Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Murilo Torres Margara da Silva

Implicações de um processo de F&A *cross-border*: Análise dos ganhos econômicos e sociais para economias emergentes

São Paulo
2015

Murilo Torres Margara da Silva

Implicações de um processo de F&A *cross-border*: Análise dos ganhos econômicos e sociais para economias emergentes

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora:
Prof. Camila de Freitas Souza Campos

São Paulo
2015

Silva, Murilo Torres Margara
Implicações de um processo de F&A cross-border: Análise dos ganhos econômicos e sociais economias emergentes/Murilo Torres Margara da Silva – São Paulo: Insper, 2015.
49f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof.ª Camila de Freitas Souza Campos

1. Fusões e Aquisições 2. Investimento Direto Estrangeiro 3. Globalização 4. Regulamentação

Murilo Torres Margara da Silva

Implicações de um processo de F&A *cross-border*: Análise dos ganhos econômicos e sociais para economias emergentes

Monografia apresentada à Faculdade de Economia do Insper, como requisito parcial para conclusão do curso de graduação em Economia.

Aprovado em Julho de 2015

EXAMINADORES

Prof. Dra.Camila de Freitas Souza Campos
Orientadora

Prof. Dr. Gino Abraham Olivares Leandro
Examinador

Prof. Dr. Guilherme Fowler A. Monteiro
Examinador(a)

Agradecimento

Primeiramente, gostaria de agradecer minha família por sempre ter acompanhado minha jornada de perto e me apoiado desde o início. Em especial, aos meus pais Eduardo Margara e Debora Margara, que viabilizaram minha vontade de ser graduado pelo Insper.

Agradeço também aos amigos que formei durante esses anos, a caminhada é mais agradável quando não se está sozinho.

Ainda, agradeço os professores aos quais tive o prazer de conhecer e que de uma forma ou de outra influenciaram na minha formação.

Por fim, à professora Camila de Freitas, pelo cuidado e disponibilidade de me orientar.

Dedicatória

Aos meus pais.

Resumo

SILVA, Murilo T. M. Implicações de um processo de F&A *cross-border*: Análise dos ganhos econômicos e sociais para economias emergentes. São Paulo, 2015. 48f. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Este trabalho busca compreender a relevância do processo de investimento direto estrangeiro (através de fusões e aquisições *cross-border*) para o desenvolvimento econômico de países emergentes e desenvolvidos. Através da revisão da literatura acerca deste tema, apresenta-se argumentos e dados que justificam o entendimento de que esses investimentos geram benefícios de longo prazo para todas as partes envolvidas. Embora existam custos de curto prazo, os ganhos diretos, macroeconômicos, fiscais e de produtividade (além das externalidades positivas e outros benefícios) fazem com que o ganho líquido seja positivo, justificando o movimento de expansão desses investimentos observado nas últimas décadas.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições, Investimento Direto Estrangeiro, Globalização, Regulamentação.

Abstract

SILVA, Murilo T. M. Implications of cross-border M&As: An analysis of the social-economic gains for emerging economies. São Paulo, 2015. 48f. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

This paper seeks to understand the importance of foreign direct investment (through cross-border mergers and acquisitions) for the economic development of emerging and developed countries. By reviewing the literature on the subject, this work presentes arguments and data that justifies the understanding that such investments generate long-term benefits for all parties. Although there are short-term costs, the gains in productivity, direct investment, macroeconomic variables and in fiscal terms far outweigth such costs, justifying the expansion of these investments, which was observerd in recent decades.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Direct Foreign Investment, Globalization, Regulation.

Sumário

1 Introdução **9**

2 Revisão da Literatura **13**

2.1 Investimento Direto Estrangeiro e F&A 13

2.2 IDE vs. Exportação e Licenciamento 13

2.2.1 Custos de Transporte 14

2.2.2 Imperfeições de Mercado 14

2.2.3 Comportamento Estratégico 15

2.2.4 Ciclo de Vida do Produto 15

2.2.5 Vantagens Locais Específicas 15

2.2.6 Decisão por IDE 15

2.3 Razões para Investimento Direto Estrangeiro 16

2.4 Escolha do País Receptor 17

2.5 Efeitos Econômicos dos Investimentos Estrangeiros 17

2.4.1 Revisão da Literatura Teórica 18

2.4.1.1 Efeitos 19

2.4.1.2 Externalidades 19

2.4.1.3 Benefícios 20

2.4.1.4 Custos 21

2.4.1.5 Políticas Governamentais 22

2.4.2 Revisão da Literatura Prática 22

2.6 IDEs no Brasil 26

3 Conclusão **29**

REFERÊNCIAS **31**

1 Introdução

O processo de integração econômica, social e política no âmbito internacional é chamado de globalização. Um dos principais fatores de sua propagação é a forte concorrência entre empresas no contexto de mercado, segundo (Garrett, 2000). Essa concorrência exige a constante busca pelo aperfeiçoamento dos produtos e processos produtivos das diferentes firmas, tendo como finalidade a criação (e preservação) de vantagens competitivas. Entretanto, fatores domésticos de produção (como capital e tecnologia) nem sempre são suficientes para gerar essa vantagem, o que leva à busca de recursos no mercado internacional (globalização).

A globalização, portanto, expandiu o comércio internacional na medida em que empresas negociam a compra e venda de fatores de produção em escala global. Uma das consequências dessa expansão foi a intensificação da mobilidade do trabalho e, com ela, o aumento da competição nesse mercado, também incorrendo no aumento da produtividade da mão-de-obra e redução de seu custo.

Porém, o comércio internacional não é o único vetor de globalização. De fato, o intercâmbio cultural e político também são influências relevantes nesse processo. Entretanto, o foco deste trabalho é explorar o aspecto econômico e social desse fenômeno, e, nesse contexto, analisa-se o seu principal agente: o **investimento direto estrangeiro** (IDE).

O investimento direto estrangeiro se refere aos investimentos realizados por empresas estrangeiras no país através da formação de multinacionais. Esses investimentos constituem importante força de crescimento econômico, aumentando a capacidade produtiva, inovação tecnológica e qualidade das técnicas administrativas dos países receptores, além de muitas outras externalidades.

