bond yield curve can be considered as a risk-free yield curve if the default risk of government bonds is assumed to be negligible. This assumption is especially reasonable for a curve based on AAA-rated bonds».

$$k_D = r_F + \beta_D (r_M - r_F)$$

onde k_D designa o custo esperado da dívida; r_F taxa de juro isenta de risco; β_D o coeficiente de risco sistemático (beta) do endividamento; e r_M a taxa de rendibilidade esperada do segmento acionista do mercado secundário regulamentado de valores mobiliários.

O custo nominal esperado de ativos financeiros conferentes de direitos de dívida, consubstancia-se na incorporação na taxa de rendibilidade esperada pelo financiador de um vetor de prémios de risco:

$$k_D = r_F + v_{PR}$$

onde k_D designa a taxa de rendibilidade esperada da dívida; r_F a taxa de juro isenta de risco; e v_{PR} um vetor de prémios de risco.¹⁵

Os códigos fiscais em vigor num grande número de países, consignam a dedutibilidade do custo do endividamento no apuramento da matéria coletável em sede do imposto sobre o rendimento das empresas, criando um benefício económico, sob a forma de uma redução na responsabilidade fiscal. Tal vantagem, em muitas jurisdições fiscais, é assimétrica em relação ao financiamento por capital próprio, já que a remuneração dos acionistas — os dividendos — não beneficiam de idêntica dedutibilidade.

2. Avaliação de Decisões Estratégicas de Empresas Transnacionais

2.1. Enquadramento Conceptual

A dinâmica do processo de globalização económica, criou oportunidades de crescimento para as organizações empresariais poderem aumentar a sua escala, alargando o âmbito geográfico da sua atividade transnacionalmente.

Contudo, implementação do desígnio estratégico de realizar projetos que ultrapassem as fronteiras nacionais, implica ter de avaliar e selecionar, *ex ante*, os projetos candidatos, por vezes mutuamente exclusivos, num contexto em que as diferenças nas condições básicas geopolíticas, geoeconómicas e institucionais, são determinantes relevantes do nível de risco dos fluxos de *cash flow* gerados pelas empresas / projetos (e.g., Lessard, 1985).

Porém, a aferição do mérito económico de ações de estratégia promovidas por organizações empresariais transnacionais, como sejam por exemplo, a entrada novo mercado através de uma empresa subsidiária as estratégias de crescimento através de fusões e aquisições, a entrada num novo mercado, a implementação um novo projeto de Investigação &

¹⁵ Neste contexto, o vetor de prémios de risco refere-se à multiplicidade de fontes de risco, de cuja agregação resulta o denominado “risco total”, também usualmente designado de “risco de preço”, ou “risco de mercado”.

Desenvolvimento, ou expansão (contração) de capacidade de uma unidade de negócio, em âmbitos geográficos internacionais, comportam diferenças metodológicas não negligenciáveis em relação a operações similares de âmbito geográfico doméstico.

Por exemplo, a avaliação do mérito económico de projetos de novas unidades de negócio a localizar internacionalmente tende, vários motivos, a ser mais complexa do que a de projetos localizados domesticamente. Nomeadamente, porque o país de origem e o país estrangeiro têm tipicamente contextos políticos, legais, económicos, financeiros, fiscais e regulatórios próprios, os quais consubstanciam fatores de risco relevantes para efeitos da aferição do potencial de valor criado. Para além disso, a eventual integração em zonas monetárias distintas, implica a necessidade da translação cambial dos fluxos financeiros denominados em moeda estrangeira para a moeda do país de origem, admitindo a inexistência de restrições à livre circulação de capitais.

Mais recentemente, a evidência empírica disponível (embora ainda relativamente escassa) aponta para a relevância dos temas ambientais, da sustentabilidade, da governança, sob o acrónimo ESG - *Environmental, Social, Governance*, na designação em inglês, no acesso e no custo do financiamento nos mercados globais, em que a dimensão transnacional não pode ser ignorada (e.g., Pérez *et al.*, 2022 a, b).

