

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Faculdade de Economia e Administração

Ana Carolina de Barros Cardoso Lellis

**A Influência Institucional e Cultural na Escolha do Método
de Entrada: Internacionalização de Empresas Brasileiras**

São Paulo

2012

Ana Carolina de Barros Cardoso Lellis

**A Influência Institucional e Cultural na Escolha do
Método de Entrada: Internacionalização de Empresas
Brasileiras**

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

Orientador:
Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini – Insper

São Paulo

2012

Ana Carolina de Barros Cardoso Lellis

**A Influência Institucional e Cultural na Escolha do Método de
Entrada: Internacionalização de Empresas Brasileiras**

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

Aprovado em Junho 2013

EXAMINADORES

Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini

Orientador

Prof. Dra. Adriana Bruscato

Examinador

Prof. Dr. Hsia Sheng

Examinador

Resumo

LELLIS, Ana Carolina de Barros Cardoso. A Influência Institucional e Cultural na Escolha do Método de Entrada: Internacionalização de Empresas Brasileiras. São Paulo, 2013. 33p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Este estudo tem como objetivo avaliar se particularidades institucionais e culturais nos mercados de entrada impactam na escolha de empresas brasileiras que almejam se internacionalizar. Diversos trabalhos já avaliaram como o modo de entrada escolhido impacta os rendimentos futuros obtidos pelos investimentos além de fronteiras realizados. Contudo, ainda não se chegou a um consenso a respeito de quais variáveis deveriam ser levadas em conta para definir qual modo de entrada é o mais adequado. A avaliação tem como foco as estratégias de fusão e aquisição (F&A) e *greenfield*, e verificará tanto o impacto das instituições do país alvo, como o impacto da proximidade destas com as instituições brasileiras. Também avaliará como a distância cultural entre os países afeta as escolhas das empresas.

Palavras-chave: Método de Entrada, Instituições, Diferenças Culturais, F&A, *greenfield*.

Abstract

LELLIS, Ana Carolina de Barros Cardoso. *The Institutional and Cultural Influence on the Choice of Entry Mode: Internationalization of Brazilian Companies*. São Paulo, 2013. 33p. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

This study aims to assess whether institutional and cultural particularities in entry markets impact the choice of Brazilian companies who desire to become international. Several studies have evaluated how the entry mode choice impacts the future income from the investments made across borders. However, a consensus has not yet been reached regarding which are the variables that should be taken into account to best define the most adequate entry mode for each scenario. The evaluation focuses on the strategies of merger and acquisition (M&A) and greenfield, verifying both the institutional impact of the targeted country as the impact of the proximity between these to the these Brazilian institution. It will also assess how cultural distance between countries affects the choices of companies.

Keywords: Entry Mode, Institutions, Cultural Distance, M&A, Greenfield.

Sumário

Resumo	4
Abstract	5
1. Introdução	7
2. Revisão de Literatura	10
2.1 Modos de Entrada	10
2.2 Fatores Institucionais e Culturais	13
2.2.1 Instituições.....	13
2.2.2 Distanciamento Cultural	15
2.3 Estudos no Brasil.....	16
3. Hipóteses.....	18
4. Metodologia.....	21
4.1 Base de Dados.....	21
4.2 Variável Resposta.....	22
4.3 Variáveis Explicativas	22
4.3.1 Variáveis Institucionais	23
4.3.2 Variável de Distância Cultural	24
4.4 Variáveis Controle	25
4.5 Resultados Esperados.....	25
5. Estimação.....	28
6. Conclusões	31
Referências	32

1. Introdução

O processo de internacionalização de empresas tornou-se uma prática comum no cenário econômico, porém ainda não se chegou a um consenso a respeito de qual método de entrada, nesses novos mercados, é mais adequado para cada situação. Diferentes modos de entrada representam diferentes riscos, presença de mercado e nível de controle, podendo ser classificados como: exportação, *greenfield*, *joint ventures*, fusão e aquisição. Como apontado por Shaver (1998), os fatores relevantes para tornar uma abordagem mais atrativa que outra ainda não são completamente compreendidos por aqueles responsáveis pela tomada de decisão. Contudo, sabe-se que a decisão do modo de entrada tem um impacto significativo sobre o desempenho dessas empresas em seu novo mercado, e deve ser considerado cuidadosamente.

Como realçado por Shimizu *et al.* (2004, p.324),

“A escolha estratégica de um específico método de entrada é crucial para o sucesso de uma estratégia de internacionalização; existem diversas maneiras de se inserir em um mercado externo, sendo que cada uma apresenta suas vantagens e desvantagens.”

Pesquisas prévias apresentam que firmas tendem a adaptar suas estratégias tanto de acordo com suas características internas, quanto com o ambiente e características específicas do contexto presente no país alvo. (MEYER; ESTRIN; BHAUMIK; PENG; 2008; SHIMIZU ET AL., 2004).

Em particular, há indícios sobre a relevância do efeito país de origem (MEYER ET AL., 2008). Como já definido por North (1990), existe uma relação chave entre as organizações e a instituição na qual elas estão inseridas, sendo que a cultura interna das empresas e os custos de se negociar nesse mercado são fortemente influenciados por àquela presente na nação em que está. Também vale ressaltar que, quanto mais distintas forem as culturas dos países em questão, mais diversas serão as práticas internas em suas organizações (DATTA; PUIA, 1995). Ou seja, maior será a dificuldade de um investidor externo em adaptar suas práticas de negócio àquelas praticadas na economia de entrada. Uma análise realizada com relação a fusões e aquisições além de fronteiras, partindo do mercado brasileiro, por Garcia (2012), evidencia que quando existe um alto nível de distância cultural entre

os países nos quais a transação foi realizada, os retornos apresentados se mostram inferiores do que aqueles que teriam sido obtidos caso a distância apresentada estivesse num nível inferior.

A partir dessas características apresentadas, esse estudo tem como objetivo, primeiramente, definir quais são os fatores institucionais, tanto do país de entrada, quanto do país de origem, que impactam na tomada de decisão das empresas com relação ao método de entrada mais adequado para diferentes tipos de países. Em segundo lugar, visará verificar como o distanciamento cultural entre o Brasil e o país alvo pode afetar essa escolha.