Embora o tema de investimentos estrangeiros estivesse presente nos textos dos primeiros pensadores econômicos, o seu desenvolvimento mais rigoroso se inicia apenas em (Ohlin, 1993). Com efeito, uma análise minuciosa exige identificar o principal componente dos IDE. Segundo (Lacerda, 2003), esse componente é composto pelas operações de **fusão e aquisição** (F&A), e se estima que 90% dos investimentos estrangeiros em ambiente global sejam diretamente ligados a esse tipo de procedimento. Esse volume pode ser explicado pela rápida dinâmica de mercado, tornando investimentos em empresas já estabelecidas mais

atrativos que investimentos *green-field*, nos quais a matriz inicia suas atividades em outro país sem alguma estrutura original.

Os resultados dos investimentos estrangeiros muitas vezes culminam na criação de grandes organizações, que, em geral, elevam a qualidade de vida dos trabalhadores e dos consumidores dos países afetados. Especificamente, esses países vivenciam maior crescimento de longo-prazo, aumento do número de empregos e aumento salarial, maior número de ativos fixos, difusão (*spillover*) de conhecimento e tecnologia, diversificação de produtos e aumento de sua qualidade, além da queda de seus preços. Esses benefícios se traduzem na elevação do crescimento do comércio mundial, que vem ocorrendo nas últimas décadas, aumentando o nível de interdependência entre os países.

De fato, a partir da metade do século XX, as grandes empresas de países desenvolvidos começaram a transferir parte de suas atividades para outros países, em especial para os subdesenvolvidos. E, hoje, estima-se que existam cerca 40 mil multinacionais no mundo, onde a maioria possui matriz em países desenvolvidos e receitas maiores que o produto interno bruto (PIB) de alguns países.

No Brasil, as multinacionais começaram a ganhar relevância no mandato de Juscelino Kubitschek (1956-1961). Na época, acreditava-se que para ampliar o desenvolvimento econômico brasileiro, seria necessária a participação de capital estrangeiro. Dessa forma, o governo criou incentivos para atrair montadoras automobilísticas estrangeiras, como Toyota, Volkswagen e Willys. Como consequência, o Brasil vivenciou um grande aumento em sua industrialização e crescimento econômico, atraindo ainda outras empresas para o mercado nacional.

A década de 90, no Brasil, também foi marcada foi marcada por mudanças estruturais e institucionais significativas quanto à inserção do país a níveis globais. A abertura comercial decorrente dessas mudanças foi benéfica para o país, pois intensificou o processo de fusões e aquisições, dando origem à grandes multinacionais e ao aperfeiçoamento do mercado de produtos e serviços brasileiro. E, atualmente, o Brasil possui diversas multinacionais no mundo:

Tabela 1: Número de multinacionais brasileiras em outros países

Posição	País	Número de Empresas Brasileiras no país
1	Estados Unidos	39
2	Argentina	33

3	Chile	28
4	Uruguai	24
5	Colômbia, Peru	23
6	México	22
7	China	19
8	Venezuela	16
9	Paraguai, Portugal	15

Fonte: Ranking FDC das Multinacionais Brasileiras 2014

Todavia, o processo de F&A nem sempre é benéfico para o país receptor, pois empresas estrangeiras não possuem os mesmos incentivos (que empresas nacionais) para considerar o custo das externalidades advindas do processo industrial, os efeitos sociais de sua expansão em outros mercados e a alocação do lucro obtido através de sua atuação no país.

Dessa maneira, a compreensão dos efeitos reais de investimentos diretos estrangeiros num país - dada em sua maioria por operações de fusão e aquisição, é de vital importância para o seu direcionamento político e planejamento econômico.

Em conclusão, devido à escassez literária deste tema no Brasil, e à notável quantidade de capital envolvido nos investimentos estrangeiros, acredita-se que a revisão da literatura internacional acerca dos impactos de IDE nos países receptores seja de grande importância para o entendimento dos efeitos econômicos e sociais desses investimentos para o caso brasileiro.

Deste modo, o restante dessa monografia explora as definições de IDE e F&A, discutindo diferentes abordagens, nomenclaturas e teorias. Além disso, discute-se os impactos econômicos desses investimentos e as políticas decorrentes desta análise.

Na seção 2 apresenta-se os principais conceitos relacionados à investimentos estrangeiros, suas consequências e políticas decorrentes do processo, e os artigos acadêmicos de vital importância para essa área de estudo. Especificamente, na seção 2.1 explora-se a definição de IDE e F&A. Na seção 2.2 compara-se outras modalidades de investimento, justificando-se suas diferenças em relação aos investimentos diretos estrangeiros, e os motivos da popularidade deste.

Em seguida, na seção 2.3, explora-se as razões para esses investimentos, e, na seção 2.4, explora-se os principais fatores na escolha dos países que recebem esses aportes de capital. Na seção 2.5 são apresentados artigos teóricos e empíricos que exploram os efeitos econômicos dos IDEs, e os custos e políticas governamentais associadas.

Finalmente, na seção 2.6 apresenta-se um breve histórico dos investimentos estrangeiros no Brasil e, na seção 3, exibe-se a conclusão deste trabalho.

2 Revisão da Literatura

Para entender os movimentos das F&As *cross-border*, analisa-se a literatura relacionada, apresentando-se definições dos principais conceitos envolvidos, dos impactos desses investimentos nas economias receptoras, nas suas empresas, na empresa investidora e em seu país. Além disso, compara-se outras modalidades de investimento e argumenta-se a popularidade dos IDEs. Em adição, explora-se casos envolvendo a Costa Rica e a Venezuela, os custos dos investimentos e as políticas resultantes de todo o processo.

2.1 Investimento Direto Estrangeiro e F&A

Investimento direto estrangeiro (IDE) é todo aporte de capital vindo do exterior e aplicado na estrutura produtiva doméstica de um país, tanto na forma de participação acionária em empresas já existentes, quanto na criação de novas empresas.

O IDE também pode ser dividido em duas categorias: IDE vertical e IDE horizontal. O investimento vertical ocorre quando uma empresa replica seu processo produtivo em outra parte do mundo. Já o horizontal acontece quando há quebra da cadeia produtiva, isto é, na situação em que a empresa separa seus processos de produção em diferentes partes do mundo.

Como esse tipo de investimento é composto em quase sua totalidade por fusões e aquisições, define-se abaixo esses processos.