2.2. Especificidades da Avaliação de Empresas Transnacionais

Embora a literatura na área seja relativamente extensa, a avaliação do mérito económico das decisões estratégicas de investimento / desinvestimento, ainda subsistem desafios por resolver no domínio da compatibilização desse quadro conceptual, à prática da avaliação de empresas transnacionais.

A aferição do mérito económico de decisões de afetação de recursos no âmbito de estratégias de reestruturação empresarial implementadas em contexto transnacional, como sejam, por exemplo, as estratégias investimento direto internacional, ou de crescimento por fusões e aquisições transfronteiriças, comportam diferenças metodológicas não negligenciáveis em relação a operações similares de âmbito geográfico doméstico (e.g., Froot e Kester, 1997).

As especificidades inerentes à avaliação dos projetos transnacionais decorrem, designadamente, da particularidade de: (i) Os fluxos financeiros gerados fora das fronteiras nacionais do acionista promotor do investimento transnacional não serem propriedade deste, ao invés do que sucede num investimento doméstico; (ii) Para efeitos da avaliação económica, os *cash flows* relevantes na ótica da empresa acionista, são os (eventuais) dividendos que venha a receber da empresa sua subsidiária, os quais, sublinhe-se, poderão estar expostos a risco de

translação cambial e fiscal, se a empresa doméstica e a transnacional tiverem domicílio fiscal em diferentes zonas monetárias (porque será que, por exemplo, a ‘Jerónimo Martins’ mudou o seu domicílio fiscal de Portugal para os Países Baixos?); (iii) Eventuais diferenças entre os princípios e práticas contabilísticas, como, por exemplo, em relação: (i) Aos métodos e taxas de amortização fiscalmente permitidas; (ii) À dedutibilidade (ou não) dos gastos financeiros, dos dividendos pagos (sem falar na recompra de ações próprias em alternativa ao pagamento de dividendo) em sede de imposto sobre o rendimento.¹⁶

Neste contexto, os principais ajustamentos a introduzir na estimação fluxos financeiros gerados — fluxos financeiros gerados e taxa de atualização — derivam: (i) Da divisa a utilizar na análise: se a do país estrangeiro ou a do país de origem; (ii) Dos fluxos financeiros relevantes: *cash flows* gerados na empresa subsidiária, não os *cash flows* a receber pelos seus acionistas (empresa-mãe);¹⁷ (iii) Do domicílio fiscal relevante: doméstico ou estrangeiro?;¹⁸ (iv) da taxa de atualização dos *cash flows* relevantes; modelo de avaliação de ativos; Da taxa de juro isenta de risco; (v) Da taxa de rendibilidade de uma carteira de mercado bem diversificada (doméstico? Estrangeiro) ou global?); (vi) Da incorporação de prémios de risco, entre outros, cambial, político, de liquidez (vejam-se, e.g., Barahona *et al.*, 2021; Caldara e Iacoviello, 2022; Fisman *et al.*, 2022; Grabowski *et al.*, 2016; Moosa, 2002; Stulz, 1999, 1995; Keck *et al.*, 1998).

A taxa de atualização de investimentos desenvolvidos e implementados transnacionalmente, como os que ocorrem nesse âmbito em empresas multinacionais, devem refletir o custo de oportunidade do capital no melhor uso alternativo do capital com idêntico nível de risco. Tipicamente, aferido pela taxa de rendibilidade esperada praticada no mercado

¹⁶ Refira-se a este propósito o, para já, relativo insucesso da tentativa de harmonização da tributação à escala global das grandes empresas tecnológicas (veja-se, e.g., Casella and Souillard, 2022).

