

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA E FINANÇAS**

**FUSÕES E AQUISIÇÕES INTERNACIONAIS: UM ESTUDO DE
CASO BRASILEIRO**

**FLORIANÓPOLIS
2006**

JOSEPH A. LACEY

**FUSÕES E AQUISIÇÕES INTERNACIONAIS: UM ESTUDO DE
CASO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Mestre em Economia pela
Universidade Federal de Santa Catarina.

Orientador: Ph.D. Fernando Seabra

**FLORIANÓPOLIS
2006**

JOSEPH A. LACEY

**FUSÕES E AQUISIÇÕES INTERNACIONAIS: UM ESTUDO DE
CASO BRASILEIRO**

Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do título de Mestre em Economia, Área de Concentração Economia e Finanças, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Economia e Finanças da Universidade Federal de Santa Catarina.

Roberto Meurer, Dr.
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

Fernando Seabra, Ph.D.
PPGE/ UFSC
Presidente

Luiz Carlos de Carvalho Junior, Dr.
PPGE/ UFSC

Francisco de Resende Baima, Dr.
ESAG/ UDESC

Florianópolis, fevereiro de 2006

RESUMO

O presente estudo, de modo qualitativo e teórico-analítico, apresenta o caso da aquisição da Empresa Brasileira de Compressores, S.A., Embraco, pela empresa multinacional (EMN) Whirlpool Corporation. O objetivo principal do trabalho é avaliar o processo da aquisição da Empresa Brasileira de Compressores, S.A., Embraco, pela empresa multinacional Whirlpool Corporation, um caso prático da venda da maior produtora de compressores para refrigeração para o líder mundial de produtos da linha branca na indústria de eletrodomésticos. Objetivos específicos são: Investigar os motivos determinantes para esta aquisição; Realizar a análise de fatos da trajetória a aquisição das empresas Brasmotor S.A., Embraco S.A. e Multibrás S.A.; Esclarecer o processo histórico da aquisição tendo como foco a relação existente entre estas empresas. Baseou-se na orientação teórica do modelo da estrutura OLI de Dunning e da estratégia de negócios. Os dados foram obtidos através de entrevista elaborada pelo autor, em conjunto com pesquisa secundária das empresas multinacionais Whirlpool Corporation e Embraco S.A. Os resultados demonstram que a aquisição da Embraco S.A. explica-se por um conjunto de fatores, dos quais a teoria da estratégia de negócios mais aproximadamente acompanha os eventos realizados na aplicação do Investimento Direto Externo (IDE) pela parte da Whirlpool Corporation.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Investimento Direto Externo. Whirlpool Corporation. Embraco S.A.

ABSTRACT

This qualitative and theoretical-analytical case study focuses on the acquisition of the Brazilian company, “Empresa Brasileira de Compressores, S.A.”, or Embraco S.A, by the multinational Whirlpool Corporation. The principal objective of this study is to analyze the determining factors in foreign direct investment with an emphasis on the modality of mergers and acquisitions. Specifically, it focuses upon the practical case of the sale of the largest manufacturer of refrigeration compressors to the world leader of home appliance sales. Secondary objectives are to provide a theoretical review of the investment strategies of multinational corporations, as well as the application of these strategies as possible justifications of the present case study. The analysis of this case study is based upon the theoretical model of Dunning’s OLI structure and the Business Strategy model. The data was obtained through an interview process applied by the author, as well as secondary research of the multinational corporations Whirlpool Corporation and Embraco, S.A. The results demonstrate that the acquisition of Embraco, S.A. is explained only through a combination of factors, though the Business Strategy model most closely explains and accompanies the actual case of this international acquisition, the application of Foreign Direct Investment (FDI) by the Whirlpool Corporation.

Key-words: Mergers and Acquisitions. Foreign Direct Investment. Whirlpool Corporation. Embraco, S.A.

LISTA DE QUADROS

Quadro 4.1 - Whirlpool: Eventos significantes na sua evolução para uma corporação global	50
Quadro 4.2 - Compra acionista (aquisições)	52
Quadro 4.3 - Joint Venture.....	54
Quadro 4.4 - Quatro atividades <i>greenfield</i>	56
Quadro 4.5 - Eventos significantes da Whirlpool Corporation.....	58
Quadro 4.6 - PIB real – Trimestral - (% a.a.) - IBGE SCN/Trimestral	62
Quadro 4.7 - Taxa de câmbio R\$/US\$ - comercial	63
Quadro 4.8 - Taxa Média de Crescimento do Índice Bovespa	66
Quadro 4.9 - Fatores que precepsitam o IDE, conforme as estratégias de negócios	71

SUMÁRIO

RESUMO	3
ABSTRACT	4
LISTA DE QUADROS	5
1 INTRODUÇÃO	8
2 DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO NA FORMA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	10
2.1 INTRODUÇÃO.....	10
2.2 EMPRESAS MULTINACIONAIS GLOBALIZADAS	11
2.3 FORMAS DE INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO	14
2.4 DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO.....	17
2.4.1 Fatores macroeconômicos	18
2.4.2 Fatores microeconômicos	21
2.4.3 Fatores da estratégia de negócios	23
3 FUSÕES & AQUISIÇÕES como ESTRATÉGIA ADMINISTRATIVA das EMPRESAS MULTINACIONAIS em um MUNDO GLOBALIZADO	25
3.1 MODELOS QUE EXPLICAM A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS LOCAIS.....	26
3.1.1 O Modelo do Ciclo da Vida do Produto.....	26
3.1.2 O Modelo da Teoria da Diferença em Tecnologia.....	29
3.1.3 O Modelo do Impacto da Organização da Produção Externa na Exportação	30
3.2 ESTRATÉGIAS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS NO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO	32
3.2.1 A Abordagem da Organização Industrial	32
3.2.2 A Abordagem dos Custos de Transação/ Internalização	34
3.2.3 A Abordagem do paradigma eclético.....	36
3.3 MAXIMIZANDO OS RETORNOS DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO: PRODUÇÃO, VALORIZAÇÃO, OU AMBOS?	41
3.3.1 A Decisão da Localização para Maximizar a Capacidade Produtiva.....	41
3.3.2 A Decisão Contábil para Maximizar a Valorização da Empresa Aglomerada.....	43
4 O ESTUDO DE CASO DA AQUISIÇÃO DA EMBRACO/BRÁSMOTOR/MULTIBRÁS PELA WHIRLPOOL CORPORATION	45
4.1 HISTÓRICO DAS EMPRESAS ADQUIRIDAS	46
4.1.1 Histórico da Embraco	46
4.1.2 Histórico da Brasmotor.....	47
4.1.3 Histórico da Multibrás.....	48

4.1.4 Histórico da Whirlpool Corporation.....	49
4.2 HISTÓRICO DA AQUISIÇÃO	58
4.3 O ESTUDO DE CASO	59
4.3.1 Análise dos Fatores Determinantes do IDE.....	60
4.3.1.1 Fatores macroeconômicos.....	61
4.3.1.2 Fatores microeconômicos	67
4.3.1.3 Fatores da estratégia de negócios.....	70
4.3.2 Análise da entrevista.....	74
4.3.3 Análise documental	77
4.3.4 Síntese da análise do caso Embraco	78
5 CONCLUSÃO.....	80
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	85

1 INTRODUÇÃO

A globalização é uma condição fundamental para as economias atuais. Hoje, as empresas não competem simplesmente com as da mesma indústria dentro do seu país, mas teoricamente com as da mesma indústria que atuam em todas as economias no mundo. As empresas multinacionais que operam com sucesso em um mercado externo estão aplicando suas experiências em mercados cada vez mais abertos para um capitalismo cada vez mais mundial.

O crescimento do comércio mundial nos últimos trinta anos em taxas mais altas que o crescimento da produção mundial indica um maior grau de interdependência entre os mercados nacionais. Krugman (1995) argumenta que os motivos ainda não estão claramente determinados. Conforme este autor, um aspecto novo é o da segmentação da cadeia de valor, que divide o processo produtivo em etapas geograficamente separadas, condição possível graças aos avanços tecnológicos nos transportes e comunicações, com bens inacabados sendo exportados para a montagem final, num comércio intra-firma. É neste contexto de ênfase da globalização do próprio processo produtivo, e não somente no sentido tradicional de um comércio internacional de bens e serviços, que este trabalho é desenvolvido.

Observar o crescimento do comércio internacional leva a considerar a importância crescente e notável dos investimentos diretos externos pelas empresas multinacionais. Este tipo de investimento tem demonstrado um crescimento muito maior por sua vez que o do próprio comércio internacional. Tal realidade torna as empresas multinacionais agentes econômicos mais atuantes em cenários econômicos muito mais diversificados. Desta forma, o conceito de uma produção estritamente nacional explica cada vez menos as transações econômicas observadas. A escolha geográfica da produção é cada vez mais determinada pela importância dos custos, pois a globalização atual permite tanto uma expansão da empresa multinacional com o deslocamento integral da sua produção. Isto permite uma produção possivelmente interrompida, com aspectos fundamentais do processo sendo terceirizados para mercados externos que ofereçam melhores condições de custo.

A economia brasileira, no período anterior à liberalização dos mercados, havia níveis preocupantes de inflação e uma subsequente falta de estabilidade macroeconômica. A partir da década de 90, este processo crescente de liberalização tem permitido uma participação cada vez

maior do Brasil no mercado mundial. Uma das manifestações desta participação pode ser observada nos movimentos de capitais. Este movimento, por sua vez, permitiu aproveitar-se das condições macroeconômicas brasileiras vantajosas para o investimento direto externo (IDE), mas este tipo de investimento não pode ser observado no período de 1990-97, devido à instabilidade econômica pelo qual atravessava o país.

Privatizações, principalmente nos setores elétrico e de telecomunicações, ajudaram a esclarecer a importância das fusões e aquisições (F&A) como realização do IDE no contexto brasileiro. Com a estabilidade macroeconômica cada vez mais constatada, as F&A como meio de IDE têm se expandido para os demais setores da economia brasileira. É importante salientar que as empresas brasileiras e as empresas multinacionais (EMN) alavancaram este processo.

O presente estudo, de modo qualitativo e teórico-analítico, analisa os fatores determinantes do investimento direto externo com ênfase na modalidade de fusões e aquisições. O objetivo principal do trabalho é avaliar o processo da aquisição da Empresa Brasileira de Compressores, S.A., Embraco, pela empresa multinacional Whirlpool Corporation, um caso prático da venda da maior produtora de compressores para refrigeração para o líder mundial de produtos da linha branca na indústria de eletrodomésticos. Objetivos específicos são: Investigar os motivos determinantes para esta aquisição; Realizar a análise de fatos da trajetória da aquisição das empresas Brasmotor S.A., Embraco S.A. e Multibrás S.A.; Esclarecer o processo histórico da aquisição tendo como foco a relação existente entre estas empresas.

A justificativa deste estudo de caso encontra-se na perspectiva em que tradicionalmente, o investimento direto externo é aplicado nos casos de transferência de tecnologia, na busca para se aproveitar de vantagens de produtividade, aplicações de alavancagem financeira e/ou a busca de um aumento da competitividade da empresa multinacional. Descrever o processo traçado pela multinacional Whirlpool Corporation oferece uma oportunidade de avaliar as condições da economia brasileira e as qualidades específicas da Embraco S.A. como alvo na aplicação do investimento direto externo. Espera-se que o presente trabalho contribua para a área de economia e finanças ao apresentar um exemplo detalhado da importância das fusões e aquisições no cenário brasileiro atual.

2 DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO NA FORMA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1 INTRODUÇÃO

Este capítulo trata de contextualizar o cenário em que o estudo de caso acontece. Num primeiro momento, examina-se o papel das empresas multinacionais. Observa-se que essas são agentes econômicos em uma economia que não está mais limitada às fronteiras geopolíticas, e com isso as teorias clássicas de vantagem absoluta e relativa estão sendo praticadas de forma nova, muitas vezes chamada de globalização. Apoiando e dando assistência a esse processo de globalização está o investimento direto externo, meio pelo qual uma empresa multinacional tende a expandir e atuar num mercado cada vez mais global. Além de examinar o que é o investimento direto externo, este capítulo procura definir as diferentes formas que tal investimento pode assumir, uma vez que consiste na opção típica de uma empresa multinacional para atingir suas metas internacionais de comércio. Finalmente, este capítulo resume quais são os fatores determinantes para o investimento direto externo, examinado aqueles que são significativos para as empresas multinacionais.

No que se refere às divisões geopolíticas, observa-se que o processo de globalização permite que a produção dos bens e serviços esteja cada vez menos limitada. Os sistemas financeiros também tornam-se cada vez mais internacionalizados, sendo que o processo de globalização facilita essa transformação e beneficia-se dela. Os sistemas financeiros facilitam essa transformação na medida em que tendem a ser cada vez mais semelhantes, oferecendo assim oportunidades de investimento para investidores cada vez mais internacionais. Os empréstimos feitos tipicamente pelos órgãos internacionais de fomento tendem a exigir determinadas condições macroeconômicas. Entre tais condições muitas vezes está uma maior visibilidade dos mercados nacionais, o que permite que investidores internacionais considerem oportunidades de investimento previamente desconhecidas.

2.2 EMPRESAS MULTINACIONAIS GLOBALIZADAS

Supõe-se que as empresas multinacionais (EMN) sejam maximizadoras de lucro e que busquem aumentar sua produção e suas vendas nos mercados nacional e internacional. O meio pelo qual as EMN distribuem a maioria de suas atividades fora do seu país de origem é chamado Investimento Direto Externo (IDE), definido como o processo de expansão ou criação de um subsidiário em um outro país. Conforme Howe (1994), o IDE se refere aos investimentos realizados por uma empresa estrangeira que passa a exercer sobre uma empresa nacional significativa e direta influência no tocante às decisões políticas dessa última. De acordo com Kamga Wafo (1998), uma pequena compra de fundos que não oferece controle da empresa é considerada um investimento de portfólio e por isso deve ser excluída do escopo dessa análise. Entre as demais, a diferença principal entre o IDE e um investimento de portfólio é que o IDE oferece maior controle à empresa investidora que o investimento de portfólio.

Inicialmente, era visto que o IDE existe como resultado do fluxo de capital à procura do seu maior retorno, o que implica que esse fluxo deve ocorrer a partir das economias mais desenvolvidas e relativamente ricas em capital para as economias em desenvolvimento e com escassez de capital, de modo que seu retorno seja maior, conforme a lei de oferta e de demanda. O fato é que os países mais desenvolvidos recebem as maiores partes do investimento direto externo disponível, ao contrário das previsões dessa visão (Worth, 1997; UNCTAD, 2004). Já que a lei de oferta e demanda do fluxo internacional de capital não explica suficientemente os determinantes de investimento direto externo, o assunto tem sido tema de inúmeros estudos (Spencer, 1987; Ethier, 1986; Wooten, 1999; Helpman, 1984; Markusen, 1987; Itagaki, 1979; Janeba, 1995; Lahiri; Ono, 1998a e 1998b; Markusen, 1984; Markusen; Venables, 1998; Motta, 1992; Smith, 1987; Digiovanni, 2004).

Devido à natureza maximizadora de lucro das EMN, os motivos para se realizar um IDE são questionáveis, visto que as operações internacionais na direção de países menos desenvolvidos aparentam apresentar várias desvantagens econômicas. As firmas, compostas de cidadãos que são fruto da educação formal, da cultura de trabalho, da língua e das leis do próprio país, teoricamente devem desfrutar de alguma vantagem relativa diante daquelas firmas que

justamente não são criadas considerando tais circunstâncias sociais ou limitando-se a elas, mas que desejam operar nessa economia constituída por indivíduos que são também produtos das mesmas condições nacionais. Os custos de comunicação e de transporte aumentam com os subsidiários e as expansões internacionais, em comparação com os mesmos gastos no nível nacional. Um exemplo clássico são as altas tarifas de telecomunicações internacionais confrontadas com as chamadas locais. Potenciais diferenças de língua e de cultura representam custos diretos e indiretos adicionais que firmas estritamente nacionais não precisam contabilizar.

As legislações comercial, trabalhista, fiscal e ambiental variam de um país para outro, e os custos associados ao se adquirir o conhecimento adicional dessas “novas” normas, para uma empresa estrangeira são somados aos custos básicos de uma operação produtiva eficiente, o que não pesa para firmas especificamente nacionais. O tempo necessário para conhecer o mercado externo varia entre firmas, indústrias e países, sendo eles os próprios mercados externos. Operar em uma escala internacional implica estar suscetível a riscos maiores de câmbio, estabilidade macroeconômica e corrupção, entre outros. Tais riscos podem ser interpretados como custos adicionais internacionais. Ao se estabelecerem as operações internacionais, geralmente é necessário translocar mão-de-obra na forma de técnicos, gerentes e tomadores de decisões do país de origem para o país externo, contribuindo para o aumento dos custos operacionais para as EMN (Markusen et al., 1995).

Conhecendo-se esses custos potenciais adicionais associados ao investimento direto externo, que teoricamente limitam as oportunidades de lucro da firma internacional, economistas procuram justificar o contínuo aumento das atividades das EMN nas últimas décadas (UNCTAD).

Na literatura disponível, têm-se destacado alguns temas principais para explicar de forma geral os motivos das EMN na busca competitiva para aumentar suas respectivas lucratividades diante dos desafios do mundo econômico cada vez mais globalizado. Há vários motivos que fazem com que uma empresa opere em nível multinacional: (1) procura por novos mercados para o consumo do seu produto ou serviço; (2) busca por novas fontes das matérias-primas envolvidas no seu processo produtivo; (3) maior eficiência no seu processo produtivo, que geralmente se relaciona com os custos menores associados à mão-de-obra; (4) conhecimento ou tecnologia não-disponível no seu mercado local; (5) e maior estabilidade fiscal, política ou econômica oferecida pelo mercado nacional.