Uma fusão consiste em uma operação envolvendo duas ou mais empresas (geralmente do mesmo porte) que mesclam seus patrimônios a fim de formar uma nova sociedade, como no caso da cervejaria belgo-brasileira ABInBev. Uma aquisição, entretanto, consiste na compra de uma empresa por outra, como na compra do banco BTG Pactual pelo banco suíço BSI.

Munidos dessas definições, nas próximas seções entende-se a escolha dessa modalidade de investimento, e, analisa-se o impacto dos investimentos diretos estrangeiros (através de fusões e aquisições) do ponto de vista de diversos autores.

2.2 IDE vs. Exportação e Licenciamento

Ao decidir realizar investimentos além de suas fronteiras iniciais de atuação, uma firma deve considerar diferentes modelos para a aplicação de seu capital: Investimento Direto Estrangeiro, Exportação e Licenciamento.

O modelo de exportação é aquele onde o produto é fabricado no país de origem, e a firma exporta-o para o mercado de interesse, investindo apenas na estrutura necessária para exportação e venda de sua fabricação. Já o paradigma de licenciamento é aquele onde a empresa estrangeira arrenda parte de sua propriedade intelectual (como nome de marca, imagens, patentes) para que uma empresa local use em seu produto ou serviço, obtendo lucro através de *royalties*.

A escolha entre esses modelos de investimento não é intuitiva e é de grande importância para o sucesso de um empreendimento internacional. Dessa maneira, analisa-se os elementos cardinais para essa tomada de decisão.

De acordo com (Aswathappa, 2008), os principais fatores a se considerar são: custos de transporte, imperfeições de mercado, comportamento estratégico, ciclo de vida do produto e vantagens de localização.

2.2.1 Custos de Transporte

Quando custos de transporte são adicionados aos custos de produção, o envio de produtos para regiões mais distantes muitas vezes não é lucrativo, de modo que a produção no local em que se deseja comercializar o bem passe a ser mais vantajosa (e lucrativa), como no caso de bebidas e cimentos. Para produtos como eletrônicos e computadores, a exportação ou licenciamento torna-se mais competitiva, pois a manufatura desses bens envolve mão de obra altamente especializada e o custo de transporte torna-se reduzi em relação ao custo de produção.

2.2.2 Imperfeições de Mercado

As imperfeições de mercado são um dos fatores mais importantes para a escolha do modelo de investimento direto estrangeiro. As imperfeições relevantes para essa decisão surgem em duas circunstâncias:

1. Quando há impedimentos às exportações, especificamente através de impostos ou quotas;
2. Quando há algum impedimento para a venda ou transferência de conhecimento (*expertise* ou *know-how*).

Nestes casos, a rentabilidade dos IDEs é maior do que a das exportações e licenciamento, pois essa modalidade permite evadir essas restrições.

2.2.3 Comportamento Estratégico

Os modelos de investimento estrangeiro podem ser vistos como reflexo das estratégias de empresas em um mercado oligopolista. Um aspecto crucial dessas empresas é que suas ações impactam fortemente as concorrentes. Ou seja, quando uma empresa aumenta ou diminui o preço de seus produtos suas concorrentes também o fazem. Analogamente, isso explica o movimento de expansão para novos territórios, já que se uma empresa expande suas atividades para certo país, suas concorrentes provavelmente fazem o mesmo.

2.2.4 Ciclo de Vida do Produto

Geralmente, empresas que são pioneiras no lançamento de um produto em seu próprio país são as mesmas a lançarem este produto no mercado estrangeiro. Desse modo, quando o produto atinge sua maturidade (ou até mesmo antes), essas empresas procuram investir em outros países cuja demanda pelo produto seja suportada pelo crescimento da economia.

2.2.5 Vantagens Locais Específicas

(Dunning, 1988) argumenta que localização é um dos fatores explicativos para a natureza dos investimentos estrangeiros. O autor explica que as empresas devem utilizar os recursos estrangeiros para gerar vantagens competitivas. Através das diferentes dotações de recursos naturais, fatores de produção e preços, empresas podem gerar valor. Essas diferenças de fatores são justamente explicadas pela localização do mercado externo.

2.2.6 Decisão por IDE

Para a melhor compreensão dos fatores acima, perceba que a vantagem competitiva de muitas empresas decorre de sua expertise tecnológica, de marketing ou de gerenciamento. Usualmente, a expertise em tecnologia possibilita a produção de produtos superiores, assim como o melhoramento de seu processo produtivo. A expertise em marketing possibilita que a empresa se posicione melhor no mercado, enquanto a expertise em gerenciamento se refere à capacidade de a firma coordenar proficientemente a sua estrutura organizacional, o seu controle e planejamento de sistemas e sua manutenção de estoque, entre outros.

Além disso, de acordo com a teoria econômica, há três razões para que o mercado não venda essa expertise ou licencie produtos com esse tipo de conhecimento. A primeira se refere à possibilidade desse conhecimento diferenciado ser utilizado diretamente pelos concorrentes da empresa, ou seja, que essa expertise não possa ser devidamente protegida. Em segundo, a

venda desse *know-how* não está atrelada ao controle sobre a manufatura, marketing e estratégia de venda do produto relacionado, de modo que esse conhecimento pode ser utilizado de maneira não ótima. Por fim, o licenciar de como uma empresa faz negócios, no que tange habilidades técnicas e operacionais, são de difícil decodificação. Em geral, demora-se anos para que uma empresa desenvolva estas habilidades e a absorção dessa expertise para a economia receptora pode não ser imediata, em função de uma mão-de-obra ainda não treinada.

Por esses motivos, acredita-se que o investimento estrangeiro direto seja preferível ao licenciamento ou às exportações.

2.3 Razões para Investimento Direto Estrangeiro

Compreendeu-se anteriormente que investimentos estrangeiros são importantes para as empresas e que o IDE é a modalidade com maior atratividade. Nesta subseção, apresenta-se argumentos que motivam esses investimentos.

Segundo (Dunning, 1988), existem quatro motivos principais para que uma firma realize investimentos *cross-border*: *resource seeking, market seeking, asset seeking* e *efficiency seeking*.

Resource seeking se refere à estratégia na qual a firma busca obter recursos específicos a baixo custo para a produção de um determinado bem. Esse tipo de tática de investimento tende a gerar vínculos fracos com as economias receptoras, e as exportações provenientes desse investimento são as principais contribuições para essas economias.