Para uma avaliação mais específica, optou-se por analisar apenas as empresas brasileiras que se internacionalizaram pela criação de uma subsidiária, a partir de fusões e aquisições, ou por projetos *greenfield*. O enfoque nesses métodos de entrada foi escolhido, uma vez que, acredita-se que eles serão capazes de capturar melhor o efeito da variável institucional, já que representam uma atuação direta da empresa em um mercado estrangeiro.

Atualmente, como o mercado brasileiro encontra-se em um momento de amadurecimento institucional e de seu ambiente econômico, novas oportunidades para a internacionalização de suas empresas tendem a surgir. Optou-se, então, por avaliar apenas empresas brasileiras que adotaram esse posicionamento, escolha essa baseada no argumento anterior, juntamente com os fatos encontrados por Garcia (2012), que ressaltou a gama de oportunidades existentes nos ambientes institucionais desenvolvidos para empresas de economias emergentes. A autora encontra que investimentos além de fronteiras realizados por empresas brasileiras têm de fato agregado valor, sendo que este está positivamente relacionado à proximidade cultural e ao desenvolvimento institucional do país alvo. Acredita-se que isso ocorra devido às oportunidades que melhores práticas de mercado aplicadas proporcionam. Como por exemplo, o acesso a novos conhecimentos tecnológicos e de negócios, que acabam sendo internalizados nas empresas.

A seção 2 expõe uma revisão da literatura existente sobre os possíveis métodos de entrada, as características institucionais e de distanciamento cultural e os estudos já realizados nessa área para a economia brasileira. Na seção 3 temos a apresentação das hipóteses a serem exploradas. Posteriormente, a seção 4 trata

rapidamente da metodologia que será empregada, explicitando as bases de dados avaliadas, quais variáveis dependentes e independentes foram selecionadas e quais são os resultados esperados. Na seção 5 explicita-se a abordagem econométrica utilizada e o modelo estimado. Finalmente, na seção 6 temos as conclusões encontradas a partir dos resultados apresentados pela modelagem.

características mais favoráveis, esses ambientes apresentam maior segurança para a realização de investimentos a partir de capitais próprios, e tendem a atrair filiais de empresas externas, que podem ser estabelecidas a partir de projetos de novas plantas, ou F&A. Uma nova planta, ou investimento *greenfield*, consiste no estabelecimento de uma filial própria por meio de instalações físicas, concepção de relações com fornecedores, clientes, distribuidores e governo local, de maneira a possibilitar a operação efetiva em um novo ambiente. É caracterizado por um alto nível de controle interno e do conhecimento próprio, porém tende a implicar em maiores custos. Enquanto isso, o processo de aquisição de uma empresa já existente na economia alvo permite a obtenção de recursos e conhecimentos tecnológicos e de mercado, de modo a prover acesso a pontos importantes num nível competitivo local. Entretanto, pode incorrer em maiores risco durante a integração das empresas, dadas divergências culturais relevantes (SHIMIZU *et al.*, 2004, p.311).

Como já colocado anteriormente, o foco de avaliação se concentrará nas estratégias que possibilitam acesso direto ao mercado, para propiciar uma melhor avaliação das características institucionais e culturais mais adequadas para projetos de F&A e *greenfield*. A literatura prévia relacionada a essa decisão apresenta alguns resultados relevantes que permitem certo entendimento do comportamento dessas variáveis.

Shaver (1998) concluiu que firmas, conscientes de suas características, e das presentes no mercado alvo, tendem a optar pela escolha do modo de entrada ótimo: aquele que gera maior rendimento nas operações futuras. Avaliando distinções presentes nos mercados, constatou-se que o cenário regulatório e a efetividade das políticas governamentais em atingir seus objetivos são os aspectos mais sensíveis a investidores externos. Com isso, variáveis que se referem à previsibilidade e estabilidade das políticas são especialmente importantes para estabelecer um ambiente que seja amigável a investidores (DAUDE; STREIN, 2007, p. 333).

Nos casos onde instituições apresentam fraquezas no sistema legal e na validação dos direitos de propriedade, firmas talvez precisem se basear em relacionamentos estratégicos para desenvolver a habilidade de fazer valer o que foi definido em seus contratos, que podem ser baseados em acordos informais. Nesse

cenário, fortes relações informais com outras empresas, distribuidores e autoridades governamentais se mostram importantes, e a entrada por meio de fusões e aquisições pode se mostrar mais eficiente. Já quando as instituições do país de entrada apresentam características positivamente fortes, tornando a operação do mercado eficiente, o uso de contratos válidos para garantir as transações definidas tornam operações por novas plantas mais atrativas. Vale ressaltar, que essa operação só será preferida, se os recursos necessários forem tangíveis, pois se a empresa necessita de acesso a algum tipo de recurso intangível do mercado local para o funcionamento de sua operação, ela tenderá a optar por uma aquisição. (MEYER *et al.*, 2008).

Também foi ressaltado no estudo de Meyer *et al.* (2008) que se os recursos necessários estão presentes no mercado, e este opera de forma eficiente, então novos entrantes poderão optar pela compra desses recursos de modo a estabelecer uma operação com uma nova planta. Contudo, os mercados nem sempre são eficientes, e podem oferecer recursos a um nível sub ótimo devido a intervenções da instituição nas transações de mercado. Nesses casos, temos uma tendência à entrada por F&A. Entradas realizadas por meio de aquisições consistem de um balanceamento entre os recursos da firma entrante e da local, enquanto novas plantas não fornecem acesso direto aos recursos presentes nas firmas locais.

Ao avaliar diferenças nas escolhas de empresas japonesas para inserir-se no mercado americano, Hennart e Park (1993), apresentaram evidências que empresas com vantagens competitivas mais fracas tendiam a optar por aquisições, enquanto aquelas que consideravam suas vantagens comparativas fortes apresentaram uma melhor transferência delas, por meio de investimentos via *greenfield*.

Quando a distância cultural entre as nações é elevada, processos de F&A serão favorecidos, pois possibilitam um maior acesso as informações referentes ao funcionamento daquele mercado. Contrariamente, para níveis médios e baixos, a preferencia se voltará a operações de novas plantas (SHIMIZU ET AL., 2004). Vermeulen e Barkena (2001) apontam que novas plantas são mais rígidas e simples, levando a um número mais elevado de tentativas falhas do que aquelas realizadas por F&A, pois estas possibilitam novos conhecimentos e perspectivas que contribuem para a firma desenvolver novas capacidades adaptativas.