No tocante à busca por novos mercados para que a empresa possa vender seu produto final, verifica-se que há várias formas para se efetuar a venda de produtos em mercados internacionais. A opção clássica e mais simples é realizada através de exportação, a qual representa uma maneira atraente para iniciar operações multinacionais e tecnicamente não requer presença física da empresa exportadora no país recipiente dos produtos ou serviços. A exportação de um país obviamente consta como a importação do país recipiente da mercadoria, e embora o processo seja praticado desde o início dos sistemas econômicos, hoje a exportação apresenta algumas desvantagens para a empresa multinacional. A principal desvantagem da exportação como solução para a empresa que busca novos mercados para seus produtos relaciona-se com as dificuldades de se manter uma relação crescente e lucrativa em longo prazo com seus consumidores sem uma forte presença física no país onde é consumido o produto. Com tempo e experiência no novo mercado, através da exportação, a empresa multinacional irá diminuir seus custos de produção. Os gastos associados à exportação aumentam o custo final do produto e, com mais tempo no mercado, a empresa multinacional tende a procurar estabelecer locais físicos para as operações de produção, manutenção (conforme o produto) e marketing nos mercados em que o produto era previamente vendido através da exportação.

A busca por novas fontes de matéria-prima baseava-se no sistema colonial. Em termos de produtos como petróleo, diamantes, borracha, gás natural, ouro e outros tantos, a firma que opera nesses mercados submete-se a ir onde existem as matérias-primas para poder extraí-las. Na maioria das vezes, o produto passa por uma cadeia de produção que envolve outros países. A empresa que atua nesse ramo é praticamente obrigada a ser multinacional.

Um aspecto interessante do processo de globalização e de abertura de mercados internacionais relaciona-se diretamente com as opções que as empresas têm de buscar novos mercados para seu processo produtivo. No caso da transformação da firma exportadora em uma empresa multinacional, a firma reconhece que produzir no mercado em que o produto é consumido permite diminuir os seus custos. Assim, a empresa multinacional possui oportunidades cada vez mais abrangentes para instalar seu processo produtivo nas economias que oferecem insumos relativamente mais baratos. Na maioria dos casos, o insumo que mais varia entre as economias nacionais é o da mão-de-obra. Muitos estudos sobre investimento direto externo têm tratado da migração de fábricas de economias desenvolvidas para economias em desenvolvimento.

Motivos menos comuns para uma empresa operar multinacionalmente são buscar um conhecimento ou uma tecnologia específica e procurar maior estabilidade fiscal, política ou econômica. No caso de uma tecnologia ou conhecimento específico, pode-se citar como exemplo as empresas japonesas, que estabeleceram operações em (no vale do Silício) *Silicon Valley*, localizada na Califórnia, EUA, para aproveitar os avanços tecnológicos na área de microprocessadores e informática em geral.

2.3 FORMAS DE INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO

Para que a firma se torne uma empresa multinacional, é necessário realizar um investimento que permita estabelecer suas operações internacionais, denominado investimento direto externo. Esse investimento pode ser realizado de várias formas, conforme apresentado a seguir.

A forma mais lógica para que uma firma possa estabelecer operações internacionais é simplesmente repetir o processo legal, fiscal e administrativo que completou no seu país de origem para registrar e iniciar suas atividades em um novo mercado, abrindo assim uma empresa original em um outro país com capital estrangeiro. Esse tipo de IDE chama-se “*greenfield activity*”, isto é, uma *atividade de campo-verde*, cuja vantagem para a empresa (agora multinacional) reside na retenção completa de controle financeiro e administrativo da subsidiária, visto que não há outras entidades controladoras envolvidas. As desvantagens nessa forma de operação são relacionadas às diferenças jurídicas, fiscais e culturais entre países diferentes. Para uma empresa aproveitar o seu ambiente novo, ela precisa reconhecer as oportunidades para o lucro, tanto no curto quanto no longo prazo. Naturalmente existe um período de aprendizagem em que a empresa multinacional não pode considerar-se adepta em reconhecer tais oportunidades no mercado externo no curto prazo, pois se ocupa com o desafio de conhecer os sistemas jurídicos, fiscais e culturais até então estrangeiros. Por mais que existam informações disponíveis para serem estudadas, tanto empresas como entidades aprendem com a prática de seus negócios. Esses desafios tendem a limitar a “*greenfield activity*” para as empresas multinacionais já

experientes em IDE externo e com um sucesso estabelecido no mercado, pois uma empresa incipiente ou de pequeno porte possui menos condições de lidar com os riscos inerentes ao processo de aprendizagem internacional.

Em virtude dos riscos inerentes à “*greenfield activity*”, muitas empresas procuram dividir o risco de operações internacionais com alguma entidade já experiente no mercado nacional destinatário, constituindo uma forma de parceria entre duas ou mais empresas de nacionalidades distintas. Das opções de IDE disponíveis, são quatro as principais: (1) *greenfield activity* (2) *joint venture*, (3) aliança estratégica e (4) fusão ou aquisição.

A “*joint venture*” é parecida com a “*greenfield activity*” no sentido de que uma nova empresa se inicia com a presença da empresa multinacional, mas a grande diferença é que a “*joint venture*” conta com a participação de uma firma do mercado local e da empresa de origem estrangeira. Caracterizada como uma verdadeira parceria, a “*joint venture*” pode oferecer lucros para uma das empresas envolvidas, para todas ou para nenhuma. A especificidade do contrato dessa opção de investimento em delinear responsabilidades, limitações e controle de todos os integrantes é um aspecto fundamental para seu sucesso ou fracasso, e por isso muitas empresas multinacionais demonstram cautela ao se envolverem com a “*joint venture*”.

Caracterizada como uma versão *light* da “*joint venture*”, uma outra opção de IDE, denominada “aliança estratégica”, oferece uma operação que envolve oportunidades no mercado estrangeiro para a empresa multinacional, sem a responsabilidade completa de abrir uma nova empresa em um mercado menos conhecido. A natureza da aliança pode variar conforme as intenções da empresa multinacional e da empresa do mercado local, mas o princípio do acordo é uma cooperação internacional entre as duas entidades. Essa cooperação pode ser restrita a um aspecto específico da chegada do produto ao mercado, como o marketing local de um produto estrangeiro, ou pode abranger quase todas as operações do processo produtivo. A “aliança estratégica” muitas vezes é vista como uma oportunidade para as empresas se conhecerem na prática das operações, com a possibilidade de a aliança evoluir futuramente para uma “*joint venture*”.

Em vez de estabelecer uma nova entidade por meio do investimento direto externo, muitas empresas multinacionais optam pelo caminho de controle acionário de uma empresa que possui experiência ou alguma posição cobiçada no mercado destinatário. Essa terceira forma de IDE chama-se “*fusão ou aquisição*”, e a diferença entre ela e a “*joint venture*” reside no próprio

controle acionário. Uma fusão entre duas empresas acontece quando ambas retêm o controle acionário sobre suas próprias pessoas jurídicas, ao passo que uma aquisição envolve uma das empresas que adquire, através da compra de ações, uma participação acionária majoritária na outra empresa.

2.3.1 Preferências no investimento direto externo

Embora existam as quatro formas mencionadas para a firma internacional aplicar seu IDE, quando se trata desse tipo de investimento visivelmente aplicado pela EMN típica, na prática são considerados dois os tipos de IDE, a atividade greenfield e as fusões e aquisições (F&As) internacionais. De acordo com Moon et al. (2003), “o IDE por empresas multinacionais (EMN) pode ser dividido entre dois principais tipos, baseados na forma de entrar no mercado, principalmente, investimento “*greenfield*” e F&As internacionais”. Embora vários outros estudos expliquem as motivações do IDE e seu impacto nos países recipientes, o trabalho de Moon et al. realça os estudos referentes aos motivos para IDE de Dunning (2000), o World Investment Report (2000, 2001), Moon e Roehl (2001), e os estudos dos impactos de IDE pelo World Investment Report (2000, 2001) e Dunning (2003), (MOON et al., 2003, p. 4). Concorda Kamga Wafo (1998) com essa divisão. Segundo o autor,

investimento direto externo geralmente é de dois tipos: a criação de ativos produtivos por estrangeiros que constroem algo novo, ou alternativamente a compra de ativos por estrangeiros, presumivelmente porque eles acreditam que podem usar os ativos de uma forma mais produtiva que estão sendo usadas pelos vendedores (WAFO, 1998, p. 3).

Alem de reconhecer a preferência para a atividade greenfield e/ou as F&As internacionais frente as várias opções de IDE, há também uma tendência crescente para aplicar o investimento direto externo na forma de F&A, em vez das atividades greenfield. O Relatório Mundial de Investimento (*World Investment Report*) da UNCTAD destaca que “Fusões e aquisições

internacionais (F&As) têm se tornado o modo primário de internacionalização nos últimos anos” (UNCTAD, 2000).

A pesquisa em IDE tem notado essa tendência. Como afirmam Moon et al.:

pesquisas de F&As internacionais, embora crescentes, não têm sido tão volumosas quanto o conjunto grande de pesquisas sobre ambas as F&As domésticas e alianças internacionais. Esse fato é surpreendente de certa forma, pois F&As têm demonstrado ser uma rota importante para a internacionalização nos últimos anos. De fato, F&As representam cada vez mais a forma de investimento externo global, enquanto os volumes de investimento “greenfield” têm diminuído no mesmo período (UNCTAD, 2000).

Outros autores como Erramilli (1991), Cho e Padmanabhan (1995) e Brouthers e Brouthers (2000) afirmam que muito da pesquisa que trata das F&As internacionais tem sido conduzida com o foco na forma de entrada, na qual a fusão ou aquisição é apresentada como alternativa estratégica para estabelecer de um lado, uma aliança e de outro, um investimento *greenfield*.

2.4 DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO

De acordo com Root e Ahmed (1979, p. 764), os países em desenvolvimento que têm atraídos as maiores quantias de investimento direto do tipo *não-extração* são aqueles que possuem uma urbanização substancial, uma infra-estrutura relativamente avançada, taxas de crescimento e PIB per capita relativamente altos, além de estabilidade política.

Dos inúmeros estudos que determinam os fatores significantes no processo de aplicação de IDE – seja analisando as condições necessárias já existentes nos mercados externos, pelo lado do crescimento financeiro e produtivo das empresas multinacionais, seja analisando as estratégias macroeconômicas a serem implementadas ou fortalecidas pelos países em competição pelo IDE – não há conclusão definitiva no sentido de listar *tais* fatores como indisputáveis e outros como desnecessários. Um desafio imenso nesse campo é discernir entre os fatores significativos quando a pesquisa trata de um caso específico. Na tentativa de responder a essa questão, o campo atrai a

atenção de economistas que procuram definir caminhos para o sucesso econômico das EMN e dos países participantes do IDE. Assim, podem-se ressaltar certos fatores importantes para o IDE, não pela certeza científica de sua significância em termos de tais fatores serem necessários, casuísticos ou condicionais nesses processos de internacionalizar mercados, mas pelas tendências observadas dentro do próprio campo de pesquisa, para uma análise contínua e aperfeiçoada.

Este trabalho apresenta alguns desses fatores considerados importantes, os quais estão organizados em três grupos: (1) fatores macroeconômicos, que revelam diferenças nas qualidades macroeconômicas dos países, distinguindo oportunidades ou oferecendo justificativas para o sucesso das empresas multinacionais que se expandem e internalizam unidades de produção nesses locais; (2) fatores microeconômicos, que determinam direta e indiretamente as oportunidades de lucratividade no curto prazo, influenciando as oportunidades de lucratividade em longo prazo; (3) fatores da estratégia de negócios, que geralmente são tentativas de quantificar aspectos da qualidade da mão-de-obra entre as economias nacionais. A seguir explicitam-se em seções distintas cada um desses fatores.

2.4.1 Fatores macroeconômicos

Como as EMN agem como os agentes econômicos, suas decisões específicas de investimento direto externo não dependem simplesmente das características intrínsecas de cada firma candidata para receber o IDE. Também são considerados os fatores exôgenos das firmas, sendo eles as características intrínsecas da economia nacional em que opera a firma candidata para o IDE. Estes são os fatores macroeconômicos relevantes às decisões das EMN na aplicação do IDE. Para os fins deste estudo, são apresentados três (3) dos vários fatores macroeconômicos potenciais. Os três (3) fatores econômicos são (a), o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB); (b), a taxa de câmbio; e (c), o custo de capital da economia em comparação com os demais países competidores.

O crescimento do PIB e seu crescimento per capita refletem sobre o mercado nacional, especificamente o seu desenvolvimento sobre o tempo. Se o agente econômico for limitar-se a

considerar somente o PIB em termos brutos, medindo os valores totais do PIB, o fato da economia nacional estar em fase de crescimento ou em fase de regressão não se apresentaria. O crescimento do PIB compara o desempenho atual da economia nacional com o seu desempenho em períodos anteriores, sendo eles meses, trimestres ou anos fiscais. Cabe à EMN determinar quais seriam os períodos de maior relevância. Em contrapartida, o crescimento do PIB per capita proporciona para as populações diferentes entre os demais países. Desta forma, mede a capacidade per capita para contribuir para o estado econômico. As taxas de emprego e desemprego, a polarização da população para centros urbanos e industriais, as taxas de alfabetização e as tributações como percentuais do PIB refletem variadas perspectivas mais específicas da contribuição para o PIB de cada agente econômico individual. Acima de tudo, o fator da taxa do crescimento do PIB e a relação do PIB por habitante são significantes na determinação do investimento direto externo (Digiovanni, 2004). Para os fins do presente estudo, as análises do crescimento do PIB e do crescimento do PIB per capita são apropriadas.

A taxa de câmbio é outro fator macroeconômico que deve ser considerado pela EMN na sua decisão sobre o IDE. Em parte, a taxa de câmbio reflete a compatibilidade entre as duas economias, a da EMN e da aplicação do IDE. A taxa de câmbio expressa a diferença entre o poder aquisitivo internacional das duas economias. A EMN que desfruta de uma taxa de câmbio vantajosa considera as implicações então decorrentes da própria aplicação do IDE, pois custará relativamente menos que investimentos aplicados em sua economia nacional. A decisão da melhor hora de aplicar o IDE depende em parte da taxa de câmbio. Em contrapartida, a decisão entre o IDE e a exportação, por exemplo, beneficia-se substancialmente de uma consideração profunda à taxa de câmbio e suas projeções futuras, em que as operações resultantes do IDE competirão com outros produtos de outros mercados, outras EMN e outras empresas locais após o IDE.

O custo de capital de cada país representa o terceiro fator macroeconômico que cada EMN considera na sua aplicação do IDE. O custo de capital é a taxa de retorno mínima que um empreendimento deve apresentar para a empresa aplicar seus recursos limitados para tais fins lucrativos. A escolha de localização da EMN ao aplicar seu IDE implica que a EMN aceita o custo de capital que tal país oferece. Para este trabalho, são três (3) variáveis que servem de variáveis proxy para o custo de capital do Brasil, economia em que se encontra a Embraco, S.A. Elas são (a) o crescimento do PIB per capita; (b) o retorno de portfólio da BOVESPA, mercado

de ações de empresas brasileiras de capital aberto; e (c) a contribuição do “comércio, transporte e a comunicação” para o PIB, que permite a comparação de infra-estruturas entre um país e outro.

O crescimento do PIB per capita implica, de forma específica, um retorno esperado para um investimento direto externo entre cada economia. Literalmente, seria uma estimativa da rentabilidade de cada agente econômico individual. Se a EMN valoriza ou até depende da mão-de-obra (ou classificações específicas desta mão-de-obra nacional) envolvida no seu processo produtivo, este indicador talvez tenha mais utilidade.

Outra medida potencial para um retorno esperado para o IDE é o retorno anual no portfólio do mercado na bolsa de ações nacional. Com a tendência do IDE ser cada vez mais aplicado em forma de fusões ou aquisições, o portfólio do mercado das empresas de capital aberto indica a taxa de lucratividade para um investimento de portfólio dado o nível mínimo de risco para no mercado nacional das empresas de capital aberto. Ao optar para o IDE, assumindo os riscos de investimento assim inerentes, a EMN procura um retorno mais lucrativo que o retorno esperado no investimento à menor taxa de risco do mercado acionista.

Por final, a comparação do custo de capital entre os países competidores para o IDE deve incluir uma consideração da taxa de juros nacional, conhecido como o investimento de menor risco do mercado nacional. A taxa de juros é apoiada pelo Banco Central, como um credor de último recurso. Desta forma, a taxa de retorno no IDE da EMN deve apresentar-se como mais lucrativa que o retorno no investimento mais seguro da economia nacional. Por outro lado, a infra-estrutura nacional existente permite ou limita o crescimento econômico de cada empresa. A relação entre o “comércio, o transporte e a comunicação” como componente do PIB, outro fator significativo na determinação do IDE, reflete a importância da infra-estrutura da economia local nas decisões das empresas multinacionais. Hymer (1971) conclui que os investidores internacionais são atraídos por países que estão construindo ativamente suas instalações de infra-estrutura.

Em resumo, a literatura aponta os seguintes fatores como os principais fatores macroeconômicos nas decisões das EMN. O crescimento do PIB e seu crescimento per capita representam as tendências no desempenho do mercado nacional, local do IDE. A taxa de câmbio determina em parte a estimação da lucratividade de longo prazo da aplicação do IDE, conforme as comparações com as operações tradicionais de exportação e importação, tanto quanto a lucratividade de curto prazo em termos da melhor hora estimada para aplicar o IDE. Finalmente,

o custo de capital compara uma economia em termos gerais com as demais potenciais receptoras do IDE da EMN. Tem-se três considerações pela parte da EMN ao estimar o custo de capital de um país por fins de IDE. São o crescimento do PIB per capita; o retorno de portfólio da BOVESPA, mercado de ações de empresas brasileiras de capital aberto; e a contribuição do “comércio, transporte e a comunicação” para o PIB, que permite a comparação de infra-estruturas entre um país e outro.

2.4.2 Fatores microeconômicos

Como as EMN agem como os agentes econômicos, suas decisões específicas de investimento direto externo dependem em parte das características intrínsecas de cada firma candidata para receber seu IDE. Ao considerar o fato que todas as empresas de uma determinada economia lidam com basicamente as mesmas condições macroeconômicas, as diferenças nos desempenhos respectivos das firmas da mesma indústria devem-se em grande parte às diferenças entre estas próprias empresas. Por este motivo, as decisões das EMN em aplicar o IDE dependem das características intrínsecas das firmas candidatas a receber o IDE. Algumas destas características intrínsecas das firmas candidatas a receber o IDE são analisadas em termo dos fatores microeconômicos relevantes às decisões das EMN na aplicação do IDE.