Market seeking é quando uma firma busca acesso a um novo mercado para que, no futuro, este mercado facilite o acesso a países vizinhos. Desse modo, compreende-se que esse método busque a entrada em novos mercados ou novos segmentos, a eliminação de concorrentes, a aquisição de um cliente ou fornecedor chave, e o melhoramento da imagem da empresa ou a reestruturação societária.

Já *asset seeking* ocorre quando uma empresa estrangeira deseja aplicar seus recursos em uma empresa já existente no mercado através de um processo de aquisição. Essa estratégia caracterizou a década de 90 no Brasil.

Finalmente, o *efficiency seeking* tem por objetivo gerar economias de escala e especialização nos mercados em que investe, elevando o número de produtos disponibilizados e reduzindo seus custos.

Por outro lado, (Coriat & Orsi, 2003) argumenta que empresas realizam fusões e aquisições *cross-border* para desenvolver novos produtos para mercados já existentes

(aumentando a concorrência) e para desenvolver ou ampliar mercados através da distribuição de produtos já existentes. Desse modo, essas empresas obtêm maior controle sobre os fornecedores, aumentam o reconhecimento e exposição de suas marcas, melhoram a sua habilidade gerencial, obtém economia de escala, adquirem novas tecnologias, patentes e capacitação de produto e desenvolvimento (P&D).

2.4 Escolha do País Receptor

Dos inúmeros fatores que determinam a escolha do país no qual uma firma deve investir, destacam-se as vantagens de: propriedade, localização e internalização.

A vantagem de propriedade depende da existência de ativos específicos, como tecnologias produtivas e dotações nacionais que possam ou não ser internalizados pela empresa. Essa vantagem, portanto, decorre de patentes, marcas, capacidades tecnológicas e de gestão. É importante ressaltar que a decisão de investimento estrangeiro é fortemente influenciada por ativos intangíveis. O conhecimento é um exemplo, pois está ligado à firma, mas pode ser vendido ou licenciado.

A localização é outro elemento relevante para a decisão. A abundância de recursos naturais e humanos, infraestrutura, sistema legal, estabilidade política, credibilidade, setor financeiro, taxa de câmbio, inflação, tecnologia e tamanho de mercado são alguns dos fatores que orientam esta decisão. Neste sentido, quanto maior o nível de recursos naturais e humanos, maior será a quantidade de IDE entrante na economia. A existência de blocos e acordos regionais de comércio entre países também determina na escolha do IDE.

A relação entre propriedade e localização também é importante. As vantagens de propriedade determinam qual empresa irá abastecer qual mercado e a localização determina se este mercado será abastecido via exportação ou produção local.

Por último, a internalização é derivada das vantagens obtidas em se transacionar no mercado externo ao invés de se internalizar a produção. Se o mercado for perfeitamente competitivo não existem razões para internalizar determinado ativo. Os incentivos de se internalizar algum ativo decorrem de imperfeições do mercado como barreiras a competição e alto custo de transação.

2.5 Efeitos Econômicos dos Investimentos Estrangeiros

Os investimentos estrangeiros são caracterizados pelo longo prazo de maturidade, estando relacionados ao aumento da capacidade de produção do país investido. Opõem-se aos

investimentos especulativos, que, em geral, possuem breve permanência no mercado de um país.

Os IDEs são elementos fundamentais para uma estratégia de crescimento sustentável, já que a abertura da economia para a competição internacional cria novas oportunidades de investimento: maiores taxas de retorno que aquelas oferecidas em mercados maduros. Isso possibilita a entrada de capitais e tecnologia externa, acelerando o crescimento econômico do país, algo impossível num regime fechado.

De fato, empresas produtivas buscam aumento de seu lucro através da expansão de seu mercado consumidor e da otimização dos seus processos de produção. Dessa forma, ao expandir seus investimentos para outros países, essas empresas visam elevar a produtividade do novo local, trazendo benefícios ao país. Esse aumento de produtividade pode ser impulsionado por treinamento para funcionários, introdução de novas tecnologias e aumento da competição no mercado local.

Entretanto, a expansão para mercados estrangeiros é repleta de dificuldades e também aumenta a complexidade organizacional. Acadêmicos postulam a condução de um negócio no exterior constitui um passivo duvidoso para a empresa, pois há um crescimento dos custos diretos, e estes são incorridos em um ambiente pouco familiar – seja por cultura, geografia ou pela distância da matriz.

Além disso, de acordo com (Hymer, 1961), os gastos para se operacionalizar o negócio no exterior colocam a empresa em desvantagem de custo em relação aos competidores locais da economia receptora. O autor também argumenta que a distância entre a empresa investida e a investidora torna complexa a tomada de decisões conjunta em um ambiente dinâmico. Há também a questão do envio dos lucros e dividendos para a empresa matriz, que é fonte de decisões políticas importantes tanto para a empresa, quanto para o país investido.

Sendo assim, cabe à literatura confrontar as vantagens e desvantagens desses investimentos, unindo a perspectiva teórica à prática, resultando em um panorama capaz de guiar decisões de investimentos em outros países.

2.4.1 Revisão da Literatura Teórica

Nesta seção, apresenta-se pontos de vista teóricos a respeito dos impactos de IDEs nas economias investidas e investidoras.

2.4.1.1 Efeitos

De acordo com (Rodriguez-Claire A. , 1996), o impacto de IDEs em uma economia receptora pode ser divido em 4 efeitos:

I. Efeitos Diretos;

II. Efeitos Macroeconômicos;

III. Efeito Fiscal;

IV. Efeito Produtividade.

Onde os efeitos diretos são fruto dos investimentos necessários para viabilizar o negócio, entrando em ação no curtíssimo prazo, pois envolvem apenas a compra de ativos e a contratação de mão-de-obra.

Já os efeitos macroeconômicos são observados após o início das atividades da empresa no país, refletindo mudanças no nível de exportações e importações de insumos e produtos, alterações no PIB do país, na sua taxa de desemprego e no nível de salários e preços.

Finalmente, o efeito fiscal é atribuído ao aumento de arrecadação tributária decorrente do comércio e salários gerados pelos IDEs. E o efeito produtividade é o que denota o aumento da produtividade agregada da economia, incluindo até setores menos relacionados ao investimento (*spillover*).