Contrariamente, Shimizu *et al* (2004) avaliam que casos de F&A além de fronteiras, na qual é presente uma significativa distância cultural entre as partes, as oportunidades serão aumentadas, porém os desafios que as acompanham serão mais complexos.

2.2 Fatores Institucionais e Culturais

2.2.1 Instituições

Como características institucionais são uma variável chave para este estudo, é interessante também avaliar o que é considerado a partir do conceito de instituições. Pioneiro nas análises dessa área, Douglas North (1990) propôs que instituições funcionam como as regras do jogo em uma sociedade, ou de forma mais formal, são os limites definidos as relações humanas. Num estudo seguinte, ele também estipulou que “instituições foram instituídas por seres humanos para estipular ordem e reduzir as incertezas associadas às trocas.” (North, 1991, p.97).

Com isso, temos que o principal papel das instituições em uma sociedade consiste na redução das incertezas presentes, por meio da inserção de uma estrutura sólida e estável que guie as interações humanas (NORTH, 1990). A estrutura de incentivos definida pelas regras institucionais cria, conseqüentemente, as oportunidades presentes naquele mercado, ou seja, diferenças institucionais levam a diferentes oportunidades em cada economia. Sendo assim, é necessário o aprendizado relacionado às características específicas das nações nas quais se pretende investir, de modo a melhor compreender as oportunidades presentes na economia. (NORTH, 1991).

Ao avaliar diferentes perspectivas teóricas sobre o que foi encontrado na literatura referente a processos de fusões e aquisições além de fronteiras, Shimizu *et al.* (2004) afirmou que “a estrutura institucional pode criar determinadas barreiras de entrada, como restrições legais a determinados direitos de propriedade”(p.322). A partir disto, temos que instituições determinam quais mecanismos uma firma tem disponível para formular e implementar suas estratégias de modo a garantir uma vantagem competitiva no mercado. Esses mecanismos incluem, por exemplo, o sistema legal, regulatório, validação dos contratos e direitos de propriedade, e a disponibilização de informações válidas. Quando essas características são

enfraquecidas, ocorre um aumento dos riscos e custos presentes nas transações desse mercado. (MEYER *et al.*, 2008).

A habilidade de uma empresa explorar e desenvolver suas capacidades depende do contexto institucional em que está inserida. A contribuição dos atributos institucionais para o entendimento da escolha adotada pelas empresas, em seu processo de internacionalização, pode influenciar de dois modos. O primeiro diz respeito aos custos envolvidos nas transações de mercado, uma vez que compreender a qualidade dos direitos de propriedade e os riscos atrelados às trocas auxilia na definição das estratégias mais apropriadas para a atuação nesse mercado. O segundo, por outro lado, pode indicar particularidades presentes que impactam nos custos de gerenciamento e nas incertezas relacionadas aos mercados alvo (BROUTHERS, 2002).

Em um estudo desenvolvido, com o intuito de verificar qual influência a presença de corrupção em uma economia inflige na escolha do método de entrada de uma empresa, Rodriguez *et al.* (2005, p. 383) define que: “Para adaptar-se de modo eficiente a um novo ambiente, as firmas devem compreender as características essenciais do sistema de corrupção do mercado em que estão presente.”. A necessidade de recorrer ao uso de recursos, como corrupção, durante processos de negociação, mostram a importância que instituições informais empenham no reconhecimento, e conseqüente, exploração das oportunidades presentes em uma economia. (PENG ET AL., 2009).

Os resultados encontrados por Brouthers e Brouthers (2000) estipulam que variáveis institucionais, e de distanciamento cultural, são relevantes para melhorar a previsibilidade de seu modelo. Sendo que, este, busca avaliar as preferências de método de entrada, entre F&A e novas plantas, de firmas que desejam expandir-se internacionalmente. Ainda, os autores argumentam que características institucionais particulares do país de origem, também podem ser de significativa relevância no método escolhido pela empresa. Eles observam que países com orientação de mais aversão ao risco tendem a preferir investimentos *greenfield*, pois acreditam que esse modo de entrada permite a transferências de vantagens competitivas específicas da firma com maior facilidade.

2.2.2 Distanciamento Cultural

Como definido por Brouthers (2002, p.206): “O contexto cultural é muito mais abrangente e inclui riscos de investimentos associados a diferenças do país de origem com relação ao sistema econômico, legal, político, cultural, assim como a atratividade do mercado.”. Dessa forma, quanto mais distintos forem os países em questão, com relação a cultura, idioma, sistema político, nível educacional e de desenvolvimento, maiores serão as incertezas relacionadas a entrada nesse novo mercado.

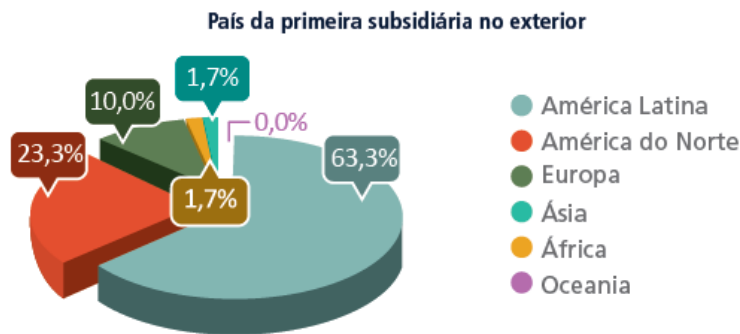
Sendo assim, o contexto cultural de uma nação pode ser considerado como uma variável de importante avaliação a empresas optando por um método de entrada, de forma que, essas características podem contribuir com a determinação de perspectivas referentes à lucratividade e riscos associados com a atuação desse mercado em questão (BROUTHERS; BROUTHERS, 2000). Em seu estudo, Kogut e Singh (1988, p.427) concluem que: “...o método de entrada selecionado é influenciado por fatores culturais.”. Sua hipótese, de que o distanciamento cultural teria importância significativa na escolha de empresas, se mostrou aderente aos dados.

Distância cultural nada é além de um indicativo das diferenças presentes entre a cultura do país de origem para com a do país alvo. De forma que essas divergências podem vir a aumentar ou reduzir a efetividade no gerenciamento de vantagens competitivas específicas da empresa em determinadas circunstâncias (BROUTHERS; BROUTHERS, 2000). Com isso, temos que essa relação entre diferentes culturas pode agregar valor até determinado momento. Existe um ponto em que os custos de transação ligados a relações inter-culturais ultrapassam qualquer benefício ganho com o aprendizado característico de um relacionamento entre diferentes culturas (GARCIA, 2012).