As teorias modernas sobre o IDE surgem com o trabalho de Hymer (1976). Ele concluiu que as EMN procuram maximizar o aproveitamento das suas vantagens inerentes, aplicando-as em economias externas. Para o Hymer, foram três (3), essas vantagens inerentes mais notáveis. Sendo elas: (a) o acesso a uma tecnologia própria; (b) os resultados das habilidades de gerenciar e estabelecer um marketing bem-sucedido; e (c) o valor implícito da(s) marca(s) registrada(s) da EMN. São conhecidas como vantagens de propriedade (*ownership advantages*). Para melhor aproveitar das suas vantagens de propriedade, estas mesmas teriam que ser suficientemente vantajosas para superar as vantagens possuídas pelas empresas nacionais em relação ao seu próprio mercado, tal mercado nacional das empresas locais e simultaneamente um dos mercados externos para a EMN.

O trabalho de Dunning (1977), baseado nas obras de Hymer e outros, adicionou as vantagens do local e internalização às da propriedade, assim criando a estrutura OLI (Ownership, Location, Internalization). Conforme o Dunning (1993), para realizar o IDE, as vantagens de propriedade da EMN, em princípio, devem superar as demais vantagens das firmas competidoras. Como as vantagens de OLI são particulares para cada EMN, geralmente são quantificadas em termos dos fatores microeconômicos relevantes para o IDE.

As vantagens de OLI se resumem em um processo de decisões administrativas sobre a opção da EMN aplicar um IDE ou não. Em um primeiro momento, a firma analisa e estabelece se ela tiver os recursos econômicos, sendo eles propriedade física e/ou direitos intangíveis, tais que a firma então possui vantagem(ns) comparativa(s) frente às demais firmas competidoras. Caso não possua, a decisão de aplicar um IDE deve ser adiada até a firma possui sua(s) vantagem(ns) comparativa(s). Caso possua, a EMN analisa e determina se é mais lucrativo manter controle dos mesmos recursos econômicos. Caso que não seja, a EMN então procura os vender, financiar ou licenciar para uma firma nacional no mercado externo em questão. Caso seja, a EMN opta por internalizá-los, então partindo para a decisão entre o IDE no mercado externo e a exportação para o mesmo. Esta estrutura de OLI de Dunning para o IDE baseia as decisões de cada etapa do processo na lucratividade das duas opções, sendo que a EMN é maximizadora de lucro.

Em resumo, de acordo com a estrutura de OLI de Dunning para o IDE, a EMN ultimamente opta para o IDE porque este seria mais lucrativo que a exportação para o mercado externo. São essencialmente três etapas decisivas. A primeira é a análise da posse de vantagens de propriedade (Ownership). A segunda é a opção de internalizar (Internalization) ou não suas vantagens de propriedade. A última decisão no processo é a escolha entre o IDE e a exportação para o mercado externo. De importância fundamental desta última análise é a distinção de cada mercado externo, ou seja, a decisão do local do IDE (Location). Dos inúmeros fatores microeconômicos envolvidos na avaliação da lucratividade do processo produtivo das EMN e suas expansões para os mercados externos, alguns fatores foram selecionados para este estudo. Os fatores microeconômicos envolvidos na decisão da EMN que aplica a estrutura OLI para suas decisões de IDE são cinco. São eles, (a) os custos de transporte e frete; (b) o tamanho e crescimento do mercado externo; (c) os custos dos insumos, do qual a mão-de-obra tende a pesar de forma significativa; (d) a qualidade dos insumos e do processo produtivo; e (e) a estabilidade política.

2.4.3 Fatores da estratégia de negócios

Como as EMN agem como os agentes econômicos, suas preferências para maximizar sua lucratividade são expressas através das suas escolhas com o decorrer do tempo. A teoria da estratégia de negócios (Dunning, 1993) complementa as teorias mais econômicas ao considerar os determinantes do IDE. Como nos casos dos agentes econômicos individuais, formados pelas suas crenças, experiências, perspectivas e formação particulares, estas preferências individuais podem surgir na forma em que os fatores macroeconômicos e microeconômicos são atribuídos seus pesos durante os processos decisivos. Também, podem surgir de forma mais liberal, sendo que as decisões para maximizar sua lucratividade operacional da EMN podem variar tanto quanto os fatores quantitativos variam em mercados internacionais. Desta forma, a estratégia de negócios da EMN não seria tão fixa às preferências explícitas da EMN como um agente econômico individual, mas seria fixa à lucratividade em si.

Mesmo com a possibilidade teórica de não ter uma estratégia de negócios explícita, entre as diferenças nas definições da estratégia de negócios, um ponto comum é a ênfase na estratégia de negócios da EMN para guiar suas decisões de expansão para os mercados externos. Desta forma, a estratégia de negócios guia e apoia suas decisões de marketing, de produção, de investimento e de localização. Central à estratégia de negócios é a classificação dos determinantes das escolhas estratégicas da EMN. São classificados como endógenos os determinantes que pertencem especificamente à EMN, como suas vantagens de competência básica (core competencies), sua filosofia de melhor administrar a EMN e as crenças e formações dos dirigentes da EMN. São classificados como exógenos os determinantes que tratam dos ambientes político e econômico da EMN. Dentro deste quadro de determinantes exógenos tem-se as demais firmas competidoras (e suas estratégias de negócios próprios), normas governamentais (em múltiplos mercados externos) e as vantagens e o poder de barganha das firmas que participam da sua cadeia produtiva. Com tantas variáveis a considerar, a EMN refere à estratégia de negócios para nortear suas decisões de expansão para os mercados externos. Considerando a estrutura de OLI de Dunning, a EMN usa sua estratégia de negócios para determinar quais das suas vantagens de propriedade devem receber seu foco e atenção em momentos diferentes, em que mercado externo a EMN deve investir e em que forma deve assumir o IDE.

Conforme o Douglas e Craig (1989 e 1995), as estratégias de negócios das firmas evoluem com a evolução da empresa. Reconhecendo quatro fases distintas, eles as classificam como: (1) um foco doméstico; (2) a entrada inicial em um mercado externo; (3) a expansão internacional, subsequente do sucesso inicial; e (4) a transição para operações de fato globais. Um detalhamento dos fatores que sinalizam a transição da EMN entre uma fase e a próxima será apresentada no capítulo 4, com o estudo de caso.

Em resumo, a teoria da estratégia de negócios oferece uma forma maleável de analisar as decisões da EMN sobre o IDE dentro da estrutura da sua expansão para os mercados externos. Este modelo considera os agentes decisores dentro da EMN, argumentando que a estratégia de negócios guia e direciona a EMN ao enfrentar as múltiplas variáveis envolvidas no processo de avaliar a lucratividade do IDE. Este modelo também reconhece que as decisões da EMN evoluem com a própria evolução da EMN, assim valorizando e priorizando fatores específicos com pesos variados em momentos diferentes da firma.

3 FUSÕES & AQUISIÇÕES COMO ESTRATÉGIA ADMINISTRATIVA DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS EM UM MUNDO GLOBALIZADO

Neste capítulo, examina-se a decisão das EMN que procuram aplicar os IDEs. O Capítulo 2 ressaltou que há várias opções de IDE, entre elas a atividade *greenfield*, a joint venture, a aliança estratégica e as fusões e aquisições. O relatório mundial de investimento (World Investment Report – WIR), publicado pela UNCTAD, revela que há claras tendências que demonstram que as EMN optam cada vez mais pelas fusões e aquisições como estratégia administrativa, na sua busca de conquistar cada vez mais espaço em mercados progressivamente mais globalizados (WIR, 2004). Num primeiro momento, este capítulo relata alguns dos motivos específicos para estas tendências. Em seguida, o capítulo foca nas próprias estratégias das EMN na aplicação dos seus IDEs, reconhecidas na literatura econômica. Por fim, o capítulo examina uma decisão fundamental das EMN na aplicação das F&As internacionais: priorizar um crescimento produtivo ou priorizar um crescimento contábil, através da realização da F&A.

Mesmo que hajam várias opções de IDE, o mesmo tende a ser aplicado em duas destas formas; os investimentos *greenfield*, que aplicam capitais novos para empreendimentos novos em mercados externos; e as F&As públicas de firmas externas já existentes (UNCTAD, 2000). “A década de 90 testemunhou uma explosão de F&As internacionais. Aumentos nestes fluxos de capitais parcialmente refletiram uma alteração na composição do IDE em direção oposta aos investimentos *greenfield* (firmas inauguradas pelo IDE). Estes aumentos também foram esporeados pelo crescimento em mercados financeiros globais que ofereceram meios para que as firmas aproveitassem as oportunidades de investimentos interno e externo” (Digiovanni, 2004, p. 2). Andrade et al. (2001) informam que mesmo havendo significativa ênfase acadêmica das áreas de administração e economia internacional na investigação das conseqüências variadas e causas possíveis das F&As nacionais, poucos desses trabalhos têm sido realizados com a intenção de examinar estes fluxos de capitais internacionais. “Um outro aspecto importante é que as F&As implicaram muito mais em operações internacionais (Black, 2000), seus números cresceram rapidamente de 4149 em 1991 ao 5378 transações em 1998 (UNCTAD, 2000). Quase 90% destas operações envolveram firmas de países em desenvolvimento. Além disso, elas representam em

média aproximadamente um quarto das transações totais de F&As dessa década mais recente, ambos em termos de valor e de quantidade” (Bertrand et al., 2004, p. 2).

Além de ser notada a tendência do crescimento total do IDE e das F&As no cenário econômico mundial nos anos 90, a importância das F&As como forma de IDE para as EMN tem ganhado espaço frente às atividades *greenfield*. Nos últimos anos, a preferência por parte das EMN pelas F&As em vez dos investimentos *greenfield* vem se mostrando de forma clara. “Durante este período (*a década de 90*), aproximadamente 80% das transações de IDE assumiram a forma de F&As” (Bertrand et al., 2004, p. 2).

3.1 MODELOS QUE EXPLICAM A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS LOCAIS

Nesta seção, alguns modelos elaborados na literatura econômica serão apresentados. Estes modelos procuram explicar possíveis influências do IDE no desenvolvimento das EMN. Uma vez que o leitor tem examinado os seguintes modelos econômicos, a lógica das estratégias das EMN em termos de aplicar o próprio IDE estará mais clara.

3.1.1 O Modelo do Ciclo da Vida do Produto

O primeiro modelo a ser apresentado em este trabalho é o modelo do ciclo da vida do produto (Product Life Cycle (*PLC*) Model). Este modelo trata de avaliar a relação entre as fases da “vida” de um produto e a variação das necessidades de localização conforme as variações das necessidades de mão-de-obra qualificada para sua produção. Em resumo, são três fases.

Na fase inicial, observa-se que produtos novos são produzidos, lançados e vendidos em um mercado desenvolvido, ou em alguns mercados desenvolvidos. A segunda fase está caracterizada

pelo fato que esses produtos já estabelecidos no(s) seu(s) mercado(s) desenvolvido(s), quando considerados maduros passam a ser produzidos no país que oferece as mais eficientes condições de produção. A partir desta transformação produtiva, eles são vendidos no mercado externo onde são produzidos e também exportados para os demais países desenvolvidos (muitas vezes inclui-se o país original do produto). A última fase relata a padronização do produto para sua próxima transformação produtiva: sua produção em mercados em desenvolvimento. Nessa etapa final da evolução da produção, o produto será exportado para os demais mercados, desenvolvidos e em desenvolvimento.

No final da década dos 70, algumas indústrias mais que outras tendiam a sofrer mudanças sistemáticas devidas às inovações tecnológicas. Alguns exemplos dessas indústrias são as de produtos químicos, eletrônicos, mecânicos e de transporte. Nessas indústrias cresciam significativamente as redes de negócios internacionais e a importância do papel da EMN, como resultado do impacto das suas respectivas inovações tecnológicas (Vernon, 1979). Pareciam não existir mais as mesmas restrições clássicas entre os diferentes mercados, conforme o modelo do ciclo de vida do produto. Além do papel crescente das EMN frente ao das economias nacionais, houve outras mudanças no quadro da análise do modelo do ciclo da vida do produto. Notou-se que eram consideravelmente menores os intervalos entre as primeiras duas fases do modelo: o período do lançamento do produto em um mercado desenvolvido para o período em que o produto tinha começado a ser produzido em um mercado externo. As diferenças entre os próprios mercados desenvolvidos passaram a ser menos significantes (Vernon, 1979).

O papel do modelo do ciclo da vida do produto depende de uma série de fatores, o primeiro tratando da questão da informação necessário para realizar-se a transação internacional. Quanto menores os custos envolvidos no processo de aquisição, assimilação e interpretação da informação relevante para a EMN, menos importantes seriam as hipóteses do modelo do ciclo de vida. O modelo depende de um nível inerente de dificuldade de entrada nos mercados externos, em parte devido ao acesso à informação pertinente ao produtor estabelecido na economia desenvolvida. Um custo relativamente baixo de adquirir informação para a produção de produtos inovadores permite que empresas locais em mercados em desenvolvimento tenham condições de inovar produtos ou o processo de produção, e que a exportação dos produtos inovadores não limita-se aos mercados desenvolvidos, onde o modelo na sua forma original coloca a responsabilidade para a primeira e segunda etapas da produção internacional. Por outro lado,

quanto maior o grau de homogeneidade da demanda mundial da indústria, o que permite maior espaço no mercado para produtos padronizados, maior o papel do modelo do ciclo da vida do produto na análise da evolução da produção internacional e exportação subsequente do produto. Um exemplo deste processo é a proximidade relativa da pesquisa e desenvolvimento com a administração operacional, no sentido de manter sua infra-estrutura física para a inovação do produto perto do centro administrativo da EMN. As EMN com estas condições também tendem a abrir fábricas para fornecer os componentes do processo da sua produção em ambas as economias desenvolvidas e em desenvolvimento, com um alto grau de integração na rede mundial destas fábricas componentes da EMN.

As EMN que tipicamente desenvolvem inovações cuja maior aplicação está nos mercados de origem, ou no país sede da firma, podem oferecer o mesmo “direito” ao seus subsidiários. Neste sentido, os subsidiários da EMN acabam desenvolvendo inovações que têm aplicação até limitada para sua economia local, fruto da sua análise do mercado nacional, e não como resultado da homogeneidade da demanda mundial para um produto padronizado. Em outras palavras, o modelo do ciclo da vida do produto pode ser aplicado para uma EMN que opera como um conjunto de várias empresas nacionais independentes não-concorrentes da mesma indústria, aproveitando da administração local de cada entidade e aplicando as inovações pertinentes e específicas para seu mercado, sem a intenção típica do modelo para aplicar tais inovações no ramo mundial do produto. Além disso, o modelo pode explicar as atividades de inovação das empresas menores que não estão expandidas a ponto de incluir vários subsidiários internacionais na sua rede corporativa de produção. O modelo pode ser útil também na análise das firmas de origem dos mercados menos desenvolvidos que procuram expandir sua produção para um nível internacional.

Neste sentido, o modelo do ciclo da vida do produto explica com um certo grau de certeza as atividades das empresas multinacionais que procuram inovação no seu processo produtivo e dos seus produtos em si através dos seus subsidiários internacionais, oferecendo maior liberdade no processo administrativo para tais entidades, considerando a intenção básica de estar produzindo um produto sob a mesma marca internacional. Através de uma rede bem estabelecida de subsidiários externos no processo produtivo, as inovações e produtos novos podem ser desenvolvidos e introduzidos nos mercados externos com maior rapidez e subsequentemente, sucesso.

3.1.2 O Modelo da Teoria da Diferença em Tecnologia

O segundo modelo a ser apresentado neste trabalho é a teoria da diferença em tecnologia, que procura explicar o comércio de bens manufaturados entre países desenvolvidos e com condições econômicas semelhantes. Pela realidade do comércio competitivo em mercados abertos, se uma empresa introduz um produto novo, ou seja inovador, as empresas competidoras podem subseqüentemente lançar produtos que são imitações do produto novo e ganham espaço no mercado pelas suas vantagens relativas. Embora, pela teoria da diferença em tecnologia, as cópias inspiradas no produto inovador sofram uma desvantagem pelo fato de precisarem de tempo para conhecer adequadamente a situação competitiva, criar o processo produtivo e introduzir o produto no mercado. Por menor que seja o tempo necessário, o produto inovador sempre desfruta da vantagem de já estar presente no mercado enquanto as demais empresas competidoras estão se esforçando para entrar nesse mercado. Caso o produto inovador esteja lançado em uma economia externa, a teoria diz que o tempo necessário para a entrada de produtos-imitação será ainda maior, pois as empresas tendem a ser menos cientes de lançamentos vindos dos mercados externos. Neste intervalo, o país sede da empresa que lançou a inovação aproveita as exportações resultantes da demanda pelo produto nos mercados internacionais (Posner, 1961).

Conforme a teoria da diferença em tecnologia, avanços tecnológicos tendem a vir das economias de salários altos, característica dos países mais desenvolvidos, por conseqüência, também são os países das exportações iniciais destes produtos inovados no mercado global. Os demais países tem condições de fabricar produtos substitutos a um custo menor, os quais podem exportar pela vantagem de custos (Hufbauer, 1996). Assim, novas indústrias surgem com regularidade nos países desenvolvidos, com os países menos desenvolvidos recebendo operações crescentes das indústrias que usufruem das tecnologias menos atualizadas (Krugman, 1979). Uma das vantagens do IDE, pela teoria da diferença em tecnologia é a aceleração do processo de avanço tecnológico, contando que os custos associados pela pesquisa e desenvolvimento original sejam maiores que os custos associados à instalação de tecnologias desatualizadas em mercados externos. Desta forma, o país menos desenvolvido tem a oportunidade de expandir suas exportações. Embora a importância do aumento subseqüente das exportações dependa das

diferenças de tecnologia entre os países desenvolvidos e os demais, principalmente do nível “inicial” da tecnologia no país menos desenvolvido e a então diferença com os demais países desenvolvidos. Uma capacidade maior para a pesquisa e desenvolvimento no país menos desenvolvido permite a transferência das tecnologias mais avançadas, que diminui a diferença resultante em tecnologia. Uma capacidade maior para a pesquisa e desenvolvimento no país desenvolvido permite a transferência das tecnologias mais desatualizadas, que expande a diferença resultante em tecnologia (Glass; Saggi, 1998).