2.4.1.2 Externalidades

(Rodriguez-Claire A. , 1996) também classifica as externalidades geradas por investimentos estrangeiros em 3 categorias:

I. Transferência de conhecimento e tecnologia (*spillover*);

II. Enlace ou Acoplamento (*linkage*);

III. Reforma e Treinamento.

As externalidades geradas por transferência de conhecimento e tecnologia são de difícil mensuração, mas é sabido que ocorrem através da interação entre os funcionários de diferentes empresas (investida e investidora). Essa relação (no dia a dia ou em treinamentos) proporciona a troca de experiência, conhecimento e cultura, resultando em ganho tecnológico e cultural para ambas as partes.

Já a externalidade de enlace se refere à mudança na disponibilidade dos fatores de produção. Segundo (Rodriguez-Claire A. , 1996), a entrada de multinacionais numa economia pode tornar ambientes não-lucrativos em ambientes rentáveis. Isso ocorre, pois, os novos produtos e serviços (introduzidos pela investidora) estão disponíveis para todas as empresas

naquela economia, e, como esses produtos são originários de uma firma em concorrência global, sua qualidade tem padrão internacional. Portanto, a economia passa a dispor de fatores de produção de categoria superior.

Por fim, as externalidades de reformas e treinamentos são aquelas causadas pela diferença entre a qualidade e quantidade de serviços e produtos demandados e ofertados. Como consequência, há pressão política e de mercado para satisfazer essa nova demanda, levando a reformas políticas e estruturais no país, e ao treinamento dos funcionários locais.

2.4.1.3 Benefícios

Uma economia estrangeira também pode se beneficiar de quatro maneiras com investimentos diretos estrangeiros:

I. Transferência de recursos:

II. Geração de emprego:

III. Melhora na balança de pagamentos:

IV. Aumento da competitividade e Crescimento econômico:

Quanto as transferências de recursos, uma IDE pode contribuir positivamente para uma economia através da transferência de capital, tecnologia e recursos gerenciais. Por capital, entende-se que as empresas multinacionais, às vezes, dispõem de mais credibilidade do que o próprio país investido o que torna a entrada de capital para essa economia mais fácil. Isso ocorre em países como a Venezuela, por exemplo, onde a chegada de uma multinacional atraiu mais capital.

Da mesma forma, a transferência de tecnologia (de produto ou processo produtivo) estimula o desenvolvimento econômico e industrial. A OCDE afirma que os investidores estrangeiros investem uma quantia significativa de capital em P&D, de modo que também ocorra a melhora da tecnologia existente e a criação de novas tecnologias.

Na parte gerencial, os administradores estrangeiros podem melhorar as técnicas de produção, tornando suas operações mais eficientes. Em decorrência disso, cria-se incentivos para que as outras firmas (fornecedores e competidores, por exemplo) também melhorem seus processos produtivos.

Já a geração de emprego que decorre da contratação por parte da multinacional pode ser classificada como direta ou indireta. O efeito direto ocorre pela contratação de trabalhadores na economia receptora exclusivamente para o novo negócio. O efeito indireto ocorre quando há criação de empregos através da necessidade de mais fornecedores e distribuidores locais para suprir a demanda das multinacionais.

Entretanto, é importante observar que também pode haver perda de empregos com a entrada de multinacionais, já que a concorrência pode fazer com que empresas locais deixem de operar. De fato, no curto-prazo e no caso de um investimento via fusões e aquisições, pode ocorrer um corte no número de funcionários para que seja possível reestruturar as operações dessa empresa. Porém, de acordo com a literatura, mesmo com essas reestruturações, as empresas estrangeiras tendem a crescer sua base de empregados mais rapidamente que as concorrentes locais, fazendo com que o efeito líquido no longo prazo seja positivo.

Em terceiro, a balança de pagamentos contabiliza pagamentos e receitas vindas de outras economias. Em sua estrutura, todo pagamento para uma economia externa é contabilizado como débito, e toda receita como crédito. Há duas contas que dividem a balança de pagamentos: conta capital e conta corrente. A conta corrente abrange importações e exportações de bens e serviços, receita de IDE e pagamentos que foram feitos aos países investidores. A conta capital apura todo o fluxo de capital que entra ou sai da economia através de compras e vendas de ativos.

Quando a soma dessas contas é negativa, diz-se que há um déficit em conta corrente, e, quando positiva, diz-se que há um superávit. Um déficit em conta corrente significa há saída de capital do país, ou seja, as empresas deste país estão adquirindo ativos das economias em superávit. Por esta razão é tão importante associar os IDE com a Balança de Pagamentos, já que quando uma empresa se estabelece em uma economia, há um fluxo positivo de capital para o país.

O IDE também em alguns casos é substituto da importação de bens e serviços que passa a ser produzido pelo próprio país e inclusive pode até exportar para outros países.

Em quarto, quando ocorre o IDE, há um aumento de firmas no mercado e, portanto, um aumento nas opções de escolha do consumidor. Isto estimula a competitividade entre as empresas, e, consequentemente, estimula a redução dos preços. Além disso, a competição também cria incentivos para o investimento em P&D, que traz modernização ao mercado e elevação da produtividade.

2.4.1.4 Custos

Alguns economistas acreditam que nem sempre investimentos estrangeiros sejam vantajosos para o país investidor, afirmando que existem possíveis custos para estes países, e que estes estão relacionados a geração de empregos e a saída de capitais.

Com relação aos empregos, existe a possibilidade de que os investimentos diretos estrangeiros sejam substitutos de alguma forma para a produção doméstica, reduzindo o nível

de empregos do país investidor. Já saída de capital representa um custo de oportunidade, pois o capital que é investido em outro país poderia ser investido no país cede da empresa.

Todavia, considerando que o crescimento econômico de um país é impulsionado pelo desenvolvimento de suas empresas, a expansão dessas firmas para o mercado exterior nada mais é que um movimento natural parar assegurar suas vantagens competitivas. No longo prazo, esses investimentos asseguram retornos para os acionistas e transferências de capital para o país sede dessas empresas, compensando os possíveis custos de curto prazo.

2.4.1.5 Políticas Governamentais

Devido aos ganhos que ocorrem com os investimentos no exterior, os países possuem claros incentivos para elevar a sua atratividade para investidores estrangeiros.

Um país interessado em elevar o volume de investimentos estrangeiros deve melhorar o seu ambiente de negócios, através de, por exemplo, aumento na transparência das regulamentações. Além disso, incentivos fiscais, auxílio capital e outros fatores também fazem com que o governo estimule a entrada de capital no país.