¹⁷ Inicialmente, os resultados de uma subsidiária de uma empresa transnacional, são objeto de tributação em sede de imposto sobre o rendimento, por parte da jurisdição do seu domicílio. Depois, uma fração dos resultados poderão, por opção da subsidiária ou determinação das autoridades de regulação e supervisão do seu domicílio legal, ficar retidos na subsidiária (por exemplo, a título de ‘reservas legais obrigatórias’), sendo o resíduo destinado como fundos a serem remetidos. Ainda assim, os fundos a remeter ainda poderão estar sujeitos a qualquer retenção por determinação das autoridades locais, por exemplo, em cumprimento de restrições legais à livre circulação de capitais. Assim, os *cash flows* relevantes para uma avaliação na ótica de empresa transnacional, são os fluxos de caixa que a empresa-mãe espera receber periodicamente durante o horizonte temporal da avaliação. Não os fluxos de *cash flow* gerados na empresa subsidiária, os quais só são relevantes para efeitos da sua própria avaliação. Na perspetiva da empresa transnacional, a viabilidade do investimento realizado na implantação de uma empresa subsidiária num país terceiro não depende do fluxo de *cash flow* gerado na subsidiária, mas sim do fluxo de recebimentos que a empresa-mãe receber como remuneração do investimento realizado.

¹⁸ Neste contexto, a entrada em vigor na Europa (e posteriormente em outras jurisdições fiscais mundiais), da reforma do regime de tributação do rendimento de “grupos de empresas multinacionais e os grandes grupos nacionais da EU” rendimentos superiores a 750 milhões de euros, pode vir a revelar-se como um fator mitigador do risco geoeconómico, se o exemplo da UE na rapidez na transposição para o direito vinculativo das novas regras acordadas no âmbito do acordo global sobre a reforma fiscal internacional em 2021, for seguido pelos restantes países (vejam-se a propósito Gentiloni, 2024 e Goldbach *et al.*, 2021).

financeiro em aplicações com perfil de risco, prazo e distribuição temporal dos fluxos financeiros, similares aos dos ativos financeiros a emitir para financiar o projeto.

A estimação do custo de oportunidade do capital próprio pode ser efetuada, entre outras abordagens, através do CAPM global, *world CAPM*, na designação anglo-saxónica, ou o CAPM segmentado / integrado, *segmented / integrated CAPM*, na designação anglo-saxónica (e.g., Koller *et al.*, 2020; O'Brien, 1999, 2014; Schramm e Wang, 1999; Fama, 1996).¹⁹

O modelo do '*world CAPM*' tem como pressuposto a perfeita integração de todos os mercados de capitais domésticos, estima o custo do capital próprio como:

Taxa de juro isenta de risco + $\beta \times$ Prémio de risco do mercado global, onde o coeficiente de risco sistemático (β) é estimado com base numa carteira de ativos bem diversificada global. Os resultados empíricos do método embora consistentes para mercados de capitais desenvolvidos, revelam-se ambíguos para mercados desenvolvidos de pequena dimensão e ilíquidos. Também não produz resultados consistentes em mercados emergentes.

O modelo do CAPM segmentado / integrado, estima o custo de capital mundial (k_{CM}) em três etapas:

1ª) Estimação do coeficiente de risco sistemático (β_M) e do k_{CM} como:

taxa de juro isenta de risco + $\beta_G \times$ Prémio de risco de mercado mundial.

2ª) Estimação do coeficiente de risco sistemático local (β_L) e do custo de capital local (k_{CL}) como:

taxa de juro isenta de risco local + $\beta_L \times$ Prémio de risco de mercado local.

3ª) Após uniformização em termos cambiais, o custo de capital é estimado como:

$$w \times k_{CM} + (1 - w) \times k_{CL}.$$

sendo o ponderador w , determinado por indicadores dos níveis de integração dos mercados, como sejam a magnitude dos fluxos de comércio internacional e o rácio da capitalização bolsista em relação ao produto interno bruto (vejam-se, e.g., Cayirli *et al.*, 2022; Arouri *et al.*, 2012; Bruner *et al.*, 2008; Campbell, 2008; Harvey, 2005).²⁰

¹⁹ Harvey (2005) discute 12 métodos diferentes para estimação do custo do capital próprio internacional. Para mais detalhes, vejam-se por exemplo Grabowski *et al.* (2016), Moosa (2002), e referências neles citadas.