Assim, o processo de inovação pode ser uma vantagem relativa nos mercados internacionais, oferecendo mais um caminho para a internalização. Também o IDE oferece uma opção para o país receptor desenvolver suas capacidades tecnológicas a um custo menor, e por isso acelerar o processo de desenvolvimento de sua economia. Finalmente, as condições locais de pesquisa e desenvolvimento do país menos desenvolvido determinam as suas possibilidades de atrair IDE e produzir níveis variados de tecnologias desatualizadas que permitem a expansão das exportações através de suas vantagens relativas de custos de produção.

3.1.3 O Modelo do Impacto da Organização da Produção Externa na Exportação

Outra forma de avaliar as estratégias administrativas das EMN em um mundo globalizado depende da análise do impacto da organização da produção externa na exportação, visto que há dois tipos principais de IDE: o horizontal e o vertical. Esta abordagem chama-se o impacto da organização da produção externa na exportação.

A importância dos custos de comércio e também o acesso aos mercados locais é fundamental nos casos do IDE horizontal, sendo que estes são fatores determinantes na escolha de localização do investimento externo direto. Uma EMN “horizontal” aplica IDE porque esse apresenta maior acesso ao mercado local, evitando assim as barreiras fiscais associadas às tarifas de exportação/ importação. Conforme Dunning (1998), a maioria dos investimentos diretos externos horizontais acontecem nas economias industriais e avançadas, com alguns setores dependentes em altos níveis de tecnologia observando atividade econômica, agrupada por região,

influenciada pelos investimentos diretos externos também. No caso do IDE horizontal, as filiais externas praticam atividades econômicas semelhantes às operações do mercado original da EMN. Isso acontece com a padronização do processo produtivo, repetido em mercados externos sem importar-se com insumos locais diferentes ou os benefícios da proximidade ao consumidor. Mesmo assim, nesse tipo de organização internacional de produção, cada afiliada externa produz principalmente para seu mercado local. Não observa-se comércio interno significativo entre essas unidades de produção internacionais (Markusen et al., 1996).

Uma vantagem importante resultante do IDE vertical é o benefício das diferenças nos preços de fatores internacionais (Braconier et al., 2002). EMN verticais organizam suas operações produtivas conforme a qualidade da mão-de-obra local. Observa-se a instalação dos serviços administrativos, um aspecto produtivo que depende de uma mão-de-obra altamente qualificada em abundância no mercado de trabalho, nos países sedes das EMN verticais. Por outro lado, em vez de exportar a produção em si, observa-se no IDE vertical essencialmente a exportação das atividades produtivas intensivas em mão-de-obra não qualificada para os mercados externos, ricos em mão-de-obra não qualificada (Markusen et al., 1996). Por isso, a maioria do IDE à procura de maior eficiência para os mercados em desenvolvimento tende a ser do tipo vertical. Estas aplicações são motivadas à base das vantagens em mão-de-obra não qualificada (ou menos qualificada), uma infra-estrutura física adequada, uma política favorável à abertura dos mercados e vantagens em custos de transação de distância; condições todas presentes em níveis variados nos mercados externos receptores de IDE vertical.

Uma questão fundamental na pesquisa e análise do comércio internacional tem sido e continua a ser a(s) relação(ões) entre o IDE e a exportação do país receptor, com a tendência das filiais das EMN a exportar em maior quantidade das empresas nacionais (Dunning, 1994; UNCTAD, 1995; 2002). Alguns fatores considerados nessa investigação são os benefícios da inclusão em uma estrutura existente de negócios internacionais através da afiliação com uma EMN; da experiência, e às vezes orçamento, internacional à disposição da afiliada; do poder de mercado da marca registrada da EMN e da tecnologia avançada à disposição da afiliada. Também, são observadas as capacidades maiores das EMN a iniciar redes internacionais de comércio (além de expandir redes existentes); acompanhar as tendências do mercado; implementar e seguir normas e regulamentações internacionais de segurança; e organizar um sistema de distribuição e de manutenção padronizado.

3.2 ESTRATÉGIAS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS NO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO

Como as EMN são demasiado numerosas para serem citadas no presente trabalho, também numerosas são as possíveis estratégias das EMN no IDE. Embora, valha salientar que das possibilidades infinitas de estratégia pelas quais uma EMN possa abordar um IDE, a literatura resume algumas das abordagens mais comuns e melhor relatadas em trabalhos acadêmicos. Nesta seção, este trabalho fará um resumo das principais e mais conhecidas estratégias das EMN no investimento direto externo fazendo, por final, comparações acerca das pretensões deste estudo. São elas: a abordagem da organização industrial, a abordagem dos custos de transação/internalização e o paradigma eclético.

3.2.1 A Abordagem da Organização Industrial

Através da análise da abordagem da organização industrial, o papel das nações e das suas economias é um fator importante na determinação e aplicação do IDE pelas EMN. Na visão desta abordagem da organização industrial, as EMN enfrentam desvantagens na competição pelo mercado com as empresas nacionais.

Em primeiro lugar, há a desvantagem cultural, que estipula que as EMN operarão com menor conhecimento e/ou compreensão do mercado local. Esta desvantagem vem à tona com imperfeições do mercado pela parte da EMN nos mercados de bens, um exemplo sendo o conhecimento necessário para fazer o *marketing* dos seus produtos para clientes com valores, padrões e educações culturais diferentes. Para a empresa adquirir este conhecimento precisa-se de tempo e experiência, marcada pelos erros potenciais na busca de entender esses novos consumidores e seus modos de enxergar seu próprio mercado econômico. Uma outra opção para a EMN com menos compreensão da visão cultural dos clientes em mercados estrangeiros é contratar uma firma local para fazer o *marketing* associado com a entrada dos seus produtos no

mercado. Ambas as opções representam custos adicionais que empresas nacionais não devem assumir para competir pelas preferências dos mesmos agentes econômicos. Esta desvantagem cultural pode também surgir através das imperfeições do mercado nos mercados de fatores, sendo que empresas nacionais terão vantagens em; acesso ao dinheiro pelos mercados financeiros locais ou a gerência nos aspectos de recursos humanos da mão-de-obra.

Em termos dos fatores macro-econômicos, a abordagem de organização industrial comenta que desvantagens adicionais que EMN enfrentam perante as empresas locais ou nacionais são relacionadas às economias de escala internas e externas, e também as realidades fiscais das economias que operam sob governos menos conhecidos para os dirigentes das firmas multinacionais. A relação entre o governo federal, estadual e municipal e as empresas agentes do mercado é diferente de país em país, e pela abordagem de organização industrial, EMN sofrerão no período em que precisam conhecer as detalhes da interferência direta e indireta pela parte do governo na produção e/ou comércio das empresas.

Para nulificar estas desvantagens associadas aos mercados locais, a abordagem de organização industrial explica que as EMN devem por definição conter alguma vantagem própria, associada a sua marca e determinada estritamente pelo aspecto de controle da firma, ou propriedade dela. Alguns exemplos de vantagens desta categoria seriam: tecnologia própria, recursos humanos nas áreas administrativas ou de *marketing*, relações internas de custos de produção e preços de mercado, conhecimento da marca e estabilidade financeira e tamanho organizacional. Conforme esta visão, uma EMN pode contrabalançar as desvantagens culturais e operacionais em termos de outras economias e códigos fiscais estrangeiros através das suas vantagens associadas com sua propriedade, assim operando efetivamente em mercados estrangeiros. Por conseqüência, a EMN aumenta sua presença no mercado de seu(s) produto(s).

Optar por fazer um investimento direto estrangeiro pode ser visto como uma simples preferência entre possuir algum aspecto de produção, através da obtenção da firma estrangeira que opera com vantagem relativa em este aspecto de produção, e comprar tal aspecto pelo mercado internacional. Quanto maiores as imperfeições do mercado global, maior será a necessidade de controlar o aspecto de produção através do IDE. (Hymer, 1960; 1976). O IDE não se limita a uma simples transferência de capital; a firma nacional também dispõe da opção de obter fundos pelos outros meios de financiamento. O IDE pode ser expresso na forma de tecnologia, técnica pertinente à indústria, recursos humanos específicos e oportunidades de

negócios específicos da EMN. (Caves, 1996.) Pelo fato das multinacionais poderem oferecer estes tipos de oportunidades de IDE, é de concluir que de fato as multinacionais desfrutam de algumas vantagens no mercado globalizado frente às firmas locais. As empresas locais ganham das afiliações com as EMN e seus investimentos diretos externos através de obter acesso a um ou mais do seguinte: capital, tecnologia, técnicas específicas à indústria, recursos humanos especializados e acesso a mercados novos.

3.2.2 A Abordagem dos Custos de Transação/ Internalização

Pela abordagem dos custos de transação/ internalização, os trabalhos de Hymer (1960) e inicialmente de Coase (1937) usam um raciocínio econômico para explicar a presença das multinacionais em um mercado transnacional. Os estudos de Buckley (1988; 1996), de Buckley e Casson (1976), de Buckley e Pearce (1979) e de Caves (1982) delineiam algumas quase-regras gerais que permitem a presença e operação das EMN.

Em primeiro lugar, a contribuição econômica das EMN é medida além da simples produção de bens e serviços, contribuindo com outras atividades econômicas, tais como: o *marketing*, a pesquisa e o desenvolvimento e o treinamento de recursos humanos, para citar algumas. Através da experiência da firma e do conhecimento subsequente acumulado pela vida econômica das firmas nessas áreas, que muitas vezes estende-se por tempo maior que uma carreira de algum profissional ou administrador específico da firma em si, as EMN criam meios de aproveitar suas vantagens relativas e absolutas nessas áreas de *marketing*, a pesquisa e o desenvolvimento e o treinamento de recursos humanos. Por sua vez, existem então “produtos não-tangíveis”, agregando o valor das EMN, negociados nesses mercados indiretos pela produção destas outras atividades econômicas. Os mercados diretos pela produção de bens e serviços são difíceis de organizar e assim limitar pelas nossas fronteiras sócio-políticas, devido às suas imperfeições. Desta forma, as empresas criam mercados internos para compensar.

As EMN espalham internacionalmente suas operações somente no caso que podem organizar as transações básicas do mercado de forma mais eficiente que o próprio mercado. Caso

os custos da adaptação cultural, da gerência internacional de qualidade, da logística das matérias-primas e dos componentes no sistema de produção da firma, do *marketing*, da distribuição do produto final e da proteção contra espionagem possível dos seus competidores sejam altos demais na estimação dos seus dirigentes, a EMN opta por deixar de expandir, aproveitando da sua então-atual estrutura “interna”. Assim, as empresas escolhem o destino internacional que representa o menor custo pela cada atividade a ser empregada. A expansão internacional da empresa cresce até o ponto de maximização entre os benefícios de maior *internalização* (fusões com ou aquisições de empresas locais) e os custos da fusão ou aquisição e maior operação produtiva subsequente. Quanto mais semelhante o mercado estrangeiro ao mercado nacional da EMN, menores estes custos de *internalização*, assim promovendo a expansão produtiva das EMN para os mercados mais próximos. E finalmente, na *internalização* dos mercados estrangeiros, os países sedes das entidades da estrutura expandida da EMN consideram como importação e exportação a transferência interna de bens e serviços da EMN.

A abordagem dos custos de transação/ *internalização* tem sido expandida para explicar estratégias de entrada aos mercados estrangeiros. Conforme a literatura, formas de entrada diferentes representam vantagens e desvantagens diferentes (Buckley; Casson, 1998). Por exemplo, há uma relação positiva entre especificidade dos recursos e a tendência de optar por meios de entrada de maior controle. Um exemplo de um meio de entrada de maior controle é criar um subsidiário da empresa com o mesmo nome de empresa, marca e produção. Especificidade dos recursos é definido como os investimentos de uma firma para produtos específicos, recursos físicos ou humanos que estão dedicados a uma série de negócios em uma parceria específica, e que não são continuados após o fim da relação específica entre as firmas. Caso os mercados externos estejam muito atraentes, ou o país sede da EMN seja muito diferente em termos culturais do país recipiente, ou haja pouca necessidade por parte da empresa recipiente para investimentos locais, tais como capital, tecnologia, ou recursos humanos especificamente treinados, um meio de entrada de maior controle pode ser escolhido pela EMN.

Alguns dos fatores econômicos do país recipiente podem determinar a preferência entre as formas de IDE da EMN, pois se a economia local em comparação com os demais países emprega altas taxas de exportação, ou altos custos de transporte ou perda de economias de escala na sua produção nacional, isso promove a produção externa pela empresa multinacional na visão da abordagem de custos de transação/ *internalização*. Quanto maior o custo de transporte entre os

insumos da produção, maior a tendência para integração vertical de produção e distribuição internacional.

Fatores culturais entram nas decisões da EMN sobre o grau de controle inerente ao IDE. Caso seja mais trabalhoso estabelecer e manter confiança entre as empresas de culturas diferentes, as EMN preferem investimento do tipo *greenfield*, ou contratos de comprometimento limitado no lugar de aquisições diretas. Quanto maiores os custos associados com a fase de entrada até “conhecer” o mercado externo pela própria experiência, maior a vantagem associada à aquisição, ao *licenciamento* e ao abrir franquias em vez dos investimentos diretos externos tipo *greenfield*.

Baseadas nesta abordagem dos custos de transação/ internalização, algumas conclusões gerais podem ser delineadas; EMN aplicam IDE, em primeiro lugar, nos mercados mais próximos, onde os custos de internalização são relativamente menores. Os insumos da EMN são considerados como importação e exportação dos países envolvidos. Finalmente as EMN aplicam IDE caso o mercado externo específico esteja em fase de crescimento, quando a especificidade de recursos é alta, quando a exportação do mercado externo seja relativamente cara e as outras opções de entrada no mercado externo sejam relativamente caras.

3.2.3 A Abordagem do paradigma eclético

O paradigma eclético é uma abordagem sobre o IDE e o papel da EMN desenvolvido por seu autor, o John H. Dunning, como uma forma de incluir alguns aspectos das abordagens existentes em uma nova apresentação dos motivos para o IDE. Ele apresenta uma estrutura analítica para poder incluir estes outros aspectos das outras abordagens, tais como a da organização industrial e dos custos de transação/ internalização, do modelo do ciclo da vida do produto e da perspectiva dos recursos ou insumos. Cada uma destas abordagens procura explicar a presença das EMN e os motivos para seu maior sucesso em comparação com as firmas locais (Dunning, 1988b; 2001; Dunning; Wymbs, 2001). O paradigma eclético mostra que há três tipos de vantagens que as EMN possuem e que estas vantagens determinam os padrões e as

possibilidades ou restrições do IDE como parte de uma produção internacional. (Dunning 1979; 1980; 1988ab; 2001).

A primeira vantagem é associada com os ativos específicos de cada empresa. Chamam-se as vantagens de propriedade (*ownership advantages (O)*). Esta vantagem traça suas origens para a teoria de Ricardo e vantagem relativa contra absoluta. A novidade é que na abordagem do paradigma eclético, os agentes são as EMN no lugar das economias nacionais. As vantagens competitivas que algumas empresas possuem frente às empresas de outros países, mas concorrentes da mesma indústria, abrem oportunidades de maior lucratividade em mercados externos específicos. Tais vantagens são o resultado de possuir certos recursos não-mensuráveis, como uma tecnologia superior, sistemas mais eficientes de produção, sistemas mais eficientes de *marketing* ou através de gerenciar de forma mais eficiente uma série de fatores ou atividades de produção em um mercado internacional. As vantagens de propriedade resultam, além das suas características internas de produção, as capacidades da EMN a procurar, entrar em parceria com e ultimamente influenciar a própria criação, o preço e a qualidade dos recursos das outras empresas pelas quais a EMN mantém uma relação cooperativa de negócios.

A segunda vantagem da abordagem do paradigma eclético é associada com a localização das atividades que acrescentam valor para a EMN nos seus mercados externos. Chamam-se as vantagens de localização (*locational advantages (L)*). Como todos os países, menos um, incluem-se no grupo dos “mercados externos”, a escolha dos lugares entre todas as possibilidades disponíveis para as operações internacionais da EMN é importante e é influenciada por uma série de fatores. Talvez de maior importância para a EMN na sua escolha de localização é sua relação direta com os custos diretos dos recursos envolvidos e dos mercados subseqüentes da instalação no mercado externo específico. A matéria-prima e a mão-de-obra são determinantes significantes na escolha da localização. Outro fator de grande importância é a influência que os custos diretos subseqüentes da localização teriam na capacidade da EMN a adquirir e aproveitar das suas vantagens de propriedade existentes. Como a EMN é o agente econômico nesta abordagem, a relação entre as vantagens específicas na firma, consideradas dentro da abordagem do paradigma eclético, é de importância tão grande quanto as vantagens em si.

A terceira vantagem é a capacidade da EMN a perceber e agir sobre a utilidade associada com a internalização dos possíveis mercados para a criação e/ ou uso dos seus recursos específicos de propriedade (*O-specific assets*). Chamam-se as vantagens de internalização

(*internalization advantages (I)*). Quanto mais as empresas de um país possuem vantagens de propriedade relativas às empresas na mesma indústria de outros países, maior o incentivo para estas empresas com a vantagem a expandir suas operações e internalizar as empresas e os mercados na desvantagem. Quanto mais as EMN julgam lucrativa seu processo para aproveitar das desvantagens econômicas dos lugares externos de produção da própria multinacional, mais provável será o envolvimento crescente da EMN em uma produção global (Dunning, 2001).

O paradigma eclético afirma que a significância e o peso de cada vantagem na equação para determinar se a empresa deve ou não aplicar IDE, internalizando operações externas para sua produção, depende sempre nas circunstâncias específicas para cada EMN. Além de variar entre empresas diferentes dentro da mesma indústria, a importância de cada vantagem varia entre indústrias, entre diferentes atividades de acrescentar valor, entre diferentes regiões do mundo e países específicos (Dunning, 2001). Alguns dos fatores importantes a considerar, embora, são os custos da mão-de-obra, os custos totais de produção, o perspectiva da economia local para seu crescimento e a disponibilidade para uma mão-de-obra qualificada.