Como os benefícios não estão limitados apenas ao país receptor, mas também se estendem aos países investidores, muitas nações optam por oferecer uma espécie de seguro como incentivo à investimentos estrangeiros. Estes programas cobrem riscos de expropriação, perdas em caso de guerras e a inabilidade de enviar recursos de volta ao país de origem. Além disso, existem instituições financeiras especializadas em aplicar capital em economias de países emergentes. Ainda mais, alguns países também usam suas influências políticas a fim de relaxar as barreiras de entrada de uma economia receptora.

Por outro lado, o desincentivo ao investimento estrangeiro ocorre quando o país investido possui barreiras à saída desse capital. Ainda, alguns países tentam barrar o investimento por questões políticas e diplomáticas. Mais, há casos em que o governo tenta manipular as taxas de saída de capital para atrair investimentos no mercado doméstico, objetivando a criação de empregos no próprio país ao invés de outro.

2.4.2 Revisão da Literatura Prática

Abaixo estão reunidos diversos artigos que analisam empiricamente o impacto de investimentos estrangeiros, apresentando-se as suas conclusões a respeito desse processo.

(Bertrand & Capron, 2014) realizaram uma análise ex-post para verificar quais os benefícios empresas obtém após realizar investimentos estrangeiros na forma de fusões e aquisições. Para isso, os autores coletaram dados de empresas francesas no período de 1993 a

2001. Neste trabalho, defende-se que, em média, empresas que fazem IDE se tornam mais produtivas do que empresas que não participam deste processo. Além disso, descobriu-se que empresas que investem em ambientes mais competitivos, têm ganhos de produtividades maiores do que aquelas que investem em mercados pouco competitivos. Finalmente, concluíram que essas empresas pagam maiores salários aos seus funcionários, devido ao ganho de produtividade, e realizam um maior número de fusões e aquisições que as suas contrapartes.

(Morck & Yeung, 1991) executaram um estudo semelhante. Neste estudo observaram que quando uma empresa possui ativos intangíveis - na forma de pessoas (capacidade de aprendizado), *know-how* de tecnologia ou de *expertise* em propaganda, por exemplo, os ganhos de produtividades com F&A *cross-border* são ainda mais representativos. Contudo, os autores argumentam que esse mesmo procedimento na ausência de ativos intangíveis pode destruir o valor de uma empresa, caso a mesma não consiga superar barreiras culturais e de comunicação.

Já (Bruscato, Garcia, & Boehe, 2013) analisaram o efeito de investimentos estrangeiros por empresas brasileiras no período de 1994 até 2008. As autoras concluíram que as empresas brasileiras que realizaram F&A cross-border obtiveram retorno médio superior àquelas que não participaram deste movimento. Além disso, identificou-se que variáveis como ambiente institucional, distância cultural do país da empresa adquirida, e a experiência da empresa em fusões e aquisições exercem bastante influência no desempenho da empresa investidora no decorrer deste processo.

(Hagendorff & Voss, 2010) explicam que as diversificações geográficas resultantes de investimentos em países estrangeiros geram valor para os investidores na medida em que se possibilita explorar imperfeições de mercado. Essa geração de valor também pode ser baseada no conceito de (Jensen & Ruback, 1983), no qual o valor criado a partir de uma aquisição está ligado à geração de pontos de sinergias.

(Luo & Tung, 2007) argumentam que as fusões e aquisições cross-border possibilitam (principalmente à países emergentes) acesso à fatores estratégicos que podem não estar disponíveis em alguns países, melhorando a competitividade de forma geral. O estudo também mostrou que tanto o crescimento das despesas operacionais quanto o excedente de caixa foram superiores para as empresas que realizaram IDE.

(Ramamurti, 2012) esclarece que maior crescimento de vendas de empresas investidoras pode ser explicado pelo fato de que essas empresas possuem mais recursos e

maior eficiência operacional, permitindo-as expandir seus negócios para novos mercados, aumentando o número de clientes.

(Cheng & Jog, 2012) examinaram o impacto de aquisições parciais no risco e retorno de empresas em mercados emergentes. Através da análise de 18 empresas no período de 1990 a 2007, os autores encontraram fortes evidências de que aquisições cross-border diminuem significativamente o risco de longo-prazo (3 anos). Além disso, expõem que aquisições domésticas aumentam o risco no longo-prazo, e explicam que isso se deve à não diversificação do risco sistemático. Ademais, descobriu-se que investidores reagem positivamente a fusões e aquisições cross-border, pois as performances das ações dessas empresas melhoraram no longo prazo.

(Pablo, 2008) em sua análise de determinantes cross-border na América Latina (durante o período de 1998-2004 e 868 transações) encontrou evidências de que tanto o ambiente em que a investida está inserida, quanto o ambiente de sua investidora são importantes para o sucesso do processo de investimento. Especificamente, baixos níveis de direito de propriedade do país investidor afetam negativamente a probabilidade de uma fusão ocorrer. Ainda, concluiu-se que a probabilidade de fusões cross-border aumenta quando o custo de financiamento da empresa *target* é maior do que o custo da investidora. Por fim, descobriu-se indícios de que investidores e investidas dependem fortemente das variáveis macroeconômicas do país, e que investidores em geral se originam de países com melhores instituições.

(Gubbi, Aulakh, Ray, Sarkar, & Chittoor, 2010) encontraram evidências de retornos anormais em transações após processos de fusão em países emergentes.

(Rodriguez-Claire, Larrain, & Lopes-Calva, 2010) realizaram um estudo de caso que analisa as decisões de investimento da multinacional Intel (empresa americana de tecnologia). Especificamente, analisaram a decisão de realizar ou não uma expansão da cadeia produtiva na Costa Rica. O estudo contempla indicadores macroeconômicos diretos e indiretos, o efeito sinalização que a empresa transmitiu para outras firmas e as externalidades dessa transferência de conhecimento para a economia costarriquenha.

Na época desse processo, a Costa Rica era uma economia relativamente pequena, com um mercado doméstico pouco desenvolvido, mas que ao mesmo tempo apresentava estabilidade politica, força de trabalho escolarizada, credibilidade das instituições legais e benefícios fiscais. Entretanto, esses fatores desmontraram-se cruciais para a tomada de decisão da empresa.