²⁰ A evidência empírica documenta que modelos da avaliação de ativos de fator único, como o CAPM, tendem a descrever insatisfatoriamente a rentabilidade esperada das ações, a qual evidencia sensibilidade a outros fatores de risco para além do de mercado (e.g., Harvey *et al.*, 2016; Fama e French, 1993; Roll e Ross, 1980. Neste contexto, o recurso a modelos de múltiplos fatores risco não correlacionados para geração de rentabilidades de ativos, contribuem para melhorar o poder explicativo da variação das rentabilidades de amostras *cross-section* de ativos financeiros com risco (e.g., Fama e French, 2018, 1996; Arshanapalli *et al.*, 1998; Fama, 1996; Roll e Ross, 1994).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahn, J., Carton, B., Habib, A., Malacrino, D., Muir, D. & Presbitero, A. (2023). *Goeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment*. World Economic Outlook: A Rocky Recovery, Chapter 4: 91-114. International Monetary Fund, Washington (DC), USA.
- Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, C., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A., Kangur, A., Kunaratskul, T., Rodriguez, S., Ruta, M., Schulze, T., Soderberg, G. & Trevino, J. P. (2023). *Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism*. Research Department and Strategy, Policy, & Review Department Staff Discussion Notes No. 2023/001, International Monetary Fund, Washington (DC), USA.
- Amram, M. & Kulatilaka, N. 2000. Strategy and Shareholder Value Creation: The Real Options Frontier. *Journal of Applied Corporate Finance* 13(2): 15-28.
- Anderson, T. 2000. Real Options Analysis in Strategic Decision Making: An Applied Approach in a Dual Options Framework. *Journal of Applied Management Studies* 9(2): 235-255.
- Arouri, M. E. H., Nguyen, D. K. & Pukthuanthong, K. (2012). An International CAPM for Partially Integrated Markets: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Banking & Finance* 36(9): 2473-2493.
- Arouri, M., Teulon, F. & Rault, C. 2013. Equity Risk Premium and Regional Integration. *International Review of Financial Analysis* 28: 79-85.
- Arshanapalli, B. G., Coggin, T. D. & Doukas, J. (1998). Multifactor Asset Pricing Analysis of International Value Investment Strategies. *The Journal of Portfolio Management* 24(4): 10-23.
- Barahona, R., Driessen, J. & Frehen, R. (2021). Can Unpredictable Risk Exposure Be Priced? *Journal of Financial Economics* 139(2): 522-544.
- Bartlett, C. A. (2016). *Unilever's New Global Strategy: Competing through Sustainability*. Harvard Business School Publishing, Caso de Estudo nº 9-916-414.
- Bartlett, C. A. & Ghoshal, S. (1998). *Managing Across Borders. The Transnational Solution*. Harvard Business School Press, Cambridge (MA), EUA.
- Bell, L., Correia da Silva, L. & Preimanis, A. 2006. *The Cost of Capital: An International Comparison*. Oxera Consulting Ltd, London Stock Exchange, and City of London, Reino Unido.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance*, 4ª Ed. Pearson Education, Harlow, Reino Unido.
- Bernardo, A. & Chowdhry, B. (2002). Resources, Real Options, and Corporate Strategy. *Journal of Financial Economics* 63(2): 211-234.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2016). *Economics of Strategy*, 7ª Ed. John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), EUA.
- Bierman Jr., H. & Smidt, S. (2007a). Foreign Investments. Em *The Capital Budgeting Decision - Economic Analysis of Investment Projects*, 9ª Ed., Capítulo 13: 290-302. Routledge, New York (NY), EUA.
- Bierman Jr., H. & Smidt, S. (2007b). *Advanced Capital Budgeting - Refinements in the Economic Analysis of Investment Projects*. Routledge, New York (NY), EUA.
- Birshan, M., Dye, R. & Hall, S. (2011). *Creating More Value with Corporate Strategy*. McKinsey Global Survey results, McKinsey & Company.
- Birshan, M., Seth, I. & Sternfels, B. (2022). *Strategic Courage in an Age of Volatility*. McKinsey Quarterly, McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.
- Blackwill, R. D. & Harris, J. M. (2016). *War by Other Means – Geoeconomics and Statecraft*. Harvard University Press, Cambridge (MA), EUA.
- Booth, L.D. (1982). Capital Budgeting Frameworks for the Multinational Corporation. *Journal of International Business Studies* 13(2): 113-123.