O trabalho de Dunning tem evoluído pelos anos, conforme o autor publica estudos sobre o assunto (Dunning, 1979; 1980; 1988ab; 2001). Em uma variação da estrutura das vantagens de propriedade, localização e internalização (“*OLI Framework*”), as vantagens específicas da EMN resultam da sua capacidade administrativa e as relações de trabalho entre as administradores da mesma empresa, atuando em países diferentes. O gerenciamento do capital das empresas e dos fluxos de conhecimento e experiência dentro das organizações tem surgido como fator de grande importância com a expansão da tecnologia em telecomunicações nos últimos anos, facilitando e tornando mais barata a comunicação e a transferência de dados a grandes distâncias. Talvez essa organização interna e cultura de administração tenha se tornado o fator de maior significância dentro das vantagens de propriedade. Além de ser uma opção para a EMN aproveitar-se da vantagem da qual ela desfruta no seu país de origem, o país recipiente deve representar para a EMN uma forma de providenciar recursos complementares para poder expandir sua vantagem de propriedade no sentido administrativo. Através de essa construção de recursos disponíveis para todo o sistema administrativo, a EMN torna-se ainda mais competitiva.

Além disso, o IDE e outras formas de entrada nos mercados internacionais não são vistos como substitutos, mas complementos (Madhok; Phene, 2001). Conforme a estrutura das vantagens de propriedade, localização e internalização (“*OLI Framework*”), existem basicamente

quatro motivos para o IDE. Em todos os casos, a EMN está buscando expandir suas operações, aproveitando alguma vantagem que corresponde com algum aspecto da sua produção internacional. A abordagem do paradigma eclético diz que os motivos do IDE são: a procura de mercados, a procura de maior eficiência; a procura de matérias-prima e a procura de recursos específicos (Dunning, 1994; 1998; 2001; Narula, 2001).

Os investimentos à base da procura de mercados beneficiam os mercados domésticos, mas podem também beneficiar os mercados vizinhos. Para determinar um IDE em uma procura de mercados, os fatores principais são o salário real, os custos de matérias-prima e custos de transporte. Pode ser que a disponibilidade de uma mão-de-obra qualificada ou profissional, a infra-estrutura nacional ou regional e/ ou a capacidade para oferecer serviços de apoio e manutenção sejam também fatores significantes na escolha da EMN. Além de estabelecer relações de oferta invertida (*backward supply linkages*), investimentos deste tipo tendem a oferecer recursos complementares, aumentar o nível de qualidade do produto e estimular atividade empresarial na economia local.

Quando a EMN procura diminuir os custos de produção, o IDE na procura de maior eficiência pode ser uma solução. Além do foco nos custos, os fatores determinantes podem ser os parques industriais e centros de pesquisa, os sistemas de apoio para os serviços, uma mão-de-obra treinada, condições favoráveis para atividade empresarial e uma cultura de cooperação entre empresas. Investimentos deste tipo facilitam relações de oferta invertida (*backward supply linkages*), aumentam as redes internacionais de negócios, e oferecem acesso aos mercados externos e fontes de oferta.

As condições específicas de disponibilidade, preço e qualidade das matérias-prima principalmente determinam o IDE à procura das matérias-prima. Ao investir por esse motivo, a EMN providencia uma certa tecnologia, uma capacidade organizacional e administrativa maior que o mercado local dispõe. Também, a EMN abre o mercado local para oportunidades de negócios maiores nos mercados externos. Embora este tipo de IDE seja o menos complicado na sua avaliação e análise, é também o menos organizado e oferece menor valor agregado para a EMN no longo prazo, pois envolve principalmente a extração das matérias-prima como substituto para a importação.

O IDE motivado pela procura dos recursos específicos geralmente envolve uma tentativa da EMN de proteger seus recursos ou competências fundamentais, ou aumentá-los. Pode ser

considerado o mais complicado na sua análise, pois depende da disponibilidade de recursos baseados em conhecimento, experiência e de mercados. Assim a EMN pode proteger ou expandir nas vantagens de propriedade das empresas investidoras. Também dependem do intercâmbio de conhecimento, idéias e aprendizagem. Este tipo de IDE oferece uma outra opção para o financiamento para a empresa receptora e assim uma abertura para capital e recursos complementares e acesso para mercados externos. Além disso, o IDE motivado pela procura dos recursos específicos estimula oportunidades empresariais e fortalece as redes internacionais de negócios.

Sob a perspectiva da abordagem do paradigma eclético, estas diferenças no tipo de IDE aplicado resultam também da experiência da EMN nos mercados externos. Para uma firma que tem pouca experiência em aplicar IDE, a tendência é dela usar IDE na forma de adquirir matérias-primas e/ ou obter acesso para novos mercados, sendo estas as formas mais receptivas para investimentos diretos externos iniciais. Por consequência, os investimentos diretos externos à procura de maior eficiência e/ ou à procura de recursos específicos são motivos citados para explicar o IDE como uma parte de uma seqüência de aplicações (Dunning, 1988a; 1994).

É do interesse deste estudo salientar alguns aspectos da abordagem do paradigma eclético que oferecem um resumo da importância da atividade de EMN e suas decisões frente às opções de IDE. Primeiro, uma vantagem possível para a firma multinacional é a forma em que ela organiza e mantém suas relações de negócios com seus subsidiários, com as empresas locais que ela adquire na internalização dos mercados e com suas empresas locais parceiras. Neste sentido, a organização e eficiência administrativa é um fator importante na análise das atividades das EMN, especificamente seus investimentos diretos externos. Assim, as diferentes formas de IDE e as formas de entrada nos mercados externos são complementares. Os benefícios principais para as economias em desenvolvimento da aplicação de IDE à procura de mercados são a expansão da exportação, o estabelecimento das relações de oferta invertida, um acesso maior aos recursos complementares, uma qualidade melhor dos produtos e do processo produtivo e um apoio e demanda aumentada para a atividade empresarial. As economias em desenvolvimento recebem IDE à procura de maior eficiência e à procura de recursos específicos, que oferecem maior benefício para a economia local, através das firmas locais que investem na sua mão-de-obra qualificada, na pesquisa e desenvolvimento tecnológico da sua indústria e na capacidade da sua equipe administrativa trabalhar em conjunto com a da EMN. Finalmente, a significância das

vantagens de propriedade, de localização e de internalização variam entre países, entre regiões e até entre empresas da mesma indústria ou país de origem.

3.3 MAXIMIZANDO OS RETORNOS DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO: PRODUÇÃO, VALORIZAÇÃO, OU AMBOS?

3.3.1 A Decisão da Localização para Maximizar a Capacidade Produtiva

“Nos últimos anos, tem havido dois grupos empíricos principais de estudos sobre IDE e seus determinantes na economia internacional. O primeiro relaciona-se com a teoria das firmas multinacionais em uma abordagem de equilíbrio geral. Este discrimina entre as firmas multinacionais horizontais, verticais e um terceiro tipo à base do modelo do capital-conhecimento. A segunda linha de literatura interessa mais diretamente às escolhas de localização” (Bertrand et al., 2004, p.3).

Bertrand et al. classificam os fatores na escolha de localização das firmas multinacionais em primeiro momento até os fatores de setor, e em segundo momento nos fatores nacionais. “No nível de setor, incluímos três fatores; o tamanho do mercado, os custos da mão-de-obra, e a produtividade,” (Bertrand et al., 2004, p. 5). Para o nível nacional, além de usar mais alguns dos determinantes tipicamente analisados na literatura, como a taxa comercial, distâncias geográficas e culturais, e acesso ao mercado, eles consideram alguns determinantes específicos de F&As relacionados à estrutura e à regulamentação do mercado. “A disponibilidade dos candidatos para aquisições é capturada através das variáveis: capitalização do mercado e atividade em privatização. Também controlamos para a estrutura corporativa, normas legais, e também para a existência dos efeitos ‘bandwagon’ (comportamento de imitar),” (Bertrand et al., 2004, p. 5).

Como o trabalho de Dunning e seu paradigma eclético tem se tornado referência na análise acadêmica de IDE, e como ele baseia-se nas três variáveis de vantagens de propriedade,

localização e internalização, pode-se procurar explicações no paradigma eclético para as decisões de localização das firmas para maximizar a capacidade produtiva. “Eu diria que não é menos correto argumentar que, dada suas vantagens específicas em propriedade, a escolha crítica para uma firma de múltiplas atividades é se deve internalizar seus mercados imediatos de produtos dentro de seu país de origem ou em um país estrangeiro; e que o resultado desta escolha é principalmente determinado pelos custos e benefícios de agregar valor para estes produtos nos dois locais,” (Dunning, 1998, p. 46).

Reconhecendo as mudanças no ambiente das EMN nas últimas duas décadas, ele afirma que a mudança maior nos motivos para o IDE está no crescimento rápido do IDE do tipo que procura ativos estratégicos (Dunning, 1998). Enquanto antes as firmas procuraram explorar suas vantagens de propriedade existentes, nos tempos atuais as firmas têm procurado formas nas quais possam proteger ou aumentar estas mesmas vantagens através da aquisição de ativos novos, ou parcerias com firmas externas. “O crescimento do IDE do tipo que procura ativos estratégicos nos últimos anos é melhor demonstrado pelo papel crescente de F&As como modalidade para o IDE” (Dunning, 1998, p. 50).

Como as escolhas para a localização do IDE para maximizar a capacidade produtiva das EMN têm mudado com o tempo, também as posturas em relação à significância do IDE dos países recipientes têm mudado. O primeiro é que os países têm se envolvido em atividades econômicas mais exigentes, mais orientadas para a inovação, devido ao fortalecimento das cadeias de valor agregado, por si um resultado da presença contínua e crescente da fixação no país das empresas afiliadas com as multinacionais. O segundo é que os ativos que são específicos à localização das atividades das EMN, vistos como necessários para agregar valor para seus produtos internacionais, estão mudando com a tendência para a EMN aplicar cada vez mais processos de produção à base de conhecimento, informação e capital humano (Dunning, 1998). “As EMN estão incrementalmente procurando locais que oferecem as melhores facilidades econômicas e institucionais para que suas competências básicas sejam eficientemente utilizadas,” (Dunning, 1998, p. 51).

3.3.2 A Decisão Contábil para Maximizar a Valorização da Empresa Aglomerada

Nas decisões de valorizar transações no comércio internacional, há de notar várias falhas do mercado, as quais impedem uma avaliação exata do valor “sinérgico” dos ativos não-tangíveis da empresa vendedora. Alguns exemplos são; as dificuldades associadas à transmissão de informação e conhecimento, nos casos em que são tácitos e não codificados; o “problema dos limões”, observado quando informação assimétrica impede a firma compradora de estabelecer o valor correto do(s) ativo(s)/insumo(s) até depois da compra do(s) mesmo(s); e problemas que atrasam o fechamento da negociação por parte de uma das firmas por causa da situação em que alguns investimentos estejam comprometidos em certas áreas que são necessárias para complementar insumos comprados da firma do outro lado da negociação. Usando os dados resultantes das transações ocorridas nestas condições, sujeitas a estas imperfeições do mercado, a literatura providencia argumentos a favor e também contra dos retornos positivos associados às F&As internacionais. Uma aquisição internacional evita e supera estas falhas do mercado através da simples “compra” da firma externa em vez de comprar sua produção, assim internalizando as transações de difícil valorização. Citando o Caves (1986), o Morck e Yeung (2003), e a UNCTAD (2000), o Conn et al. explica, “Internalização, através da diversificação geográfica, das transações que envolvem ativos à base de informação, então permite a exploração das economias de escala e escopo nestes ativos. A tendência para as F&As internacionais a serem mais prevalentes nas indústrias de altos níveis de pesquisa e desenvolvimento e insumos tecnológicos, e para as EMN a ganhar retornos maiores que os retornos médios observados, é consistente com esta interpretação dos ganhos da diversificação geográfica,” (Conn et al., 2003, p. 5)

Embora uma EMN tenha os motivos notados acima para evitar os problemas de informação assimétrica no seu comércio internacional, seria precipitado concluir que as F&As internacionais apresentam uma oportunidade para a valorização da empresa nos mercados de capitais, assim fortalecendo a “posição” da conglomerada na bolsa de valores, como podem ser usadas as F&As domésticas. “Sobretudo, aquisições internacionais resultam em retornos menores associados aos anúncios da transação de capitais e associados aos retornos do longo prazo das ações resultantes do que observados em aquisições domésticas” (Conn et al., 2003, p. 4). Neste sentido, o contínuo estudo sobre os benefícios nas bolsas de valores para as empresas (e seus

acionistas) que internalizam sua produção através de F&As internacionais é uma área que deve ser investigada com todo cuidado. “Nas firmas de alta tecnologia, tanto o anúncio da aquisição quanto os retornos de longo prazo são positivos, enquanto as aquisições internacionais de firmas de não-alta-tecnologia observam retornos de anúncio nulos, seguidos por um desempenho negativo no longo prazo. Desta forma, nosso estudo apóia a teoria de internalização de fusões internacionais,” (Conn et al., 2003, p. 4).

4 O ESTUDO DE CASO DA AQUISIÇÃO DA EMBRACO/BRÁSMOTOR/MULTIBRÁS PELA WHIRLPOOL CORPORATION

Neste capítulo será apresentado o estudo de caso da aquisição da Embraco S.A. pela empresa multinacional Whirlpool Corporation. Este caso servirá como exemplo de um processo típico nas decisões de uma empresa multinacional que aplica o investimento direto externo como um meio para cumprir suas metas de produção e desempenho em uma escala global. Uma questão fundamental neste processo foi em que forma seria aplicado seu investimento direto externo. Conforme o capítulo dois, as opções do investimento direto externo da Whirlpool Corporation foram basicamente em forma de uma atividade “greenfield”, uma “joint venture”, uma aliança estratégica ou uma fusão e/ou aquisição. Esta escolha foi tomada pela Whirlpool Corporation com a intenção de atingir as metas de produção global estabelecidas para o longo prazo, conforme as circunstâncias presentes em seus diversos locais de produção, consumo e administração.

Em um primeiro momento serão abordados aspectos históricos das entidades corporativas que foram adquiridas. Preliminarmente, é importante notar que a Embraco S.A. pertencia ao holding, Grupo Brasmotor, que por sua vez era controlada pela Multibrás, S.A. Assim, a efetiva aquisição da empresa Embraco, S.A. foi realizada quando a Whirlpool Corporation se tornou acionista majoritária destas outras duas empresas controladoras (ambas adquiridas via mercado de ações).

Em um segundo momento, serão apresentados o estudo de caso da aquisição da Embraco, S.A., e a análise da decisão da Whirlpool Corporation por escolher aquisição ao invés de se iniciar uma atividade “greenfield”. Neste aspecto, serão apresentados os indicadores relevantes que delinearão as etapas das aquisições acima mencionadas. Também será apresentada uma análise documental da informação disponível na mídia que acompanhou o processo da aquisição e uma análise da pesquisa de campo efetuada ao longo deste estudo.

4.1 HISTÓRICO DAS EMPRESAS ADQUIRIDAS

As empresas envolvidas neste estudo de caso atuam no setor de manufaturados, especificamente na fabricação de eletrodomésticos. A Embraco S.A. fabrica compressores para refrigeração, componentes utilizados na produção de muitos dos produtos da “linha branca” da Whirlpool Corporation. A “linha branca” é composta de produtos como refrigeradores e congeladores, domésticos e industriais.

Conforme literatura acadêmica, a escolha da aplicação do investimento direto externo na forma de aquisições da Whirlpool Corporation pode revelar a visão da estratégia corporativa da multinacional. Este capítulo procura esclarecer – através da análise das informações referentes às aquisições sucessivas, considerando também algumas das demais possíveis oportunidades de investimento direto externo – alguns dos aspectos relevantes no processo de aquisição da Embraco, S.A.

4.1.1 Histórico da Embraco

Wittich Freitag fundou a Empresa Brasileira de Compressores (Embraco) com tecnologia importada da dinamarquesa Danfoss em 1971, com o objetivo de suprir a indústria brasileira de refrigeradores, então dependente da importação de compressores. A fábrica 1 da Embraco foi inaugurada em 1975, com capacidade para produzir 42 mil compressores para refrigeradores por mês, em um turno. Em 1976, Freitag vendeu sua participação acionária na Cònsul e Embraco para a Brasmotor. Nesta mesma década se tornou exportadora, conquistando mercados na América Latina, Estados Unidos e Canadá <<http://www.an.com.br/1998/out/17/0ger.htm>>.

Nos anos 80 seus produtos já chegavam a todos os continentes, graças a uma forte estrutura de vendas e distribuição, atualmente capaz de atender a mais de 80 países. Prevendo a globalização da economia, a empresa decidiu ter bases produtivas no exterior e logo chegou à liderança mundial, o que hoje significa ser produtor de 25% do total do mercado.

A Embraco emprega mais de 10 mil pessoas em âmbito mundial, que trabalham sob uma política administrativa de investimento permanente em tecnologia, consolidando-se assim como uma fornecedora reconhecida pela qualidade de seus produtos <<http://www.embraco.com.br/portugue/empresa.htm>>.

A Embraco produz 12 famílias de compressores e centenas de modelos adaptados às exigências de diferentes mercados. Também monta Unidades Condensadoras para diversos tipos de aplicação. Sua produção encaixa-se no setor de semi-manufaturados, sendo que os compressores tornaram-se peças fundamentais na montagem dos produtos do setor de eletrodomésticos.

Operando por mais que trinta (30) anos, a Embraco já produziu mais que 200 milhões de compressores. A maioria desta produção acontece na sua fábrica em Joinville, Santa Catarina, Brasil, considerada a maior unidade de produção de compressores do mundo. Aproximadamente setenta por cento (70%) da sua produção é exportada, com o principal mercado recipiente sendo os Estados Unidos.

4.1.2 Histórico da Brasmotor

Criada em 1945, o Brasmotor S.A. nada mais é que uma entidade corporativa para organizar, conforme as normas das empresas de capital aberto, o controle financeiro de outras empresas produtoras do setor de eletrodomésticos. A Brasmotor é uma empresa “holding”, cuja função principal é cumprir esse papel administrativo/financeiro. O que propulsiona o grupo Brasmotor, oferece o maior valor produtivo e, por conseqüência, maior valor financeiro para seus acionistas, são suas participações majoritárias no fabricante, Multibrás, e no produtor de compressores para refrigeração, Embraco, S.A. Outras empresas que compõem o grupo Brasmotor são a Brascabos (produtora de componentes elétricos, principalmente cabos e fios), Multibrás da Amazônia (produtora de componentes plásticos) e a Whirlpool Argentina <http://www.hoovers.com/brasmotor/--ID__55468--/free-co-factsheet.xhtml?cm_ven=PAID&cm_cat=INK&cm_pla=CO1&cm_ite=brasmotor>.