Tanto essa questão é presente, que em um estudo recente da Fundação Dom Cabral (FDC, 2012), com relação às empresas transacionais brasileiras, temos que mais de 63% dos países inicia sua internacionalização em algum país da América Latina. Em um relatório para o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), Hiratuka e Sarti (2011) avaliam essa questão definindo que: “ ...empresas têm a

América Latina como primeiro mercado de entrada em seu processo de internacionalização, devido à menor distância geográfica, cultural e em termos de desenvolvimento econômico.” (2011, p.32). Os primeiros mercados selecionados por empresas brasileiras estão distribuídos pelos continentes como mostra a Figura 2, ressaltando a ideia da predominância na escolha por países caracterizados por maior proximidade cultural.

Figura 2 - Primeiro mercado de entrada.



Fonte: Ranking FDC das Transnacionais Brasileiras 2012

2.3 Estudos no Brasil

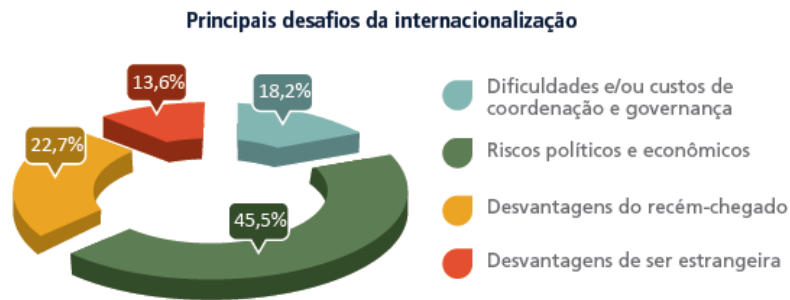
No estudo realizado por Garcia (2012), com o uso de dados para empresas brasileiras, são verificados se investimentos além de fronteiras realizados por empresas brasileiras a partir de fusões e aquisições, agregaram de fato valor a seus acionistas. Nessa avaliação, foram considerados efeitos gerais das instituições e de distância cultural entre os países envolvidos.

Foram encontradas evidências que, para processos realizados em instituições com características fortes e de distância cultural num parâmetro médio ou baixo, criou-se valor aos acionistas de empresas brasileiras.. Mais especificamente, a autora relata que:

Já a hipótese 3, cuja ideia central é a de que ambientes institucionais mais desenvolvidos trariam melhores resultados a uma F&A internacional, é suportada por uma significância a 1% e pelo sinal positivo de seu coeficiente – o qual indica que instituições mais desenvolvidas contribuem em proporção superior a instituições menos desenvolvidas para a geração de valor. (Garcia, 2012, p. 57).

Essa conclusão sustenta a análise a ser realizada por este estudo e demonstra que instituições com determinadas características tendem a obter melhor desempenho em mercados no qual são inseridas a partir de F&A. Porém, resta verificar se mudanças nas particularidades das instituições, e considerações relacionadas às distâncias culturais entre os países, afetam qual método de entrada as empresas escolhem, já que se sabe que essas variáveis afetarão os futuros rendimentos gerados. Em seu estudo sobre as empresas transacionais brasileiras, a FDC (2012) encontrou que, dentre os maiores desafios envolvidos no processo de entrada em um novo mercado, estão questões relacionadas com riscos políticos e econômicos. As proporções para cada desafio apontado pode ser observada na Figura 3:

Figura 3 - Obstáculos à internacionalização.



Fonte: Ranking FDC das Transnacionais Brasileiras 2012

Percebe-se que a grande maioria dos empresários, que já passou por um processo de internacionalização, identifica essas questões como sendo um importante obstáculo para o sucesso da operação. E que essas características estão altamente relacionadas com as estruturas institucionais e culturais de um país. Isso reforça a relevância de um conhecimento maior relacionado ao impacto dessas variáveis em termos do modo de entrada mais adequado.

3. Hipóteses

Considerando os resultados apresentados em estudos anteriores e as características atuais do mercado, é possível elaborar algumas expectativas para avaliação a ser realizada neste estudo.

Em seu estudo Brouthers e Brouthers (2000, p. 91) definem a hipótese de que “...firmas entrando em mercados caracterizados por alta distância cultural tendem a encontrar elevado risco país, e com isso, optam por entrar via F&A para reduzi-lo.” O favorecimento a processos de fusão e aquisição pode ser explicado por possibilitar maior nível de acesso as informações específicas relacionadas ao funcionamento do mercado alvo. Já para casos em que a distância cultural presente está em níveis médios ou baixos, a preferência se volta e investimentos *greenfield*, assim como apontado por Shimizu *et al* (2004) e Vermeulen e Barkena (2001). Países com maior distância cultural entre si tendem a apresentar maiores barreiras de entrada. Para contornar essas barreiras empresas tenderão a optar pela fusão ou aquisição de uma empresa local, podendo assim adquirir seus conhecimentos específicos sobre como melhor atuar na região. Dadas as discussões presentes na literatura define-se a primeira hipótese:

Hipótese 1: Empresas investindo em países-alvo com maior distância cultural em relação ao país de origem tenderão a optar pelo modo de entrada via fusão ou aquisição.

Imperfeições relacionadas à garantia de contratos aumenta as incertezas ligadas a retornos futuros, gerando impactos negativos no nível de investimento (DAUDE; STEIN, 2007). Com isso, firmas entrando em mercados caracterizados por menores níveis de risco tendem a utilizar investimentos via *greenfield* (BROUTHERS, 2002, p. 207).

As garantias dos direitos de propriedade de uma nação estão altamente correlacionadas com os níveis de corrupção presentes. Isso pode ser observado a partir da alta correlação (0,943) entre os índices de corrupção e direitos de propriedade presentes no *Index of Economic Freedom*, do *Heritage Foundation*. Rodriguez *et al.* (2005) define em seu estudo que para uma empresa se adaptar de forma eficiente em um mercado ela precisa primeiro compreender características de

corrupção presentes. Assim, para países que tem essas características enfraquecidas espera-se que a escolha seja por fusão ou aquisição, já que ao comprar alguém se adquire os conhecimentos locais específicos necessários para a atuação no mercado. A partir desse fator é possível considerar que para direitos de propriedade fortes a lógica deve ser inversa. Um país que apresente fortes direitos de propriedade, garantia no cumprimento de contratos e facilidade para o registro de propriedades (menores custos), tem maior segurança sobre o retorno dos ativos investidos e com isso, maior tendência a entrada via *greenfield*. Considerando os fatos expostos anteriormente acredita-se que:

Hipótese 2: Empresas investindo em países-alvo que apresentem maiores garantias nos direitos de propriedade, cumprimento de contratos e facilidade para registro de propriedade tenderão a optar pela entrada via *greenfield*.