- Bowman, E. & Hurry, D. (1993). Strategy Through the Option Lens: An Integrated View of Resource Investments and the Incremental Choice Process. *Academy of Management Review* 18(4): 760-782.
- Bowman, E. & Moskowitz, G. (2001). Real Options Analysis and Strategic Decision Making. *Organization Science* 12(6): 772-777.
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. 2020. *Principles of Corporate Finance*, 13^a Ed. McGraw-Hill Education, New York (NY), EUA.
- Brennan, L. (2018). How Netflix Expanded to 190 Countries in 7 Years. *Harvard Business Review* Digital Article n° H04-LEY.
- Brooks, R. & M. Del Negro. 2006. Firm-Level Evidence on International Stock Market Comovement. *Review of Finance* 10(1): 69-98.
- Brotherson, W., K. Eades, R. Harris & R. Higgins. 2013. 'Best Practices' in Estimating the Cost of Capital: An Update. *Journal of Applied Finance* 23(1): 1-19.
- Bruner, R. F., Li, W., Kritzman, M, Myrgren, S. & Page, S. (2008). Market Integration in Developed and Emerging Markets: Evidence from the CAPM. *Emerging Markets Review* 9: 89-103.
- Buckley, A. (1996), International Capital Budgeting, Real Operating Options and FDI. *Managerial Finance* 22(1): 19-40.
- Buckley, A. (2004). *Multinational Finance*, 5^a Ed. Pearson Education Limited, Harlow, Reino Unido.
- Caldara, D. & Iacoviello, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review* 112(4): 1194-1225.
- Campbell, J. 2008. Viewpoint: Estimating the Equity Premium. *The Canadian Journal of Economics* 41(1): 1-21.
- Casella, B. & Souillard, B. (2022). A New Framework to Assess the Fiscal Impact of a Global Minimum Tax on FDI. *Transnational Corporations* 29(2): 99-135. UNCTAD, Geneva, Switzerland.
- Cayirli, O., Kayalidere, K. & Aktas, H. (2022). Asset Pricing in a Multifactor Setting. *Borsa Istanbul Review* 22(6): 1062-1068.
- Chance, D. M. & Peterson, P. P. (2002). *Real Options and Investment Valuation*. The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research, Virginia (VA), EUA.
- Charan, R., Huber, C. & Usher, O. (2024). *How CEOs Can Mitigate Compounding Risks*. Strategy & Corporate Finance Practice, McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.
- Chelley-Steeley, P. & J. Steeley. 1999. Changes in the Comovement of European Equity Markets. *Economic Inquiry* 37(3): 473-488.
- Conroy, R. & R. Harris. 2011. Estimating Capital Costs: Practical Implementation of Theory's Insights. Em K. Baker e J. Martin, Editores, *Capital Structure and Financing Decisions: Theory and Practice*, Capítulo 11: 191-210. John Wiley & Sons Hoboken (NJ), EUA.
- Copeland, T. (2003). Valuation in Practice. Em L. Keuleneer e W. Verhoog, Editores. *Recent Trends in Valuation - From Strategy to Value*, Capítulo: 3: 35-85. John Wiley & Sons, Chichester, Reino Unido.
- Copeland, T., Weston, J. F. & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*, 4^a Ed. Pearson Addison Wesley, Boston (MA), EUA.
- Damodaran, W. (2012). *Investment Valuation*, 3^a Ed. John Wiley & Sons, New Jersey (NJ), EUA.
- Davies, R. B. & Markusen, J. R. (2020). *The Structure of Multinational Firms' International Activities*. NBER Working Paper, No. 26827. National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA), USA; DOI: 10.3386/w26827.
- Dimson, E., P. Marsh & M. Staunton. 2008. The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle. Em R. Mehra, Editor. *Handbook of the Equity Risk Premium*, Capítulo 11: 467-514. Elvevier, Amsterdam, Países Baixos.