Na década de 60, a Brasmotor estabelece um acordo firmado com a Whirlpool Corporation e a Sears Roebuck, para assegurar assistência técnica, dando início a uma relação internacional que se expande até hoje. Desde então as empresas da Brasmotor passaram a ser adquiridas pela Whirlpool Corporation, que é hoje o acionista majoritário também da controladora. Em 1962, a Cònsul produzia o seu 100.000º refrigerador e adquiria terreno de 220 mil metros quadrados no Distrito Industrial de Joinville, local onde a fábrica 2 começou a funcionar em 1971. Em 1976, a Cònsul associou-se à Whirlpool Corporation (EUA) e se integrou ao grupo Brasmotor. Em 1994, a Cònsul passou a fazer parte da Multibrás S/A Eletrodomésticos. Como integrante da Multibrás, a empresa é hoje líder do mercado latino-americano, com fábricas em Joinville, São Bernardo do Campo (SP), Rio Claro (SP), Manaus (AM), Cidade do Cabo (PE) e San Luís (Argentina) <<http://www.an.com.br/1998/out/17/0ger.htm>>.

4.1.3 Histórico da Multibrás

A Multibrás S.A. Eletrodomésticos surgiu em 1994, com a fusão da Brastemp, Cònsul e Semer, formando a maior indústria de linha branca da América Latina. Esta nova empresa faz parte do Grupo Brasmotor, que criou a Brastemp em 1954 e que em 1976 havia comprado a Cònsul e a Embraco. No Brasil, as marcas Brastemp e Cònsul obtiveram sucesso através da sua qualidade técnica, pioneirismo, e inovação. Nascida da fusão destas empresas conhecidas no mercado latino-americano e por outras empresas no setor de eletrodomésticos, hoje a Multibrás continua adotando estratégias de crescimento a partir de fusões e aquisições. Em vez de aplicar investimento *greenfield* como forma de usufruir do seu conhecimento e experiência no mercado da América Latina, a empresa traça um caminho claro de aplicações em fusões e aquisições como forma de maximizar seu valor financeiro e eficiência produtiva.

Em 1997, a Multibrás adquiriu a Whirlpool Argentina, líder com 45% do mercado nacional. Na Argentina, são comercializadas as marcas Whirlpool, Cònsul e Eslabon de Lujo. No mesmo ano, a parceria entre a Brasmotor e a Whirlpool Corporation avançou mais um passo, quando a Whirlpool chegou a ser o acionista majoritário da Brasmotor S.A., fortalecendo a

posição relativa das duas empresas no mercado global de eletrodomésticos. Em 1998, a Multibrás assumiu as operações da Philips no Chile, assim constituindo a Whirlpool Chile. No Chile, são comercializadas as marcas Whirlpool e Cònsul através da Whirlpool Chile.

Em janeiro de 2000, em leilão público na Bolsa de Valores de São Paulo, a Whirlpool adquiriu as ações da Multibrás S.A. Eletrodomésticos e da Brasmotor S.A., passando a deter quase 95% do capital das duas empresas. Desta forma, aconteceu a verdadeira aquisição da empresa Embraco, S.A. por resultado da relação corporativa entre a Embraco, a Multibrás e a Brasmotor, acima descrita.

Por conseqüência, hoje a Multibrás S.A. Eletrodomésticos, maior empresa do setor de linha branca da América Latina, é uma subsidiária da Whirlpool Corporation, a maior fabricante de eletrodomésticos do mundo, multinacional que comercializa seus produtos em mais de 170 países. Líderes há mais de 50 anos, juntas possuem cerca de 40% de participação no mercado de eletrodomésticos, como produtores e vendedores. Cerca de sete mil pessoas trabalham em suas quatro fábricas, escritórios e centros de distribuição no Brasil e nos escritórios administrativos e de logística na Argentina e no Chile. Em 2003, o faturamento líquido da companhia foi de R\$ 2,2 bilhão <<http://www.multibras.com.br/>>.

4.1.4 Histórico da Whirlpool Corporation

A Whirlpool Corporation é produtora e vendedora em escala mundial de eletrodomésticos. A Multinacional tem fábricas de produção em doze (12) países, sob nove (9) marcas registradas, e vende seus produtos para diversas empresas distribuidoras e vendedoras em mais de cento e setenta (170) países. Essa produção e essa venda são organizadas de tal forma que a maioria dos seus produtos fazem parte de uma linha específica de eletrodomésticos, conhecida no mercado como a “linha branca”. Os produtos principais da linha branca são refrigeradores, freezers horizontais e verticais, fogões, lavadoras de roupa, secadoras, lava-louças, fornos de microondas, condicionadores e depuradores de ar, todos para o uso residencial.

A Whirlpool Corporation hoje está posicionada como líder mundial no mercado. Essa marca é resultado da prática, nos últimos quase cinquenta (50) anos, de sua clara estratégia administrativa para atingir tal posição, fato evidenciado no seu histórico pela série de fusões e aquisições internacionais que nos seus vários conjuntos durante essas décadas, oferecem as condições para que a multinacional possa maximizar suas vantagens relativas de produção, venda e administração. Aproximadamente 10% das suas vendas brutas hoje são produtos fabricados por empresas menores, adquiridas pela Whirlpool Corporation e revendidos com a estrutura global da multinacional. Através das suas aquisições, a Whirlpool Corporation também manufatura compressores herméticos e peças de plástico, sendo ambos componentes fundamentais na composição dos produtos finais da indústria de eletrodomésticos <<http://www.wsj.com>>.

No quadro 4.1, pode-se observar algumas das decisões de investimento direto externo na forma de fusões e aquisições da multinacional, Whirlpool, na sua conquista do mercado mundial de eletrodomésticos.

Quadro 4.1 - Whirlpool: Eventos significantes na sua evolução para uma corporação global

1957: Investimento como acionista participatório da empresa brasileira de eletrodomésticos, renomeada Brastemp em 1972.
1969: Entra no Mercado Canadense através da aquisição da posição majoritária na empresa Inglis, que torna-se uma subsidiária e é totalmente adquirida em 1990.
1976: Compra acionária significativa das empresas Brasileiras, Cônsul e Embraco.
1986: Compra da divisão de compressores, Aspera, da Fiat.
1987: Formação da joint venture com o grupo TVs na Índia.
1988: Formação da joint venture com Vitromatic do México.
1989: Formação da joint venture com Philips na Europa para vender as marcas Bauknecht, Philips, Ignis e Laden.
Estabelece o Grupo Eletrodomésticos da América do Norte, (North American appliance group).
Inauguração do projeto da máquina de lavar roupa ‘mundial’.
1990: Formação do acordo das multi-marcas com Philips.
Formação da joint venture com Matsushita Electric Industrial.
1991: Aquisição da Philips pela joint venture.

Criação de duas unidades de negócios globais para compressores e fornos de microondas.

1992: Entra no mercado da República da Eslováquia.

Compra do negócio da linha branca da Philips na Argentina.

Saída do acordo das multi-marcas com Philips.

Reestruturação da Whirlpool Europa.

Criação da unidade global de negócios pequenos de eletrodomésticos.

1993: Reestruturação do North American Appliance Group.

Início das tentativas coordenadas para fortalecer a presença na Ásia.

1994: Formação da joint venture no Taiwan.

Compra do interesse controlador na Kelvinator (Índia) Ltda e na joint venture com o grupo TVs na Índia.

Expansão dos negócios na China como acionista majoritário nas joint ventures.

Fusão da Cònsul com Brastemp, formando a Multibrás.

1997: Whirlpool passa a ser o acionista majoritário da Brasmotor S.A.

1998: Whirlpool passa a ser o acionista majoritário da Embraco S.A.

2000: Whirlpool adquire ainda maior parte da Multibrás S.A. Eletrodomésticos e da Brasmotor S.A., passando a deter quase 95% do capital das duas empresas.

Fonte: Disponível em: <<http://www.whirlpoolcorp.com>>.

No seu total, foram vinte e nove (29) eventos listados acima, como significantes para a evolução da Whirlpool Corporation para ser uma empresa não apenas multinacional, mas global.

É notável o fato de que a maioria das operações significantes envolvidas na evolução da Whirlpool Corporation como organização global refere-se a investimentos diretos externos na forma de fusões e/ou aquisições. A partir de 1993, todas as atividades significativas, excluindo somente uma joint venture em 1994, foram realizadas na forma de fusões e aquisições de empresas. Importante também notar que estas aquisições foram realizadas principalmente através da compra de ações ordinárias em bolsa de valores. Esse padrão apóia as indicações observadas pela UNCTAD, que relatam a tendência das aplicações do investimento direto externo como sendo cada vez mais realizados na forma de fusões e/ou aquisições e cada vez menos através da

atividade *greenfield*. Nas Quadros 4.2, 4.3 e 4.4, relacionam-se as atividades significantes da Whirlpool Corporation, durante seu crescimento até tornar-se líder mundial no mercado de eletrodomésticos, separadas pela forma de investimento direto externo. A Quadro 4.2 trata dos eventos relacionados às compras via mercado de ações. Uma forma específica de entender fusões e/ou aquisições, uma vez que as empresas envolvidas são de capital aberto e/ou listadas nas bolsa de valores para a eventual negociação das suas ações.

Quadro 4.2 - Compra acionista (aquisições)

1957: Investimento como acionista participatório da empresa Brasileira de eletrodomésticos, renomeada Brastemp em 1972.

1969: Entra no Mercado Canadense através aquisição da posição majoritária na empresa Inglis, que torna-se uma subsidiária e é totalmente adquirida em 1990.

1976: Compra acionária significativa das empresas Brasileiras, Cònsul e Embraco.

1986: Compra da divisão de compressores, Aspera, da Fiat.

1991: Aquisição da Philips pela joint venture.

1992: Compra do negócio da linha branca da Philips na Argentina.

1992: Reestruturação da Whirlpool Europa.

1993: Reestruturação do North American Appliance Group.

1993: Re-organização da Whirlpool Overseas Corporation em duas organizações distintas na Ásia e na América Latina.

1994: Compra do interesse controlador na Kelvinator (Índia) Ltda e na joint venture com o grupo TVs na Índia.

1994: Expansão dos negócios na China como acionista majoritário nas joint ventures.

1994: Fusão da Cònsul com Brastemp, formando a Multibrás.

1997: Whirlpool passa a ser o acionista majoritário da Brasmotor S.A.

1998: Whirlpool passa a ser o acionista majoritário da Embraco S.A.

2000: Whirlpool adquire ainda maior parte da Multibrás S.A. Eletrodomésticos e da Brasmotor S.A., passando a deter quase 95% do capital das duas empresas.

Observa-se que fusões e/ou aquisições totalizam quinze (15) dos vinte e nove (29) eventos considerados significantes pela Whirlpool Corporation para atingir sua meta de ser uma empresa global. O crescimento da Whirlpool Corporation exemplifica a importância das fusões e/ou aquisições como forma de investimento direto externo.

Somente desde 1991, a Whirlpool Corporation considera dezessete (17) eventos significantes, dos quais nada menos que onze (11) são fusões ou aquisições. No período de 1957 a 1990, foram doze (12) eventos significantes, dos quais somente quatro (4) foram aquisições em mercado de ações. Desta forma, a Whirlpool Corporation realizou mais que 75% das suas aquisições consideradas significativas na década dos 90, comparado com o 25% do total das aquisições significativas realizadas nas três décadas anteriores. De fato, a tendência das modalidades fusão e aquisição como formas preferidas de se realizar um investimento direto externo é observada claramente no caso da Whirlpool Corporation.

Embora as fusões e/ou aquisições sejam responsáveis pela maioria dos eventos significativos na globalização da Whirlpool Corporation, tanto em termos de número total de eventos significativos quanto em termos de eventos da última década, houve também outros eventos significativos que tomaram outra forma de investimento direto externo. Um conjunto destes eventos é o das joint ventures, definidos como acordos oficiais entre uma empresa local (ou mais) e a empresa multinacional. Uma joint venture pode ser bem sucedida quando a multinacional, desejosa da assistência de uma empresa local para o aproveitamento do conhecimento e da experiência com as condições específicas e fatores do mercado externo de produção em que pretende ingressar, o faz sem que para isso necessite entrar numa parceria que legalmente dure mais tempo que aquele necessário para que a multinacional adquira seu próprio conhecimento e experiência no novo mercado. A empresa local estima os benefícios da associação temporária e limitada com a multinacional e procura aproveitar-se do acordo dentro do seu prazo de vigência. A joint venture garante que as duas empresas tenham uma saída eventual mutuamente aceitável, condição que não é necessariamente encontrada em outras formas de parceria internacional.

Para a Whirlpool Corporation, a joint venture era uma aplicação útil na expansão da própria empresa, constando sete (7) dos vinte e nove (29) eventos significantes, pela sua própria conta. Considerando que um desses sete eventos é listado como a saída de um acordo e ambos entrada e saída foram considerados com eventos significantes, pode-se reduzir este total para seis

(6). O quadro 4.3 detalha as atividades de joint venture que foram significantes na transição da Whirlpool Corporation para seu estado atual como empresa global.

Quadro 4.3 - Joint Venture

1987: Formação da joint venture com o grupo TVs na Índia.
1988: Formação da joint venture com Vitromatic do México.
1989: Formação da joint venture com Philips na Europa para vender as marcas Bauknecht, Philips, Ignis e Laden.
1990: Formação do acordo das multi-marcas com Philips.
1990: Formação da joint venture com Matsushita Electric Industrial.
1992: Saída do acordo das multi-marcas com Philips.
1994: Formação da joint venture no Taiwan.

Deve-se notar que em alguns casos, estes eventos de joint venture são diretamente relacionados com outros eventos significantes na forma de fusões e/ou aquisições. Em 1987, há a formação da joint venture com o grupo TVs na Índia. Em 1994, a Whirlpool realiza a compra do interesse controlador na Kelvinator (Índia) Ltda e na joint venture com o grupo TVs na Índia, alterando os termos do acordo. Este passo era considerado um evento significativo para a Whirlpool Corporation, representando o ato de assumir tanto os benefícios de operar independentemente na Índia, quanto as responsabilidades de operar independentemente nesse mercado externo. Outro evento acontecido também em 1994 era a expansão dos negócios na China como acionista majoritário nas joint ventures. Isso serve de evidência adicional de que o uso das joint ventures pela Whirlpool Corporation pode ser visto como etapa precursora na estratégia geral de gerenciar uma empresa global, aplicando uma série de investimentos direto externos em diversos mercados na forma de fusões e aquisições quando as condições apresentaram-se de acordo com as estimativas da Whirlpool Corporation. Quando as condições não estiveram aptas para aplicar o investimento direto externo na forma de uma fusão ou aquisição, ocorriam aplicações intermediárias, às vezes na forma de joint ventures, até que o

quadro se apresentasse aceitável para uma aplicação mais duradoura. Aí então são observadas as eventuais fusões e/ou aquisições.

Conforme o estudo teórico, descrito no capítulo dois (2) deste trabalho, sabe-se que a forma de investimento direto externo mais simples que existe se dá através da criação de uma nova empresa ou entidade corporativa no exterior. Estas novas empresas, abertas por multinacionais, chamam-se atividades *greenfield*. Essas atividades são as mais simples porque a multinacional exercita controle total sobre a nova empresa. Em troca da simplicidade, há maiores riscos envolvidos, pois a multinacional assume toda responsabilidade pela empresa inaugurada, ao contrário da responsabilidade compartilhada no caso das joint ventures ou outros tipos de parcerias. É compreensível que haja custos adicionais, geralmente não-previstos, ou mesmo exageros nos custos planejados por motivos inesperados, estando esses “erros” associados ao processo de aprendizado do mercado externo e suas leis fiscais, trabalhistas e modos de negócio. Esses fatores podem alterar de forma significativa as realizações das metas projetadas de produção, venda e sucesso da multinacional.

A Whirlpool Corporation cita somente quatro (4) atividades *greenfield* dos vinte e nove (29) eventos significantes na sua evolução como corporação global. Como as atividades *greenfield* geralmente são mais eficientes para empresas de menor porte, com menos experiência em investimento direto externo e/ou para aquelas empresas que lidam com exportação de matéria prima e atividades semelhantes, a Whirlpool Corporation, dados seu tamanho, história, posição nos vários mercados internacionais e cadeia de produção envolvendo semimanufaturados e manufaturados, teria teoricamente passado do estágio em que se envolveria demasiadamente com atividades *greenfield*. Apesar desse fato, a empresa apresenta alguma atividade *greenfield*, ainda que a opção por aplicar seu investimento direto externo dessa forma tenha sido apenas transitória em mais de uma ocasião para a Whirlpool Corporation.

Quadro 4.4 - Quatro atividades *greenfield*

1989: Estabelece o Grupo Eletrodomésticos da América do Norte, (North American appliance group).
1990: Criação da Whirlpool Overseas Corporation para as atividades de marketing fora da América do Norte e a Europa Ocidental.
1991: Criação de duas unidades de negócios globais para compressores e fornos de microondas.
1992: Criação da unidade global de negócios pequenos de eletrodomésticos.

De certa forma, estas quatro (4) aplicações de atividade *greenfield* podem ser vistas como simplesmente duas (2). Em 1989, a multinacional estabelece o Grupo Eletrodomésticos da América do Norte. Em 1993, observa-se a reestruturação do mesmo, alterando sua organização corporativa e definitivamente alterando a forma como o investimento direto externo está aplicado. Novamente observa-se que a forma de investimento direto externo inicial serviu de operação transitória até que outras condições foram observadas para finalizar uma fusão ou aquisição. Em 1990, a Whirlpool Corporation, já visando sua expansão mundial como modo de operação para o século 21, estabelece a Whirlpool Overseas Corporation para facilitar as aplicações do seu próprio investimento direto externo. Ao invés de estabelecer parcerias com diversas empresas em diversos mercados, a Whirlpool Corporation resolveu cumprir o papel de criar uma empresa a qual suas futuras subsidiárias procurariam para assistência financeira e administrativa nas diversas fases do investimento direto externo. Esta era a “segunda” atividade *greenfield* listada pela Whirlpool Corporation. As duas outras provam ser exemplos de aplicação da(s) unidade(s) global(ais) de negócios, em um primeiro momento para compressores e fornos de microondas, e em um segundo momento para empresas pequenas de eletrodomésticos.