A conclusão dos autores foi que a entrada da multinacional no país gerou aumento das exportações líquidas, dos investimentos e dos salários.

Ainda, o índice de crescimento da economia e das exportações líquidas cresceram a uma taxa significativamente maior do que a que ocorria previamente. Além disso, as exportações se tornaram mais diversificadas, contendo menos matéria-prima e mais produtos manufaturados.

(Erel, Liao, & Weisbac, 2012) observaram que fusões e aquisições cross-border são mais recorrentes em países vizinhos ou próximos (culturalmente ou geograficamente), do que em países distantes. Além disso, países em parceria internacional ou com passados culturais similares são mais propensos a realizar investimentos entre si.

(Froot e Stein, 1991) notaram que países desenvolvidos geralmente atuam como investidores, pois suas moedas são mais valorizadas, de modo que as empresas trabalhem com um menor custo de capital.

(Atiken & Harrison, 1999) analisaram dados em painel de 4000 instalações e fábricas entre 1976 e 1989 na Venezuela. Os autores concluíram que o aumento participação de capital estrangeiro é positivamente correlacionada ao crescimento da produtividade em instalações com menos de 50 funcionários, sugerindo que instalações pequenas se beneficiam de proprietários estrangeiros.

Também apresentaram evidências de que o aumento da quantidade de propriedades estrangeiras afeta negativamente a produtividade de empresas domésticas do mesmo setor. Esses efeitos negativos são grandes e robustos. Embora, outros estudos tenham encontrado efeitos positivos, os autores argumentam que estes resultados podem ser explicados pela tendência de multinacionais se firmarem em setores produtivos e investirem em instalações produtivas.

(Brown, Deardoff, & Stern, 2003) avaliam empiricamente se empresas multinacionais exploram os trabalhadores (pagando baixos salários e os sujeitando à condições de insalubridade) quando investem em países emergentes. Esse estudo pode ser justificado pelo fato de que, nas últimas décadas, grandes empresas, principalmente as de varejo, foram acusadas de abusos trabalhistas. Em adição, a mídia constantemente noticia a quais condições muitas empresas multinacionais submetem seus trabalhadores, como, por exemplo, baixos salários, exaustivas jornadas de trabalho e péssimas condições de trabalho. Essa imagem negativa de exploração é reforçada pelo cálculo de que os custos de trabalho correspondem a uma pequena proporção do preço de venda do que está sendo produzido (em geral), e que, portanto, as empresas poderiam pagar melhores salários para seus funcionários.

Entretanto, o resultado do estudo revelou que há evidências de que, na verdade, as empresas multinacionais pagam salários mais altos e oferecem melhores condições dos que as contrapartes nacionais, e que essas empresas não preferem economias com baixos padrões de condição de trabalho.

(Graham, 2000) demonstra que uma melhora tecnológica reflete em aumento de salários. Argumenta-se que a tecnologia aumenta produtividade marginal do trabalho, naturalmente elevando os salários dos trabalhadores.

2.6 IDEs no Brasil

O investimento estrangeiro direto é bem recebido no Brasil. O país oferece um ambiente favorável aos investidores interessados nos programas de crescimento da América do Sul, e o potencial consumidor da região é grande. No âmbito federal e nos âmbitos estaduais, os governos possuem uma estrutura aberta quanto aos investimentos estrangeiros, permitindo o controle total de empresas for capital estrangeiro. Além disso, muitos estados oferecem incentivos fiscais para investimentos em regiões subdesenvolvidas e o custo de mão-de-obra no país é, em geral, mais baixo do que o de outros países emergentes da América Latina.

De fato, os dados do Banco Central revelaram que o Brasil é um mercado atraente. Observou-se que o país tem acumulado recordes anuais no influxo de dólar. Em 2010 o investimento direto externo trouxe para o país aproximadamente US$ 17 bilhões de dólares, e, em 2014, o valor se aproximou de US$ 42 bilhões, um crescimento maior que 100% nos últimos 4 anos. Graficamente:

Figura 1: Evolução dos IDEs no Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Brasil Debate. *Acumulado em 12 meses em abril de 2014

E a tabela abaixo fornece uma comparação dos investimentos realizados em diversos países em 2013:

Tabela 2: Investimento externo em diferentes países

Classificação	País	Investimento recebido em 2013 em bilhões de dólares
1	EUA	159
2	China	127
3	Rússia	94
4	Ilhas Virgens	92
5	Hong Kong	72
6	Canadá	64
7	Brasil	63
8	Cingapura	56
9	Reino Unido	53
10	Irlanda	46

Fonte: Revista Exame e UNCTAD (2013)

Através do gráfico e da tabela acima, percebe-se que o Brasil recebe cada vez mais investimentos ao longo dos anos e que o país se encontra entre os 10 países que mais

receberam investimento em 2013. Ainda, segundo dados da *Bloomberg*, o Brasil é responsável por mais da metade das fusões e aquisições na América Latina, e que, destas transações, mais da metade são *cross-border*.

Isso pode ser explicado pelo país possuir um mercado consumidor forte em expansão, excelência em alguns setores da economia tais como aeroespacial, indústria de mineração e petróleo, construção civil e sistema bancário. O Brasil também possui riqueza em recursos naturais. Ou seja, o acesso a mercados, tecnologia e recursos naturais encorajam investidores a realizar investimentos no país.

Além disso, o grau de abertura econômica do Brasil também está em crescimento. Em 2013, o comércio exterior foi de US$ 482 bilhões, representando 21,5% da renda nacional, e também foi o melhor resultado em cinco anos – um crescimento de 4,4% em relação a 2009, de acordo com a Associação de Comércio Exterior do Brasil (AEB).

Em termos práticos para investidores estrangeiros, a forma mais comum de entrada no país é através de uma incorporação subsidiária ou de companhias de sociedade limitada. Além disso, não há exigência de capital mínimo para investimentos relacionados a instituições financeiras. Entretanto, existem restrições à posse estrangeira para setores estratégicos da economia, como transporte aéreo e publicação.

Quanto ao processo de fusões de aquisições no Brasil, os procedimentos são relativamente simples. Porém, quando a transação envolve uma companhia listada na Bolsa de Valores de São Paulo, requer-se permissão da CVM. No caso em que instituições financeiras são envolvidas, requer-se a permissão do Banco Central. Se a transação envolve companhias de grande porte, o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) também poderá intervir.