- El-Erian, M. A. (2023). *Fragmented Globalization*. Project Syndicate Mars 8th, <https://www.project-syndicate.org/commentary/globalization-not-ending-but-becoming-more-fragmented-by-mohamed-a-el-erian-2023-03>, acessado 18 janeiro 2024.
- Engle, R. F. & Campos-Martins, S. (2023). What Are the Events That Shake Our World? Measuring and Hedging Global COVOL. *Journal of Financial Economics* 147(1): 221-242.
- Erel, I., Jang, Y. & Weisbach, M. S. (2020). *The Corporate Finance of Multinational Firms*. NBER Working Paper, No. 26762. National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA), USA; DOI: 10.3386/w26762.
- Fama, E. F. (1996). Multifactor Portfolio Efficiency and Multifactor Asset Pricing. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(1996): 441-465.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33(3): 3-56.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance* 51(1): 55-84.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2018). Choosing Factors. *Journal of Financial Economics* 128(2): 234-252.
- Fernandez, P. (2002). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories. *Managerial Finance* 33 (11): 853-876; DOI: <https://doi.org/10.1108/03074350710823827>.
- Fisman, R., Knill, A., Mityakov, S. & Portnykh, M. (2022). Political Beta. *Review of Finance* 1179-1215; DOI: <https://doi.org/10.1093/rof/rfac012>.
- Fjäder, C., Helwig, N. & Wigell, M. (2021). *Recognizing 'Goeconomic Risk' - Rethinking Corporate Risk Management for the Era of Great-Power Competition*. Geoeconomics Series Briefing Paper No. 314, Finnish Institute of International Affairs, Helsinki.
- Froot, K. A. & Kester, W. C. 1997. *Cross-Border Valuation*. Harvard Business School Publishing, Background Note nº 9-295-100.
- Geddes, L., Haider, Z. & White, O. (2023). *How to Develop Geopolitical Resilience*. Inside the Strategy Room, McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.
- Gentiloni, P. (2024). *Hoje Começa Uma Nova Era Para a Tributação das Sociedades na EU*. Comissão Europeia, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/ip_23_6712, acessado em 28 de janeiro 2024.
- Gilson, S. (2010). Closing the Value Gap: A Simple Framework for Analyzing Corporate Restructuring. Em S. Gilson, *Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, 2ª Ed., Appendix A: 781-784. John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), EUA.
- Girod, S. & Whittington, R. (2017). Reconfiguration, Restructuring and Firm Performance: Dynamic Capabilities and Environmental Dynamism. *Strategic Management Journal* 38: 1121-1133.
- Goetzmann, W. & Ibbotson, R. (2008). History and the Equity Risk Premium. Em R. Mehra, Editor. *Handbook of the Equity Risk Premium*, Capítulo 11: 467-514. Elsevier, Países Baixos.
- Goldbach, S., Møen, J., Schindler, D., Schjelderup, G. & Wamser, G. (2021). The Tax-efficient use of Debt in Multinational Corporations. *Journal of Corporate Finance* 71: 102119; DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102119>
- Grabowski, R., Harrington, J. & Nunes, C. (2016). *2016 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital*. John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), EUA.
- Graham, J. & Harvey, C. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics* 60(2-3): 187-243.
- Grant, A., Haider, Z. & Levy, A. (2021). *How Global Companies Can Manage Geopolitical Risk*. Risk & Resilience Practice, McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.