Apontado por Brouthers e Brouthers (2000, p. 96) temos que “países com elevado nível de incertezas aumentam os custos de transação e influenciam significativamente no método de entrada selecionado”. Daude e Stein (2007) afirmam que o sistema regulatório e a habilidade do governo em executar políticas coerente são questões relevantes para investidores, de modo que variáveis relacionadas à previsão e estabilidade das políticas perseguidas por agentes institucionais, são significativas para criar um ambiente que seja amigável a investidores. É esperado que o comprometimento do governo local com políticas que garantam estabilidade no mercado interno e incentivem investimentos, influenciem na escolha de empresas entrantes. Países que apresentam baixa liberdade fiscal (impostos com alto peso que decrescem significativamente a receita gerada por novos investimentos), e baixa liberdade monetária (políticas incoerentes com estabilidade de preço e controle inflacionário) são considerados mais instáveis. Com isso, formulou-se uma terceira hipótese em que:

Hipótese 3: Empresas investindo em países-alvo que apresentem baixa liberdade fiscal e monetária tenderão a optar por uma entrada via fusão ou aquisição.

Brouthers e Brouthers (2000, p. 96) concluem que investimentos *greenfield* permitem firmas a explorar, com maior facilidade, vantagens competitivas. Isso ocorre pelo aumento de seu posicionamento de mercado ao reduzir custos a níveis

inferiores aos observados em concorrentes, que não possuem acesso a essas mesmas vantagens competitivas. Brouters (2002) avalia também que estruturas institucionais específicas podem gerar barreiras a entrada, como por exemplo empecilhos legais. O impacto que a taxaço exerce sobre o volume de importa o/exporta o de um país também pode ser usado para avaliar qual a melhor forma de entrar no mercado. Essa característica é aqui chamada de grau de abertura para o mercado externo. Quando a taxaço a produtos importados   elevada, demonstra um maior grau de protecionismo a indústria interna. Dada essa lógica, espera-se que:

Hipótese 4: Empresas investindo em países-alvo com baixo grau de abertura ao mercado externo tenderão a optar por entrar via *greenfield*.

4. Metodologia

4.1 Base de Dados

A base foi construída considerando as seguintes variáveis. Para identificar qual modo de entrada foi escolhido pelas empresas em cada país foi realizada a coleta de dois tipos de dados: as transações de F&A e o estabelecimento de novas plantas. Os referentes às empresas que optaram por fusões e aquisições foram obtidos a partir da base de dados *Mergers & Acquisitions* (2012) da Thomson Reuters. Ela inclui todas as fusões e aquisições conhecidas que partiram de empresas brasileiras entre o ano de 1986 até 2012. Contudo, como o interesse do estudo resume-se as transações realizadas além de fronteiras, excluíram-se da amostra os casos que envolviam a presença das empresas somente no âmbito nacional. Também foram excluídas transações onde se adquiriu menos de 50% das ações da empresa alvo, pois é necessário que a empresa brasileira controle as operações da adquirida, para que esta seja considerada uma filial.

Com relação aos dados para empresas que adotaram projetos de expansão *greenfield*, foram utilizadas as informações disponíveis no relatório da FDC, a respeito das empresas transacionais brasileiras.

Para medir o efeito da qualidade institucional no desenvolvimento das economias mundiais faz-se necessário, primeiramente, selecionar um indicador que possa capturar esse resultado. O *Heritage Foundation* desenvolveu há dezoito anos um índice denominado *Index of Economic Freedom*, que incorpora diversos fatores institucionais, principalmente com o enfoque de avaliar o quão favorável para o desenvolvimento econômico a instituição do país de fato é. Essa variável foi amplamente utilizada em estudos anteriores, como Garcia (2012), Correia *et al.* (2012) e Meyer *et al.* (2008).

A avaliação foi realizada em 184 países, considerando uma análise de nove subgrupos, de forma a incorporar os diversos aspectos institucionais distintos em cada economia. A nota de cada subgrupo varia de 0 a 100, sendo que, quanto mais próximo de zero a avaliação for, pior o país estará sendo considerado naquele quesito. No final obtém-se uma média simples desses valores, e cria-se um ranking

de todos os desempenhos, permitindo assim uma avaliação comparativa entre as economias estudadas.

As variáveis usadas para avaliar o distanciamento cultural, foram construídas de acordo com o índice de Kogut e Singh (1988), assim como realizado por Garcia (2012). Os dados usados para o cálculo foram os disponíveis no *The Hofstede Center*.

Também são necessárias algumas variáveis de controle. Estas foram obtidas a partir da base desenvolvida pela revista Exame chamada “Maiores e Melhores”, onde se encontram informações específicas relacionadas a mais de 1200 empresas brasileiras. As variáveis utilizadas foram selecionadas com base nas vistas em estudos prévios.

Uma vez capturadas todas as variáveis mencionadas acima, criou-se uma relação entre elas. Para os índices institucionais adquiridos a partir do *Index of Economic Freedom*, foram utilizados os valores dos anos referentes à entrada da empresa brasileira no país em avaliação. Para os anos prévios aos dados disponíveis, utilizou-se o ano mais antigo do índice. Transações que não possuíam todas as informações completas por alguma razão foram retiradas da amostra, restando 178 observações.

4.2 Variável Resposta

Serão avaliadas como variáveis dependentes a escolha tomada pelas empresas entre investimentos por novas plantas ou fusões e aquisições, ao inserir-se em um determinado país. Essa variável é capturada por uma *dummy*, que adotará o valor um para casos de F&A e zero para expansões por *greenfield*.

4.3 Variáveis Explicativas

Para as variáveis independentes, foram utilizados os dados encontrados a respeito das características institucionais de cada país de entrada (e seu distanciamento com relação ao observado no Brasil), o distanciamento cultural entre as nações em questão, e variáveis controle com relação a diferentes características das firmas.