3 Conclusão

O fenômeno da globalização é um fator de extrema relevância para o crescimento das economias. Essa internacionalização econômica, social, cultural e política dita e orienta as tomadas de decisão de um país, e, portanto, afetam a sociedade de forma ampla.

Entre todos os fatores envolvidos neste processo, o investimento direto estrangeiro - através de fusões e aquisições, é um dos mais importantes. Dessa maneira, esta monografia visou analisar, de forma abrangente, as implicações dessas fusões e aquisições *cross-border* para economias emergente e desenvolvidas. Além disso, questões atuais de condições de trabalho foram abordadas, através dos exemplos da Costa Rica e Venezuela.

Essas análises demonstraram que os investimentos estrangeiros diretos representam importante fonte de inovação tecnológica, gerencial, de técnicas de produção e produtos - contribuindo diretamente para o crescimento econômico.

Em geral, concluiu-se que o país que objetivam a atração de IDEs possuem fortes incentivos para melhorar seu ambiente de negócios, já que, uma vez realizado o investimento, há transferência de conhecimento, tecnologia, melhora de produtividade, salário, aumento do nível de empregos e competitividade, fortalecendo a economia. Todavia, o efeito do ganho por *spillover* de conhecimento se mostrou inconclusivo, devido à sua natureza qualitativa e de difícil mensuração.

Argumentou-se ainda que o país investidor também se beneficia com IDEs, principalmente através de remessas de capital para a matriz, do aproveitamento de mão-de-obra barata, do acesso a diferentes fatores de produção, da melhora do processo produtivo e da interdependência que passa a existir entre o investidor e o país investido.

Contudo, deve-se lembrar que cada processo de F&A tem suas peculiaridades, e as implicações podem não ser intuitivas. Por exemplo, há a questão de deterioração da balança de pagamentos para a economia investida e um possível fechamento empresas domésticas após a entrada de uma multinacional.

Mas, de acordo com a literatura explorada anteriormente, tais perdas são compensadas no longo prazo, pois as economias direcionam seus esforços para setores que são mais produtivos e onde possuem vantagem comparativa.

Em adição, explorou-se a questão da condição de trabalho em países emergentes, e, observou-se que, ao contrário do que geralmente é noticiado em mídias, empresas multinacionais usualmente pagam maiores salários aos seus funcionários e oferecem melhores condições de trabalho.

Em conclusão, o fenômeno de globalização permitiu que, através da abertura dos mercados, empresas realizassem investimentos em outros países. Esses investimentos, apesar de terem custos de curto prazo, geram grandes benefícios de longo prazo para ambas as economias investidoras e as investidas. Este movimento internacional de capital está ligado ao aceleramento do crescimento econômico de países subdesenvolvidos e à manutenção de taxas de crescimento em países desenvolvidos, formando uma expansão vital para a economia mundial.

REFERÊNCIAS

ASWATHAPPA. **International business enterprises**. Tata McGraw-Hill Education p. 680, 2008.

ATIKEN, B. J.; HARRISON, A. E. **Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment?** Evidence from Venezuela. The American Economic Review, June Vol., 1999.

BETRAND, O.; CAPRON, L.; **Productivity Enhancement at Home via Cross-Border Acquisitions:** The Roles of Learning and Contemporaneous Domestics Investments. 2014 Working Paper. Dsiponível em <http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=53918>. Acesso em: 01 Abr 2015.

BROWN, D. K.; DEARDOFF, A. V.; STERN, R. M. **The effects of multinational production on wages and working conditions in developing countries**. National Bureau of Economic Research, 2003.

BRUSCATO, A.; GARCIA, M. P.; BOEHE, M. **Criação de Valor em Fusões e Aquisições além de Fronteiras**: Uma análise empírica do caso brasileiro. 2013. Insper Working Paper , WPE: 335/2014.

CHENG, P.; JOG, V. **Impact on Target Firm Risk-Return Characteristics of Domestic and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets**. Emerging Markets Finance and Trade, 2012.

CORIAT, B.; ORSI, F. **Establishing a new Intellectual Property Rights Regime in the United States**. Origins, Content, Problems. Research Policy (forthcoming), 2003.

DUNNING. **Explaining International Production**. London: Unwin Hyman, 1988.

EREL, I.; LIAO, R. C.; WEISBAC, M. **Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions**. The journal of finance, Vol. LXVII, No. 3, 2012.

GARRETT, G. **The Causes of Globalization. Comparative Political Studies**. Vol.33 no. 6-7, pp. 941-991, 2000.

GRAHAM. **Fighting the Wrong Enemy**: Antiglobal Activists and Multinational Enterprises. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 2000.

GUBBI, S. R.; AULAKH, P. S.; RAY, S.; SARKAR, M.; CHITTOOR, R. **Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value?** The case of Indian firms. Journal of International Business Studies, Vol. 41, n. 3, p. 397-418, 2010.

HAGENDORFF; VOSS. **Cultural Distance and the Value Effects of Global Diversification**. Working paper, 2010.

HYMER. **The International Operations of National Firms**: A Study of Direct Foreign Investment. Cambridge, MA: MIT Press, 1961.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. **The market for corporate control**: the scientific evidence. Journal of Financial Economics, v. 11, p. 5-50, 1983.

LACERDA, A. C. **Globalização e inserção externa da economia brasileira**: política econômica, investimentos diretos estrangeiros e comércio exterior, na década de 1990. Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, 2003.

LUO; TUNG. **International expansion of emerging market enterprises**: A springboard perspective. Journal of International Business Studies, v.38, n.4, p. 481-98, 2007.

MORCK, R.; YEUNG, B. **Why investors value multinationality**. Journal of Business, Vol. 62, Pages 165-187, 1991.

OHLIN. 1993.

PABLO, E. **Taller Latinoamericano de Mercado de Capitales CLACDS-INCAE Consortium for Research on Latin American Markets and Business Institutions**. Equity Linkages in Strategic Alliances, San José, Costa Rica, May 21-23, 2008.

RAMAMURTI. 2012.

RODRIGUEZ-CLAIRE, A. **Multinationals, Linkages, and Economic Development**. American Economic Review, Vol. 86, Pages 852-873, 1996.

RODRIGUEZ-CLAIRE, A.; LARRAIN, F.; LOPES-CALVA, L. 2010.