- Grant, A., Haider, Z. & Mieszala, J.-C. (2022). *How to Build Geopolitical Resilience Amid a Fragmenting Global Order*. McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.
- Grant, A., Haider, Z. & Raufuss, A. (2023b). *Black Swans, Gray Rhinos, and Silver Linings: Anticipating Geopolitical Risks (and Openings)*. Risk & Resilience Practice, McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.
- Grant, A., Haider, Z. & Stanley, J. (2023a). *Geopolitical Risk: Navigating a World in Flux*. The McKinsey Podcast, McKinsey Global Publishing, McKinsey & Company.
- Harvey, C. (2005). *12 Ways to Calculate the International Cost of Capital*. Unpublished working paper, Duke University (NC), EUA.
- Harvey, C. R., Liu, Y. & Zhu, H. (2016). ... and the Cross-Section of Expected Returns. *The Review of Financial Studies* 29(1): 5-68.
- Ioulianou, S. P., Leiblein, M. J. & Trigeorgis, L. (2020). Multinationality, Portfolio Diversification, and Asymmetric MNE Performance: The Moderating Role of Real Options Awareness. *Journal of International Business Studies* 52: 388-408.
- Ioulianou, S., Trigeorgis, L. & Driouchi, T. (2017). Multinationality and Firm Value: The Role of Real Options Awareness. *Journal of Corporate Finance* 46: 77-96.
- Joliet, R. & Muller, A. (2013). Capital Structure Effects of International Expansion. *Journal of Multinational Financial Management* 23(5): 375-393.
- Kabaivanov, S., Markovska, V. & Milev, M. (2013). *Using Real Options Analysis to Support Strategic Management Decisions*. Proceedings 1570, 87, da AIP 39° International Conference Applications of Mathematics in Engineering and Economics AMEE13; DOI: 10.1063/1.4854746.
- Kale, J., Noe, T. & Ramirez, G. (1991). The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance* 46(5): 1693-1715.
- Keck, T., Levengood, E. & Longfield, A. (1998). Using Discounted Cash Flow Analysis in an International Setting: A Survey of Issues in Modeling the Cost of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 11(3): 82-99.
- Kester, W. C. & Morley, J. (1992). *Note on Cross-Border Valuation*. Harvard Business School Publishing, Background Note n° 9-292-084.
- Keuleneer, L. & W. Verhoog. (2003). Strategic Valuation: The Relationship between Strategy, Valuation Techniques and Options. Em L. Keuleneer e W. Verhoog, Editors. *Recent Trends in Valuation - From Strategy to Value*, cap. 1:1-6. John Wiley & Sons, Chichester, Reino Unido.
- Kitsing, M. (2022). Geopolitical Risk and Uncertainty: How Transnational Corporations Can Use Scenario Planning for Strategic Resilience. *Transnational Corporations Review* 14(4): 339-352.
- Klement, J. (2021). Geo-Economics: The Interplay Between Geopolitics, Economics, and Investments. CFA Institute Research Foundation. Available at: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2021/geo-economics-full.pdf>.
- Kogut, B. & Kulatilaka, N. (2001). Capabilities as Real Options. *Organization Science* 12(6): 661-777; DOI:10.1287/orsc.12.6.744.10082.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2020). Global, International, and Local CAPM. *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*, 7ª Ed., Appendix G. John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), EUA.
- Lessard, D.R. (1985). Evaluating International Projects: An Adjusted Present Value Approach. Em D.R. Lessard, Editor. *International Financial Management*, 2ª Ed, Capítulo 34: 570-584. Wiley, New York (NY), EUA.
- Lesser, J. & Nicholson, E. 2009. Abandon All Hope? FERC's Evolving Standards for Identifying Comparable Firms and Estimating the Rate of Return. *Energy Law Journal* 30(105): 105-132.