4.3.1 Variáveis Institucionais

Os subgrupos do índice apresentado, *Index of Economic Freedom*, são caracterizados por elevada correlação, então a partir de uma análise prévia selecionaram-se quais dos subgrupos eram os mais relevantes para avaliação alvo desse estudo, evitando assim possíveis problemas de multicolinearidade.

Sendo assim é possível aprofundar-se em cada um dos subgrupos selecionados para melhor entender todas as características que buscam ser mensuradas, e quais os possíveis impactos que mudanças nelas podem gerar:

- **Direito de Propriedade:** mede a capacidade de se acumular propriedade privada, garantir sua proteção por meio de leis claras e a possibilidade de ocorrer uma expropriação, por parte do governo (sendo que a última, irá gerar um impacto negativo na nota calculada). Como apontado por North (1991, p. 101), “estabelecer um comprometimento crível para assegurar direitos de propriedade ao longo do tempo exige ou regras que limitem o uso do poder coercivo, ou que restrinjam o poder do governo de apropriação arbitrária de ativos.”. É a partir desta variável que se busca avaliar a credibilidade de cada nação.
- **Liberdade Fiscal:** define o peso dos impostos cobrados em um país. Eles correspondem aos custos incorridos por uma instituição, e refletem os retornos decrescentes nas receitas de impostos elevados, ou seja, quando uma nação impõe impostos excessivos ela acaba por gerar incentivos negativos aos investimentos, já que parte destes deve ser repassado ao governo.
- **Liberdade Monetária:** busca avaliar qual o comprometimento das decisões institucionais relacionadas à estabilidade de preços e controle inflacionário, pois essas variáveis podem levar a distorções nas atividades exercidas no mercado econômico.
- **Abertura para o Mercado Externo:** é uma medida que avalia o impacto dos impostos cobrados em diferentes produtos nos seus volumes de importação e exportação, ou seja, verifica o efeito de barreiras impostas nas economias.

Além dos subgrupos presente no índice apresentado, assim como Correia *et al* (2012), foram utilizados dados do estudo *Doing Business* do Banco Mundial, com o intuito de verificar diferentes pontos institucionais não necessariamente capturados pelas variáveis anteriores. Para os propósitos deste estudo foram considerados os seguintes índices presentes no estudo:

- Cumprimento de contrato: mede, percentualmente, o quanto do valor de uma possível ação, para garantia do cumprimento do contrato, seria necessária para fazer valê-lo, considerando os custos com tribunal, advogados e garantia de cumprimento da decisão judicial.
- Registro de Propriedade: mede a porcentagem do valor da propriedade que é necessária gastar para que ela seja registrada de acordo com os procedimentos específicos de cada país.

4.3.2 Variável de Distância Cultural

As distâncias foram calculadas baseando-se na fórmula de distância cultural desenvolvida por Kogut e Singh (1988), considerando as quatro dimensões culturais de Hofstede, sendo elas:

- Distância Hierárquica: avalia quanto os indivíduos de uma organização, grupo, ou instituição esperam e aceitam que o poder seja distribuído de modo desigual.
- Dimensão da Masculinidade: verifica a diferença entre os papéis que são esperados que homens e mulheres cumpram na sociedade.
- Individualismo: observa se a sociedade tem um maior ou menor grau de interação entre os grupos, podendo avaliá-las como mais individualistas ou coletivistas.
- Controle da Incerteza: mede o quanto questões ambíguas e incertas afetam os membros da sociedade.

Essa variação pode ser definida da seguinte maneira:

$$CD_i = \sum_{d=1}^4 \frac{(I_d^O - I_d^A)^2}{4\sigma_d^2}$$

Sendo CD a distância cultural; I_d as quatro dimensões culturais, onde 1 refere-se a distância hierárquica, 2 dimensão da masculinidade, 3 individualismo e 4 controle da incerteza e σ_d^2 a variância de cada uma dessas dimensões; I^O o país de origem (nesse caso tratando-se sempre do Brasil); I^A o país alvo da entrada.

Com base na metodologia adotada por Garcia (2012), os valores encontrados foram separados em quartis, e classificados como sendo de alta distância, caso estivessem nos quartis superiores, e de média/baixa distância, se estivessem nos quartis inferiores. Com isso construiu-se uma variável *dummy* que tomou o valor um quando o país que era de alta distância, e zero quando apresentava uma distância média/baixa.

4.4 Variáveis Controle

Utilizando os dados obtidos na revista Exame, os valores referentes ao nível de endividamento das empresas, e sua receita líquida foram selecionados como controle. Esperando-se assim poder melhor balancear as diferenças entre a grandeza das empresas avaliadas.

4.5 Resultados Esperados

Considerando as hipóteses formuladas e as variáveis definidas, as relações esperadas entre as variáveis explicativas e a variável resposta podem ser definidas pelos seguintes sinais esperados:

Distância Cultural (hipótese 1): quanto mais distante for a cultura do país de entrada com relação à cultura brasileira, maior a chance da empresa entrar via fusão e aquisição, para poder assim, adquirir as *expertises* necessárias para atuar no mercado de entrada, com isso espera-se que o sinal obtido seja positivo.

Cumprimento de contratos (hipótese 2): quanto mais caro for para fazer valer o que está explicitado em um contrato, maior é a chance de a empresa optar por entrar via fusão e aquisição, para poder assim aprender a administrar problemas contratuais de modo mais eficiente. Sendo assim, é esperado que essa variável apresente sinal positivo.

Registro de Propriedade (hipótese 2): quão mais caro for para se registrar uma propriedade, maior é a propensão de a empresa entrar via F&A, e evitar, desse modo, tais custos, ou seja, espera-se que o sinal apresentado seja positivo.

Liberdade Fiscal e Liberdade Monetária (hipótese 3): maiores níveis de liberdade fiscal e monetária significa maior estabilidade no mercado, reduzindo as chances de uma entrada via fusão e aquisição, e aumentando a chance da escolha por uma entrada via *greenfield*. Desse modo, essas variáveis deverão apresentar sinal negativo.

Direito de Propriedade (hipótese 2): países com maior garantia no direito de propriedade apresentam maior segurança para investimentos via *greenfield*, reduzindo as chances de entrada via fusão e aquisição, dessa forma devendo apresentar sinal negativo.

Abertura para o Mercado Externo (hipótese 4): quanto menor for essa abertura, maiores são as barreiras de entrada, e menor será a chance de a empresa inserir-se no mercado via fusão e aquisição, portanto, espera-se que o sinal apresentado seja positivo.