Dessas vinte e nove (29) transações que influenciaram de forma significativa a evolução da Whirlpool Corporation como empresa global, muitas envolvem mercados que estão fora do âmbito deste estudo de caso. A partir deste momento, o presente trabalho trata de realçar os eventos que diretamente influenciaram a aquisição da Embraco, S.A., através da compra (via Bolsa de Valores de São Paulo) das ações de sua controladora, a Multibrás, S.A., em 2000, tornando o grupo Whirlpool Corporation o controlador de 95% do capital aberto da Embraco,

S.A. Em seguida, é feita a análise da aquisição conforme as variáveis econômicas, fiscais, sociais e políticas, análise essa apoiada pela pesquisa documental deste estudo de caso.

Em resumo, os históricos das empresas mais diretamente envolvidas neste estudo de caso a Embraco S.A., a Multibrás S.A., a Brasmotor S.A. e a Whirlpool Corporation ajudam a esclarecer alguns fatos relevantes para a atual discussão. Primeiro, estas empresas tem uma relação entrelaçada de negócios que se expande a décadas. A Whirlpool Corporation adquiriu participação acionista na holding, Brasmotor S.A. em 1958. A Whirlpool Corporation tem sido cliente da Embraco S.A., fabricante de compressores para refrigeração, desde a década dos 70. A presença da Whirlpool Corporation como acionista afirma que tem acompanhada desde a década dos 70 o crescimento da Embraco S.A., sendo hoje o maior fabricante do mundo de compressores para refrigeração. A relação entre a Whirlpool Corporation e a Multibrás S.A. está documentada desde a própria criação em 1994 da Multibrás, sendo a Whirlpool Argentina uma das empresas controladas pela Multibrás.

Segundo, a aquisição tem sido a forma claramente preferida da Whirlpool Corporation a aplicar seu IDE. Sua expansão para focar em mercados externos como opção para o crescimento de longo prazo da multinacional, elaborada na década dos 80, começou a realizar-se durante a década dos 90s. Foram dezessete (17) eventos significantes realizados em forma de aquisições neste período, comparado com quatro (4) em total do mesmo tipo durante as três décadas anteriores. A Whirlpool Corporation equilibra a relação estabelecida como cliente dos produtos de compressão da Embraco S.A. com a relação oficial de ser um dos próprios donos da Embraco S.A., através de ser o acionista majoritário desde 1998, e finalmente de ser o próprio dono da Embraco S.A., com aquisição de quase 95% do capital da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A. em 2000.

4.2 HISTÓRICO DA AQUISIÇÃO

Dos diversos eventos significativos na evolução da Whirlpool Corporation como uma empresa global desde 1957, listados acima na Quadro 4.5, é de fácil compreensão que alguns são muito mais relevantes para o estudo de caso deste trabalho que outros, embora todos sejam indiretamente ligados um ao outro. Uma análise mais completa do histórico do investimento direto externo da multinacional Whirlpool Corporation traria benefícios à academia no sentido de revelar em maior detalhe a importância das fusões e aquisições como opção para a expansão internacional do líder mundial no seu mercado. Na Quadro 4.5, tem-se os eventos significativos da Whirlpool Corporation que no seu conjunto resultam na aquisição da Embraco, S.A.

Quadro 4.5 - Eventos significativos da Whirlpool Corporation

1957: Investimento como acionista participatório da empresa brasileira de aparelhos eletrônicos, Multibrás, renomeada Brastemp em 1972.
1976: Compra acionária significativa das empresas brasileiras, Cònsul e Embraco.
1994: Fusão da Cònsul e Brastemp, formando a atual Multibrás.
1997: Whirlpool passa a ser o acionista majoritário da Brasmotor S.A.
1998: Whirlpool passa a ser o acionista majoritário da Embraco S.A.
2000: Whirlpool adquire a maior parte da Multibrás S.A. Eletrodomésticos e da Brasmotor S.A., passando a deter quase 95% do capital das duas empresas.

4.3 O ESTUDO DE CASO

A expansão global da empresa começou no final da década dos 80, quando os líderes da Whirlpool Corporation visaram e compreenderam que a indústria de eletrodomésticos não demoraria muito para ser uma indústria global. Na base dessa concepção, a administração da Whirlpool Corporation desenvolveu e colocou em prática uma estratégia agressiva de reformar e expandir a empresa, que já era uma multinacional com muitos anos à época . Foram vários etapas desde então.

Primeiro, a empresa expandiu-se de forma definitiva para a Europa, aproveitando-se da presença fixa no mercado dos Estados Unidos para superar os desafios nesta nova fase da multinacional. Para isto, foi rapidamente implantada uma estratégia inovadora, procurando aproveitar as semelhanças entre os consumidores da região toda, enquanto as diferenças locais serviram de avisos para a pesquisa e desenvolvimento, em termos de sugerir opções potenciais para atendê-las de forma cada vez mais completa. Esta etapa está resumida como a reestruturação da Whirlpool Europa, evento significativo de 1992.

Segundo, em parceria com a Brasmotor, foi desenvolvida uma estratégia para o crescimento sustentado nos mercados de eletrodomésticos da América Latina. Novamente essa estratégia baseou-se na visão de oferecer produtos com a melhor qualidade no mercado local e de valorizar a integração com os consumidores locais para tornar o grupo cada vez mais apto a atender as circunstâncias específicas dos mercados da América Latina. Observa-se o evento significativo de 1994, a fusão da Cònsul e Brastemp, formando a atual Multibrás. Em 1997, o investimento financeiro da Whirlpool Corporation foi consolidado através da compra das ações da Brasmotor, assumindo posição majoritária como acionista. Como acionista, a Whirlpool Corporation já possuía posição majoritária nas empresas chave do grupo Brasmotor, a Cònsul e a Embraco, desde 1976. Com a aquisição da maior posição acionária no grupo Brasmotor, a Whirlpool passou a controlar uma porção maior da empresa que controla suas duas entidades corporativas de maior produção, poder de marca, e venda para a Whirlpool Corporation no setor de eletrodomésticos da América Latina. Três anos mais tarde, a Whirlpool Corporation exercitará a aquisição de 95% do capital em ações da Multibrás, completando a reestruturação da sua posição como produtor, vendedor e sua presença administrativa na América Latina.

Terceiro, construíram e implantaram a infra-estrutura necessária para suas operações previstas na Ásia, incluindo o mercado com maior população e condições de produção mais baratas, a China. Para isto, foram iniciadas várias joint ventures, que evoluíram para tornarem-se aquisições futuras na região. Em 1994, a Whirlpool Corporation completou a etapa inicial da sua inserção nos mercados asiáticos com a expansão dos seus negócios na China na forma de aquisições sucessivas, adquirindo posição administrativa como acionista majoritário nas joint ventures previamente estabelecidas.

Este estudo de caso tem seu foco na segunda dessas etapas da estratégia agressiva da Whirlpool Corporation para reformar e expandir a multinacional. Uma vez selecionados os fatores considerados significativos na literatura acadêmica de investimento direto externo, este trabalho passa a analisar as condições presentes durante os eventos significativos das aplicações da estratégia global da Whirlpool Corporation referentes à América Latina, à Brasmotor, à Multibrás e à Embraco, em prática desde o início da década dos 90. Tais conceitos foram apresentados previamente no capítulo dois (2), no resumo teórico do investimento direto externo e especificamente das fusões e aquisições. A partir deste momento, este trabalho trata de apresentar um argumento específico para os motivos da importância das fusões e aquisições como estratégia de investimento direto externo na expansão global da multinacional, a Whirlpool Corporation, no qual se inclui a aquisição fundamental da Empresa Brasileira de Compressores, a Embraco, S.A.

4.3.1 Análise dos Fatores Determinantes do IDE

O capítulo dois (2) constata a organização dos fatores determinantes para o investimento direto externo em quatro categorias, sendo elas compostas respectivamente pelos fatores econômicos, financeiros, sociais e políticos. À base dos inúmeros estudos conceituados na literatura acadêmica sobre investimento direto externo e, especificamente sobre fusões e aquisições, foram selecionados alguns fatores em cada categoria que melhor descrevem e representam o clima geral do Brasil como escolha de localização nos momentos diversos do

processo da aquisição da Embraco S.A. pela Whirlpool Corporation, considerando suas múltiplas etapas. Os dados internacionais foram coletados através dos bancos de dados das Nações Unidas, especificamente da Conferência sobre Comércio e Desenvolvimento das Nações Unidas (UNCTAD), e obtidos pelo seu site na internet <www.unctad.org>. Os dados macroeconômicos específicos para o Brasil foram coletados através do banco de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, o IPEADATA, disponíveis no seu site na internet <www.ipeadata.gov.br>. A seguir, são apresentados por sua vez os dados que relatam os fatores econômicos, financeiros, sociais e políticos, sob o olhar das decisões que, somadas, são o processo das fusões e aquisições da Empresa Brasileira de Compressores S.A. pela Whirlpool Corporation como forma de investimento direto externo na evolução da multinacional para uma empresa global.

4.3.1.1 Fatores macroeconômicos

Como discutido no capítulo de revisão teórica, os fatores macroeconômicos podem oferecer uma forma padronizada de avaliar o desempenho dos diferentes mercados externos, expressando, assim, clima local da economia onde a EMN está investindo. Para os fins deste estudo, examinam-se três principais fatores macroeconômicos: (a) o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB); (b) a taxa de câmbio; e (c) o custo de capital da economia em comparação com os demais países competidores.

A taxa de crescimento do PIB demonstra a relação do PIB atual com sua medida no mesmo período anterior. Ao examinar o desempenho do país receptor do investimento direto externo, altas e estáveis taxas de crescimento do PIB revelam um mercado em expansão, o que facilita o ingresso de novas empresas e amplia as condições de vendas de novos produtos.

No quadro seguinte, observam-se os valores do PIB brasileiro organizados em períodos trimestrais, onde se pode observar a soma anual dos movimentos trimestrais. O valor do PIB, a soma das riquezas produzidas pelo país, chegou a R\$ 1,769 trilhão (1 trilhão e 769 bilhões de reais) em 2004, correspondendo a US\$ 605 bilhões (dólares), considerando um dólar médio de R\$ 2,9257 no ano passado. Estes valores significam que o crescimento da economia no ano de

2004 foi de 5,17%. Com esse crescimento do PIB em 5,17% , o Brasil melhorou sua posição no ranking mundial das maiores economias entre 2003 e 2004, passando da 15ª para a 12ª posição.

Quadro 4.6 - PIB real – Trimestral - (% a.a.) - IBGE SCN/Trimestral

<i>Período</i>	<i>PIB real – Trimestral - (% a.a.) - IBGE SCN/Trimestral -</i>					<i>Alteração % anual</i>
	<i>T1</i>	<i>T2</i>	<i>T3</i>	<i>T4</i>	<i>Total anual</i>	
1994	4,02	2,55	5,81	10,86	5,81	--
1995	10,78	7,20	1,73	-1,71	4,50	-1,31
1996	-2,22	1,43	6,28	4,95	2,61	-1,89
1997	4,70	4,81	1,88	1,93	3,33	0,72
1998	0,86	1,73	0,05	-2,05	0,15	-3,18
1999	0,81	-0,34	-0,48	3,26	0,81	0,66
2000	5,28	4,23	4,13	3,88	4,38	3,57
2001	3,87	1,95	0,39	-0,81	1,35	-3,03
2002	-0,74	1,20	2,93	4,29	1,92	0,57
2003	1,49	0,03	-0,19	0,92	0,56	-1,36
2004	4,00	5,64	6,12	4,92	5,17	4,61

As maiores economias do mundo à frente do Brasil estão Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Itália, China, Espanha, Canadá, México e Austrália. Em 2003, o Brasil aparecia atrás de todos esses países e também da Índia, Coreia do Sul e Holanda. Apesar de ter recuperado três posições no ranking das maiores economias, o desempenho do Brasil ainda pode ser considerado não satisfatório em termos históricos. Em 1998, por exemplo, a economia do Brasil aparecia como a oitava maior do mundo.

Quanto mais semelhantes são as taxas de crescimento entre um período e outro, mais estável é o crescimento do PIB e mais favorável é o clima para o investimento. Através da taxa de crescimento do PIB, as empresas multinacionais avaliam de forma simples e imediata a economia do país.

Em termos do presente caso, as taxas de crescimento do PIB brasileiro não justificam o interesse da Whirlpool Corporation na indústria brasileira. Nos últimos onze anos, podem-se observar cinco (5) anos em que as taxas de crescimento do PIB foram negativas, e seis (6) anos em que eram positivas. Seria duvidoso concluir que estes dados confirmam atração de IDE com base na expansão e estabilidade da economia brasileira no período. Embora agregado para a economia como um todo, pode-se afirmar que a decisão da Whirlpool Corporation por adquirir a Embraco S.A. não esteve associada ao desempenho do PIB da economia brasileira.

A evolução da taxa de câmbio é o segundo fator macroeconômico considerado na análise da decisão da Whirlpool Corporation. Em parte, a taxa de câmbio reflete a compatibilidade entre as duas economias, sendo que a Whirlpool é baseada nos EUA enquanto a Embraco é baseada no Brasil. A taxa de câmbio entre o dólar americano e o Real Brasileiro expressa a diferença entre o poder aquisitivo internacional das duas economias. Se o Real Brasileiro for valorizado frente ao dólar americano, isto representaria uma desvantagem para a Whirlpool Corporation no processo de aquisição da Embraco S.A., uma vez que esta pagaria um preço relativamente maior pela empresa brasileira, pois seus dólares americanos teriam um valor relativamente menor frente ao real valorizado. Assim, *ceteris paribus*, as fusões e aquisições devem aumentar em períodos de subvalorização da moeda nacional das firmas candidatas à aquisição, pois o poder aquisitivo das EMN aumentaria relativamente com tal desvalorização. O quadro 4.7 mostra a evolução da taxa de câmbio comercial entre o Real Brasileiro e o dólar americano, medido mensalmente durante o período de 1998 e 2000.

Quadro 4.7 - Taxa de câmbio R\$/US\$ - comercial

Taxa de câmbio - R\$/US\$ - comercial		
Período	compra	venda - média
1998 01	1.119	1.120
1998 02	1.126	1.127
1998 03	1.133	1.134
1998 04	1.140	1.141
1998 05	1.147	1.148
1998 06	1.154	1.155
1998 07	1.161	1.162
1998 08	1.171	1.172
1998 09	1.180	1.181
1998 10	1.188	1.188
1998 11	1.193	1.194
1998 12	1.205	1.205
1999 01	1.501	1.502
1999 02	1.913	1.914
1999 03	1.896	1.897
1999 04	1.693	1.694
1999 05	1.683	1.684
1999 06	1.765	1.765
1999 07	1.800	1.800
1999 08	1.880	1.881
1999 09	1.897	1.898
1999 10	1.969	1.970
1999 11	1.929	1.930
1999 12	1.842	1.843

Taxa de câmbio - R\$/US\$ - comercial		
Período	compra	venda - média
2000 01	1.803	1.804
2000 02	1.775	1.775
2000 03	1.741	1.742
2000 04	1.767	1.768
2000 05	1.827	1.828
2000 06	1.808	1.808
2000 07	1.797	1.798
2000 08	1.808	1.809
2000 09	1.838	1.839
2000 10	1.879	1.880
2000 11	1.947	1.948
2000 12	1.963	1.963

Fonte: Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>.

Durante o ano 1998, a taxa de câmbio entre o Real Brasileiro e o dólar americano mostra uma tendência de crescimento, que revela a gradual desvalorização do Real Brasileiro. Tal circunstância deve aumentar o número de fusões e aquisições internacionais de empresas brasileiras pelas EMN. Em 1998, a Whirlpool Corporation aplicou um IDE na forma de adquirir participação majoritária na Embraco S.A., embora o controle da empresa somente ia ser adquirido em 2000 com a aquisição de quase 95% do capital da holding, Brasmotor S.A. e a Multibrás S.A.. O ano 1999 revela uma taxa de câmbio ainda mais favorável à Whirlpool Corporation, com a taxa chegando ao nível de quase dois reais por um dólar. O final do ano 2000 evidenciou um período de 18 meses em que esta taxa de câmbio flutuava entre um mínimo de 1.741 R\$/US\$ (março de 2000) e um alto de 1.969 R\$/US\$ (outubro de 1999). O ano 2000 fechou registrando uma taxa de câmbio de 1.963 R\$/US\$, com sinais de um câmbio estável.

A aquisição das empresas parentes da Embraco S.A., a Multibrás e a Brasmotor S.A. poderia servir como exemplo da vantagem da taxa de câmbio nas fusões e aquisições. Considerando o fato da aquisição participatória da Embraco no ano 1998, se o fator das vantagens de curto prazo expressas por uma taxa de câmbio favorável fosse um dos mais importantes fatores para motivar a Whirlpool Corporation a efetuar o IDE, a aquisição da Embraco em 1998 representaria um erro pela parte da EMN. A evidência que a Whirlpool Corporation adquiriu a Embraco S.A. em 1998 implica que sua aquisição foi dirigida mais pela vantagem produtiva do fabricante de compressores para refrigeração.

O terceiro fator macroeconômico analisado neste estudo é o custo de capital do Brasil. O custo de capital é a taxa de retorno mínima que um empreendimento deve apresentar para que a

empresa devida pelo investimento. A escolha de localização da EMN ao aplicar seu IDE implica que a EMN aceita o custo de capital que tal oportunidade oferece. A estimação do custo de capital de um mercado externo em termos de atrair o IDE seria um estudo a parte do presente trabalho, e assim, fora do foco imediato deste estudo de caso. Desta forma, uma medida do custo de capital para as EMN interessadas em aplicar um IDE no Brasil envolve o retorno de portfólio do mercado de ações do mercado onde está sediada a EMN.