- Luehrman, T. (1998a). Strategy as a Portfolio of Options. *Harvard Business Review* 76(5) (September-October): 89-99.
- Luehrman, T. (1998b). Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers. *Harvard Business Review* 76(4) (July-August 1998): 51-67.
- Madura, J. (2021a). Multinational Capital Budgeting. Em *International Financial Management* 14^a Ed., Capítulo 14: 435-474. Cengage Learning, Boston (MA), EUA.
- Madura, J. (2021b). Multinational Capital Structure and Cost of Capital. Em *International Financial Management* 14^a Ed., Capítulo 17: 525-549. Cengage Learning, Boston (MA), EUA.
- Maeseneire, W. D. & Keuleneer, L. (2003). Valuation of Companies: Discounted Cash Flow, Adjusted Present Value, Decision-Tree Analysis and Real Options. Em L. Keuleneer & W. Verhoog, Editors. *Recent Trends in Valuation - From Strategy to Value*, Chapter 2: 7-34. John Wiley & Sons, Chichester, Reino Unido.
- McDonald, R. L. (2006). The Role of Real Options in Capital Budgeting: Theory and Practice. *Journal of Applied Corporate Finance* 18(2): 28-39.
- Moosa, I. A. (2002). *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*. Palgrave Macmillan, New York (NY), EUA.
- O'Brien, T. (1999). The Global CAPM and a Firm's Cost of Capital in Different Currencies. *Journal of Applied Corporate Finance* 12(3): 73-79.
- O'Brien, T. (2014). International Cost of Capital and Capital Budgeting. Em *Applied International Finance: Managing Foreign Exchange Risk and International Capital Budgeting*, Part II: 125-243. Business Expert Press, New York (NY), EUA.
- Pratt, S. & Grabowski, R. 2014. *Cost of Capital - Applications and Examples*, 5^a Ed. John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), EUA.
- Ragozzino, R., Reuer, J. & Trigeorgis, L. (2016). Real Options in Strategy and Finance: Current Gaps and Future Linkages. *Academy of Management Perspectives* 30(4): 428-440.
- Rice, C. & Zegart, A. (2018). *Political Risk - How Businesses and Organizations Can Anticipate Global Insecurity*. Twelve, New York (NY), EUA.
- Rogers, J. (2009). Developments in Strategy. Em *Strategy, Value and Risk - The Real Options Approach*, 2^a Ed., Chapter 5: 45-51. Palgrave Macmillan, New York (NY), EUA.
- Roll, R. & Ross, S. (1980). An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory. *The Journal of Finance* (35):1073-1103.
- Roll, R. & Ross, S. (1994). On the Cross-Sectional Relation between Expected Returns and Betas. *The Journal of Finance* 49(1): 101-121.
- Roubini, N. (2022). *From Great Moderation to Great Stagflation*. Project Syndicate, Agosto 9, 2022; Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/great-stagflation-has-replaced-great-moderation-by-nouriel-roubini-2022-08>.
- Ruback, R. (1995). *An Introduction to Cash Flow Valuation Methods*. Background Note No. 295-155, October revision, Harvard Business School, Boston (MA), EUA.
- Scholvin; S. & Wigell, M. (2019). Geo-Economic Power Politics: An Introduction. Em M. Wigell, S. Scholvin, & M. Aaltola, Editors. *Geo-Economics and Power Politics in the 21st Century - The Revival of Economic Statecraft*, Cap. 1: 1-13. Routledge, Abingdon, Reino Unido.
- Schramm, R. & Wang, H. N. (1999). Measuring the Cost of Capital in an International CAPM Framework. *Journal of Applied Corporate Finance* 12(3): 63-72.
- Seong, J., White, O., Birshan, M., Woetzel, L., Lamanna, C., Condon, J. & Devesa, T. (2024). *Geopolitics and the Geometry of Global Trade*. McKinsey Global Institute Report, McKinsey & Company.

- Shapiro, A. C. & Hanouna, P. (2019). *Multinational Financial Management*, 11^a Ed. John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), EUA.
- Stulz, R. M. (1995). Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital: The Case of Nestle. *Journal of Applied Corporate Finance* 8(3): 30-38.
- Stulz, R. M. (1999). Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 12(3): 8-25.
- Szpiro, D. A. & Dimnik, T. (1996). Capital Budgeting in Multinational Organizations: Exploring the Strategic Context. *Managerial Finance* 22(1): 58-74.
- Titman, S. & Martin, J. (2016). *Valuation - The Art and Science of Corporate Investment Decisions*, 3^a Ed. Pearson Education, Boston (MA), EUA.
- Trigeorgis, L. & Reuer, J. J. (2017). Real Options Theory in Strategic Management. *Strategic Management Journal* 38: 42-63.
- Trinh, T. H. & Thao, L. T. N. (2017). Corporate Valuation Modeling for Strategic Financial Decisions. *Asian Economic and Financial Review* 7(12): 1153-1166.
- Wigell, M., Borchert, H., Christie, E. H., Fjäder, C. & Hartwig, L.-H. (2022). *Navigating Geoeconomic Risks - Towards an International Business Risk and Resilience Monitor*. FIIA Report 71, Finnish Institute of International Affairs, and European Commission's Directorate-General for Reform Support (DG REFORM).