As expectativas relatadas, além de uma análise inicial dos dados a serem considerados, podem ser observados na tabela 1.

Tabela 1 - Estatística Descritiva das Variáveis e Sinais Esperados

Variável	Média (Desvio Padrão)	Tipo da Variável	Tipo de Entrada Esperado	Sinal Esperado
Método de Entrada	0,79	Resposta		
Distância Cultural	0,34	Explicativa	F&A	+
Cumprimento de Contratos	25,24 (17,93)	Explicativa	F&A	+
Registro de Propriedade	4,77 (2,38)	Explicativa	F&A	+
Liberdade Fiscal	73,76 (9,86)	Explicativa	<i>Greenfield</i>	-
Liberdade Monetária	75,75 (9,46)	Explicativa	<i>Greenfield</i>	-
Direito de Propriedade	60,84 (25,08)	Explicativa	<i>Greenfield</i>	-
Abertura para o Mercado Externo	75,39 (10,30)	Explicativa	F&A	+
Receita Líquida (MM)	R\$ 38.642,82 (R\$ 77.903,63)	Controle		
Ativo (MM)	R\$ 66.573,12 (R\$ 164.043,97)	Controle		

Espera-se que variáveis que apresentam sinais esperados positivos, tenham uma relação positiva com a entrada via fusão e aquisição, de forma que quanto maior for essa variável, maior será a chance do método de entrada selecionado ser via F&A. Da mesma forma, sinais negativos representam a expectativa de uma relação inversa entre a variável explicativa e a variável resposta. Com isso, para essas variáveis, espera-se que quanto maiores elas forem menores serão as chances da entrada escolhida ser via fusão e aquisição.

5. Estimação

Baseando-se nos estudos realizados por Kogut (1988), Brouthers e Brouthers (2000), Brouthers (2002) e Meyer (2008) selecionou-se o modelo logístico como método de estimação. Ele se mostra adequado por permitir a estimativa de uma variável resposta binária, que nesse caso se trata da *dummy* referente ao método de entrada. Sua modelagem revela a probabilidade da ocorrência de determinado evento a partir de uma série de variáveis explicativas.

A estimação do modelo logístico apresenta as seguintes características:

$$p(\text{Método de Entrada}) = \frac{1}{1 + e^{-X}}$$

Sendo,

$p(\text{Método de Entrada})$: A probabilidade do método de entrada escolhido ser via F&A.

$$X = \beta_0 + \beta_1 \text{Distância Cultural}_i + \beta_2 \text{Cumprimento de Contratos}_i + \beta_3 \text{Registro de Propriedade}_i \\ + \beta_4 \text{Liberdade Fiscal}_i + \beta_5 \text{Liberdade Monetária}_i + \beta_6 \text{Direito de Propriedade}_i \\ + \beta_7 \text{Abertura para o mercado Externo}_i + \beta_8 \text{Receita Líquida}_i + \beta_9 \text{Endividamento}_i$$

Para garantir a validade das estimações realizadas, verificou-se a correlação das variáveis em questão. Os resultados encontrados mostram que não existe elevada correlação dentre nenhuma das variáveis utilizadas, como pode-se averiguar na tabela 2

Tabela 2 - Matriz de Correlação entre as Variáveis Analisadas

Variável	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Distância Cultural	1								
2. Cumprimento de Contratos	-0,129	1							
3. Registro de Propriedade	-0,122	-0,028	1						
4. Liberdade Fiscal	-0,412	0,168	-0,199	1					
5. Liberdade Monetária	0,177	-0,167	-0,043	-0,281	1				
6. Direito de Propriedade	0,399	-0,248	-0,178	-0,346	0,504	1			
7. Abertura Mercado Externo	0,363	-0,074	-0,206	-0,274	0,519	0,665	1		
8. Receita Líquida (MM)	-0,097	0,068	0,082	0,116	0,030	-0,032	-0,112	1	
9. Dívida (MM)	-0,003	-0,111	0,052	-0,071	0,043	0,039	0,021	-0,263	1

Com isso a estimação realizada apresentou os seguintes resultados, explicitados na tabela 3. Os primeiros resultados referem se ao modelo completo, considerando todas as variáveis previamente discutidas. Em sequência realizou-se a estimação levando em consideração apenas as variáveis que se mostraram significativas.

Tabela 3 - Resultados da Estimação dos Modelos Logit

Variável Explicativa e Controles	Coefficiente (Erro Padrão)	Coefficiente (Erro Padrão)
Constante	-11,189** (5,031)	-10,949*** (2,378)
Distância Cultural	-0,527 (0,591)	
Cumprimento de Contratos	0,011 (0,028)	
Registro de Propriedade	0,212 (0,150)	0,210* (0,115)
Liberdade Fiscal	-0,011 (0,035)	
Liberdade Monetária	0,011 (0,028)	
Direito de Propriedade	-0,068*** (0,018)	-0,068*** (0,016)
Abertura para o Mercado Externo	0,209*** (0,041)	0,207*** (0,039)
Receita Líquida (MM)	0** (0)	0** (0)
Endividamento (MM)	0 (0,001)	0 (0,001)
Número de Observações	178	178
R ² McFadden	0,319	0,312
Estatística LR (p-valor)	0,000	0,000
Estatisticamente significativa ao nível de *0,10; **0,05; ***0,01		

Coefficientes positivos determinam que quanto maior for o valor da variável independente, maior a chance da alternativa em questão ser selecionada (neste caso tratando-se da entrada via fusão ou aquisição). O contrário também é válido para o caso de um coeficiente negativo.

Contrário ao esperado, a distância cultural entre os países em questão não se mostrou significativa na escolha do método de entrada, invalidando a primeira hipótese apresentada de que países com maior distância cultural apresentariam

maiores barreiras à entrada, e portanto, seriam mais propícios a entrada via F&A. Em sua avaliação Kogut e Singh (1988) encontram que em ambientes com maior distancia cultural, firmas tendem a entrar por *joint ventures versus* F&A. Possivelmente este é o motivo da hipótese formulada não ter se mostrado válida no modelo.

Já a segunda hipótese parece ser parcialmente correta, pois as variáveis referentes aos direitos de propriedade e registro de propriedades foram significativas. A variável que captura a garantia dos direitos de propriedade apresentou coeficiente negativo, como esperado, validando a hipótese de que quando se tem maior garantia a empresa estará propensa a entrar via *greenfield*. Enquanto isso, a variável representativa do custo do registro de propriedade apresentou coeficiente positivo, também validando a teoria de que quanto menor o custo de se registrar uma nova propriedade no país de entrada, maior a propensão da entrada ser realizada via *greenfield*. Contudo a variável referente a garantia no comprimento de contratos se mostrou insignificante.

Ambas as variáveis referentes à terceira hipótese mostraram-se insignificantes. Rejeitando a hipótese de que países com maiores níveis de estabilidade fiscal e monetária estão menos propensas a entradas via fusão e aquisição. Em uma avaliação similar Daude e Stein (2007) também invalidaram sua hipótese de que eficiência governamental e estabilidade e liberdade política afetavam positivamente investimentos externos diretos.

Finalmente, a variável representante da abertura do país ao mercado externo mostrou-se significativa e apresentou o sinal esperado. Isso suporta a hipótese 4, de que países com maior grau de abertura ao mercado externo apresentam menores barreiras de entrada, aumentando as chances de empresas selecionarem a entrada via fusão e aquisição.

6. Conclusões

A partir das características avaliadas é possível perceber que países que apresentam maior garantia em seus direitos de propriedade e menor custo no registro de propriedade terão mais empresas entrando via *greenfield*. Enquanto isso, países com um grau de abertura ao mercado externo mais elevado, tenderão a observar um maior número de empresas entrando no mercado via fusão e aquisição. Essas conclusões indicam que gestores no processo de escolha a respeito de qual método de entrada é o mais adequado em um novo mercado, deveriam considerar atentamente características institucionais que apontassem o nível de segurança nos direitos de propriedade e grau de abertura ao mercado externo, já que essas variáveis de mostraram significativas na escolha de empresas entrantes anteriormente.

Contudo, não foram encontradas evidências que suportassem as hipóteses realizadas referentes ao grau de distanciamento cultural, e estabilidade no mercado de entrada, levando ao questionamento se de fato essas variáveis são levadas em consideração por empresas brasileiras na escolha pelo método de entrada em novos mercados.

O estudo realizado apresenta algumas restrições. Primeiramente, a avaliação inclui apenas casos em que a entrada realizada foi bem sucedida, já que dados para operações falhas não são facilmente coletáveis. A omissão desses dados pode possivelmente levar a um viés dos resultados obtidos. Além disso, dados referentes a processos de entrada via *greenfield* são de difícil acesso, e nesse caso foram limitados a poucas transações. Seria interessante expandir a base de empresas que adotaram essa metodologia, para poder melhor compreender suas características.

Como custos de transação estão altamente ligados a questões institucionais, seria válido agregar variáveis que pudessem captar, no modelo, os diferentes custos presentes em cada mercado. Essa característica pode ser significativa para uma empresa ao avaliar qual método de entrada é o mais adequado.

Referências

BANCO MUNDIAL. *Doing Business*, 2012.

BROUHERS, K.D. Institutional, cultural, and transaction cost influence on entry mode choice and performance. **Journal of International Business Studies**, v. 33, n. 2, p. 203-211. 2002.

BROUHERS, K. D.; BROUHERS, L.E. Acquisition or Greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 1, p. 89-97, 2000.

CHAN, C. M.; ISOBE, T.; MAKINO, S. Which country matters? Institutional development and foreign affiliate performance. **Strategic Management Journal**, v.29, n. 11, p.1179-1205, 2008.

CORREIA, E. C.; BONZANINI, A. F.; MELO, L. FDI, *licensing*, e crescimento da produtividade total de fatores. Outubro de 2012.

DATTA, D.; PUIA, G. Cross-border acquisitions: an examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms. **Management International Review**, v. 35, n.4, p. 337-359, 1995.

DAUDE, C.; STEIN, E. The quality of institutions and foreign direct investment. **Economics & Politics**, v. 19, n. 3, p. 317-344, 2007.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL (FDC). **Ranking FDC das transacionais brasileiras**, 2012.

GARCIA, Maria Pia de Siqueira. **Criação de Valor em Fusões e Aquisições além de Fronteiras: Uma análise empírica do caso brasileiro**. São Paulo, 2012, 68 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012.

HENNART, J.; PARK, Y. Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States. **Management Science**, v. 39, n. 9, p. 1054-1070, 1993.

HERITAGE FOUNDATION. **Index of Economic Freedom**. Disponível em: < <http://www.heritage.org/index>>. Acesso em: 10 set. 2012.

HIRATUKA, C.; SARTI, F. Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente. Instituto Econômico de Economia Aplicada (Ipea), 2011.

KOGUT, B.; SINGH, H. The effect of national culture on the choice of entry mode. **Journal of International Business Studies**, v.19, n.3, p.411-432, 1988.

MEYER, K.; ESTRIN S.; BHAUMIK K.; PENG M. Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. **Strategic Management Journal**, v. 30, p. 61-80, 2009.

NORTH, D. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 5, p. 97-112, 1991.

NORTH, D. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

PENG, S.; SUNNY, L.S.; PINKHAM, B.; CHEN, H. The Institution-Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod. **Academy of Management Perspectives**, v. 23, n.3, p.63-81, 2009.

RODRIGUEZ, P.; UHLENBRUCK, K.; EDE, L. Government corruption and the entry strategies of multinationals. *The Academy of Management Review*, v.30, n. 2, p. 383-396, 2005.

SHAVER, M. Accounting for Endogeneity When Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect FDI Survival? **Management Science**, v. 44, n. 4, p. 571-585, 1998.

SHIMIZU, K.; HITT, M.A.; VAIDYANATHAN, D.; PISANO, V. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. **Journal of International Management**, v. 10, p. 307-353, 2004.

THE HOFSTEDE CENTER. **National Cultural Dimensions**. Acesso em: 20 nov. 2012.

THOMSON REUTERS. **Mergers & Acquisitions**. Acesso em: 12 set. 2012.

VERMEULEN, F.; BARKEMA H. G. Learning through acquisitions. **The Academy of Management Journal**, v. 44, n. 3, p. 457-476, 2001.

XAVIER, A. N.; TUROLLA, F. A. A internacionalização da empresa brasileira: a literature e alguns fatos estilizados. Disponível em:
<http://pezco.com.br/pdfs/internacionalizacao_empresa.pdf>. Acesso em: 20 out. 2012.