Qualquer estimação completa do custo de capital também deve envolver a taxa de juros básica da economia local. No caso do Brasil, isto é a taxa SELIC, na maioria dos casos. Para tratar adequadamente o papel da taxa de juros na estimação do custo de capital para as EMN interessadas em aplicar o IDE no Brasil, precisaria divergir para outro estudo, dado os desafios associados com esta taxa SELIC, em termos de análise para fusões e aquisições internacionais. Dado o histórico recente da economia brasileira com hiper-inflação, a importância econômica-política em manter níveis aceitáveis de inflação é compreensível. Para tais fins, a taxa de juros SELIC é mantido em níveis que melhor permitem as políticas monetária e fiscal a cumprirem suas metas de inflação. Um resultado distinto deste caso brasileiro é a subsequente atração pela opção do setor financeiro em aplicar seus recursos à taxa básica de juros (SELIC) ao invés de procurar outras opções com maior níveis de risco inerente no setor privado. Versões ainda mais completas da estimação do custo de capital incluiria mais a taxa de juros básica mais o retorno de portfólio de ações do mercado externo onde está sediada a empresa adquirida pela EMN, comparando-as com as demais opções de IDE para a EMN. Por estes motivos, entre outros, a estimação do custo de capital brasileiro é uma análise melhor investigada em trabalhos e estudos de caso futuros.

Na estimação do custo de capital para um país candidato a receber IDE, o próprio mercado financeiro nacional cumpre seu papel, um papel importante no caso das fusões e aquisições internacionais. A própria fusão ou aquisição será uma transação realizada na bolsa de valores onde a empresa nacional é negociada. Para receber a devida atenção financeira da empresa multinacional, é possível concluir que essa bolsa de valores seja a de maior significância nacional, aquela que melhor representa o mercado de capitais nacional. No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) tem essa distinção. A taxa de crescimento do Índice Bovespa pode indicar a tendência do investidor nacional e internacional em investir nas empresas brasileiras de capital aberto.

O mercado BOVESPA cresceu de forma notável entre 1990 e 2000. O índice (IBOVESPA) demonstrou uma queda no valor médio de suas ações somente entre 1999 e 2000, com os demais anos todos marcando crescimento frente ao ano anterior. Entre o ano 1990 e 2000, o principal mercado de ações brasileiro marcou uma taxa média de crescimento de 278,7%, significando que os preços das ações componentes da IBOVESPA mais que dobraram, e quase triplicaram. (<<http://www.bovespa.com.br>>) Para o investidor, o mercado BOVESPA apresentou uma oportunidade significativa de crescimento. No mesmo período, o PIB brasileiro cresceu aproximadamente 30,7%. A relação entre a capitalização do mercado de ações brasileiro e o PIB brasileiro durante a década dos 90 favoreceu a aquisição de empresas brasileiras de capital aberto. A Quadro 4.8 mostra a taxa de crescimento do Índice Bovespa durante os anos 1996 a 2002, considerando os dois anos anteriores à primeira aquisição da Embraco S.A e os dois anos que seguiram a aquisição final da Embraco S.A. através da compra acionista de quase 95% da Multibrás e da Brasmotor pela parte da Whirlpool Corporation.

Quadro 4.8 - Taxa Média de Crescimento do Índice Bovespa
TAXA MÉDIA de CRESCIMENTO Índice Bovespa

ANO	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Ibovespa ANUAL
1996								7.039,94
1997	44,8							10.196,50
1998	-1,8	-33,5						6.784,30
1999	34,4	29,5	151,9					17.091,60
2000	21,3	14,4	50,0	-10,7				15.259,20
2001	14,0	7,4	26,0	-10,9	-11,0			13.577,50
2002	8,2	2,0	13,5	-13,0	-14,1	-17,0		11.268,40

Fonte: Disponível em: <w.bovespa.gov.br>

A Quadro 4.8, mostrando a taxa de crescimento do Índice Bovespa indica que o mercado financeiro cresceu de forma significativa no final da década dos 90. A queda do valor total da Índice em 1998 pode ser atribuída às condições macroeconômicas sofridas no mundo inteiro. O Índice Bovespa fechou o ano 1999 com um valor de 17.091,60, quase o total da soma dos anos

1996 (7.039,94) e 1997 (10.196,50) juntos. De 1999 em diante, o quadro mostra um queda no valor total do Índice Bovespa, mas mantendo-se ainda acima do nível de 1997. A partir da variável do Índice Bovespa como proxy para o custo de capital brasileiro, a confiança no mercado brasileiro pela parte do investidor estrangeiro e nacional estava em níveis recordes de alta em 1997. Se o investidor estiver visando o mercado brasileiro como uma oportunidade de investimento de longo prazo, que entendemos era o perfil da Whirlpool Corporation dado seu histórico documentado de investir nas suas empresas afiliadas e parceiras brasileiras, a queda vista durante o ano fiscal de 1998 servia de aumentar o motivo para aplicar dinheiro nas empresas brasileiras de capital aberto, pois estavam relativamente subvalorizadas como resultado da recessão econômica mundial da época. O mesmo argumento pode ser aplicado para a compra acionista pela parte da Whirlpool Corporation em 2000: a queda servia de afirmar o valor do negócio, caso que a EMN visava o investimento na Brasmotor, na Multibrás e na Embraco S.A. (controlada pela Brasmotor) como um empreendimento de longo prazo.

4.3.1.2 Fatores microeconômicos

Os fatores microeconômicos oferecem para as EMN uma forma de avaliar o desempenho das diferentes empresas candidatas a receber o IDE, assim relatando o potencial da empresa candidata à base das suas específicas características intrínsecas. Após uma aplicação de IDE na forma de aquisição, a empresa adquirida passa a ser parte da EMN. Como a aquisição é uma compra significativa da empresa de capital aberto no mercado de ações, o grau de facilidade que a EMN terá em assimilar o valor produtivo da empresa adquirida ao seu processo produtivo multinacional influenciará o tempo necessário para a aquisição representar lucro adicional para a EMN. Em um primeiro momento da análise da EMN em aplicar o IDE na forma de aquisição tem-se o conhecimento da EMN em si e suas vantagens de OLI e principalmente de propriedade perante às demais empresas que operam no(s) mercado(s) externo(s). Em um segundo momento, tem-se a análise da empresa candidata a ser adquirida e suas características intrínsecas como uma

parte potencial do processo produtivo da EMN, após a aquisição. Por serem ambas específicas às empresas respectivas em si, são considerados os fatores microeconômicos na escolha do IDE.

A decisão da EMN em aplicar o IDE divide-se em três etapas essenciais, conforme a estrutura OLI. Primeiro, a firma analisa e estabelece se ela tiver os recursos econômicos, sendo eles propriedade física ou direitos intangíveis, tais que a firma então possui vantagem(ns) comparativa(s) frente às demais firmas competidoras. Caso possua, a EMN analisa e determina se é mais lucrativo manter controle dos mesmos recursos econômicos. Hymer (1976), concluiu que as EMN procuram maximizar o aproveitamento das suas vantagens inerentes, aplicando-as em economias externas. São conhecidas como vantagens de propriedade (*ownership advantages*). Para o Hymer as vantagens de propriedade mais notáveis eram três (3). Sendo elas: (a) o acesso a uma tecnologia própria; (b) os resultados das habilidades de gerenciar e estabelecer um marketing bem-sucedido; e (c) o valor implícito da(s) marca(s) registrada(s) da EMN.

No caso da Whirlpool Corporation, a terceira vantagem de propriedade do Hymer, o valor implícito da(s) marca(s) registrada(s) da EMN, parece ter maior influência que as outras duas na aplicação do IDE em forma da aquisição da Embraco S.A. Observe-se que um dos maiores desafios deste estudo de caso era a tentativa de afirmar suas vantagens de propriedade de forma clara ou simples, conforme o trabalho de Hymer (1976) e a estrutura OLI.

Em termos de uma tecnologia própria, a Whirlpool Corporation aproveita do nível da tecnologia e qualidade associada a sua marca registrada. Ao mesmo tempo, a tecnologia provada da Embraco S.A. apresenta-se na forma da utilização dos seus compressores para refrigeração dentro de muitos dos produtos que levem o nome da Whirlpool Corporation ao mercado. A importância do nível de tecnologia aplicada em seus produtos pela parte da Embraco S.A. certamente tem influenciado de forma positiva a relação histórica de fornecedor/cliente entre a Embraco S.A. e a Whirlpool Corporation. Por sua vez, a relação histórica e positiva de fornecedor/cliente entre as duas empresas certamente influenciou de forma positiva a decisão da aplicação do IDE em forma de aquisições crescentes com a Brasmotor S.A., a Embraco S.A. e a Multibrás S.A. Na carta aos acionistas da Whirlpool Corporation, o CEO David R. Whitwam resume as aquisições de 1997 na Embraco S.A. e a Brasmotor S.A. para ser o acionista majoritário como uma "...extensão da parceria muito importante com Brasmotor S.A., da qual temos mantido uma afiliação de mais de 40 anos no Brasil e na América Latina" (WHIRLPOOL ANNUAL REPORT, 1997). A percepção do mercado sobre a importância da tecnologia própria

ou da qualidade associada aos produtos da Whirlpool Corporation em comparação com os produtos dos seus maiores competidores é um tema interessante para futuros estudos potenciais. Dados os recursos limitados deste trabalho, não foi possível adquirir uma medida clara de tal comparação.

Em termos dos resultados das habilidades de gerenciar e estabelecer um marketing bem-sucedido, a segunda vantagem de propriedade, novamente tem-se a difícil distinção entre o trabalho desenvolvido e aplicado pelas empresas associadas à Brasmotor S.A., Multibrás S.A. e Embraco S.A. durante seus respectivos históricos, e o trabalho desenvolvido e aplicado pela Whirlpool Corporation durante os últimos 40 anos. Não há um momento específico nem único em que a EMN Whirlpool Corporation aproveita da sua vantagem explícita de gerenciar e estabelecer um marketing bem-sucedido, referindo-se ao processo de se aumentar seu controle acionista nas empresas brasileiras adquiridas como uma evolução. “Nossa decisão de adquirir controle acionista majoritário foi uma evolução natural desta relação (de parceria) que nos permite estender nossa posição de líder no mercado global” (WHIRLPOOL ANNUAL REPORT, 1997). Com tanto tempo de parceira, seria quase impossível discernir entre as habilidades distintas da EMN e das empresas brasileiras de gerenciar e estabelecer um marketing bem-sucedido. Os resultados da parceira mostram habilidade adequada pelas duas entidades, a da EMN e das empresas adquiridas.

Em termos do valor implícito da marca registrada da Whirlpool Corporation como uma vantagem de propriedade como uma influência na decisão de aplicar o IDE na forma das aquisições crescentes da Embraco S.A. e suas controladoras, tem-se outra vez o problema de distinguir os limites entre a EMN e as empresas adquiridas. A Multibrás S.A. controla a Whirlpool Argentina. Por sua vez, a Brasmotor S.A. controla a Multibrás S.A. A Embraco S.A., destina seus compressores de refrigeração, talvez o componente mais central ao sucesso do produto final, a muitos dos produtos da linha branca da Whirlpool Corporation. Com a relação estabelecida e crescente da Whirlpool Corporation como cliente da Embraco S.A. e como acionista das empresas controladoras, separar as marcas registradas respectivas para uma análise do sucesso que cada uma desfruta não era possível, dada a escala deste trabalho.

Em resumo, a estrutura OLI apresenta três etapas de decisões para a EMN. Em termos da primeira decisão da estrutura OLI pela Whirlpool Corporation, a EMN claramente avaliou que tem os recursos econômicos, sendo eles propriedade física ou direitos intangíveis, tais que a

Whirlpool Corporation então possui vantagem(ns) comparativa(s) frente às demais firmas competidoras do mercado global de produtos da linha branca. A segunda decisão da estrutura OLI foi tomada que a Whirlpool Corporation optou por reter suas vantagens de propriedade ao invés de vendê-las para terceiros locais. Sua estratégia de longo prazo para o mercado externo da América do Sul tem sido estabelecer parcerias com empresas locais. As aquisições da Embraco S.A., da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A. revelam a importância destas relações nos processos produtivo e administrativo para a Whirlpool Corporation na sua meta de assumir a liderança no mercado global de produtos da linha branca. A terceira decisão da estrutura OLI entre o IDE no mercado externo e a exportação para o mesmo revela que a Whirlpool Corporation aplicou uma série de aquisições no mercado de ações da Embraco S.A., da Multibrás S.A. e da Brasmotor, S.A. Como esta estrutura de OLI de Dunning para o IDE baseia as decisões de cada etapa do processo na lucratividade das duas opções, sendo que a EMN é maximizadora de lucro, é de concluir através da análise das vantagens apresentadas pelos fatores macroeconômicos mencionados na seção anterior que a Whirlpool Corporation realmente buscou posicionar-se para maiores lucros no longo prazo, em um mercado cada vez mais global e não nos lucros potenciais do curto prazo associados restritamente aos fatores microeconômicos através das aquisições em mercado de ações.

4.3.1.3 Fatores da estratégia de negócios

Conforme o Douglas e Craig (1989, 1995), as estratégias de negócios das firmas evoluem com a evolução da empresa. Os determinantes da escolha da firma tendem a ser categorizados em dois grupos: os determinantes externos, ou exógenos; e os determinantes internos, ou endógenos. Para este trabalho, os determinantes exógenos são classificados como os fatores macroeconômicos, enquanto os endógenos são categorizados como os fatores microeconômicos. Uma das diferenças desta teoria sobre os fluxos de IDE é a inclusão das estratégias, operações e reações das firmas competidoras na consideração dos determinantes exógenos. Também são inclusas as normas governamentais, as competências e o poder de barganha dos fornecedores.

Reconhecendo quatro fases distintas da evolução da EMN, eles as classificam como: (1) um foco doméstico; (2) a entrada inicial em um mercado externo; (3) a expansão internacional, subsequente do sucesso inicial; e (4) a transição para operações de fato globais. A EMN Whirlpool Corporation, com as aquisições sucessivas da Embraco S.A., da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A., assim adquirindo em 2000 quase 95% das ações ordinárias das três empresas, efetivou seu passo para a quarta fase da sua evolução como EMN, a transição para operações de fato globais.

As transições entre as várias fases da evolução da EMN são caracterizadas por condições específicas do mercado, conforme a Douglas e Craig (1989; 1995). A primeira fase, um foco doméstico, pode tornar-se a segunda, a entrada inicial em um mercado externo; tanto quanto a segunda pode tornar-se a terceira, e a terceira tornar-se a quarta e última fase, a reorganização global, conforme a realização das condições detalhadas na Quadro 4.9 abaixo.

Quadro 4.9 - Fatores que preceptitam o IDE, conforme as estratégias de negócios

Entrada inicial no mercado externo	Expansão para os mercados externos	Reorganização Global
<ul style="list-style-type: none"> * Saturação do mercado doméstico * Movimento dos clientes domésticos para os mercados externos * Oportunidades de terceirização nos mercados externos * Entrada de competidoras externas no mercado local * Necessidade de manter-se "na frente" das mudanças tecnológicas * Avanços na tecnologia de comunicações e na infraestrutura de marketing * Diversificação do risco 	<ul style="list-style-type: none"> * Crescimento do mercado local * Acompanhamento da competição local * Iniciativa e motivação da gerência local * Necessidade de aplicar mais eficientemente os ativos locais 	<ul style="list-style-type: none"> * Ineficiências de custos e duplicação de esforço entre países * Aprendizagem via transferência de idéias e experiências * Emergência de clientes globais * Emergência de competição global * Desenvolvimento da infraestrutura global de marketing

Fontes: Douglas and Craig (1989; 1995).

Através dos relatórios anuais da Whirlpool Corporation, conclui-se que a EMN iniciou-se um processo claro de passar pelas quatro fases da teoria da estratégia de negócios, com intenção de ser o líder mundial no mercado de eletrodomésticos, especialmente nos produtos da linha branca <www.whirlpoolcorp.com>. “No final da década dos 80, a Whirlpool começou a expandir seu processo produtivo e sua presença de marketing, através de uma série de aquisições. Estas

eventualmente transformariam a Whirlpool Corporation, uma empresa previamente competente no mercado da América do Norte, no maior fabricante no mundo inteiro de eletrodomésticos, assim servindo clientes em um nível global.”
<http://www.whirlpoolcorp.com/about/vision_and_strategy/globalplatform.asp>.

A organização global atual da Whirlpool Corporation permite que os recursos financeiros sejam destinados dentro da EMN de forma flexível, oferecendo a vantagem competitiva de comprar seus insumos em grandes volumes para reduzir custos e diminuir compras repetitivas em regiões diferentes da rede global do seu processo produtivo. Com engenheiros de produção trabalhando nas múltiplas regiões da EMN, a Whirlpool Corporation aproveita da colaboração subsequente e as inovações produtivas resultantes para melhor distribuir seus produtos e atender seus clientes em um nível global. Com a tecnologia atual da internet, a EMN reduz a complexidade e os custos de ser cliente, fornecedor ou mesmo parceiro da Whirlpool Corporation e seus parceiros e afiliados. Com mais que 68.000 funcionários e cerca de 50 centros de produção e pesquisa tecnológica, espalhados pelo mundo inteiro, a Whirlpool Corporation segue liderando o mercado mundial de eletrodomésticos.

A aquisição da Embraco S.A. serviu em grande parte para permitir a transição da Whirlpool Corporation para a quarta fase da estratégia de negócios da EMN. Com sua relação estabelecida de fornecedor de compressores de refrigeração para a linha branca da Whirlpool, a aquisição da Embraco S.A. representaria uma redução de custos para a EMN, podendo então contar com um plataforma mais uniforme de um componente fundamental para uma grande parte da produção da Whirlpool Corporation. Antes da aquisição, a Embraco S.A. estava surgindo no cenário mundial como um dos principais fabricantes de compressores para refrigeração. Hoje, depois da afiliação completa (quase 95%) com a Whirlpool Corporation, a Embraco S.A. desfruta da primeira colocação no ranking mundial de fabricantes de compressores para refrigeração. Desta forma, a aquisição da Embraco S.A. afirma a emergência de clientes globais, conforme a Quadro 4.9. A emergência da competição global foi um dos motivos principais para a Whirlpool Corporation embarcar no seu plano no final da década dos 80 para tornar-se o líder mundial no mercado de eletrodomésticos. Visando o crescimento futuro da indústria nos mercados externos, as competidoras norte-americanas e européias começaram o preparo para operar em nível global. Em grande parte pela relação longa com a Embraco S.A. e a Brasmotor S.A., a Whirlpool Corporation desfrutava de uma posição única na tentativa de conquistar mercados externos antes

de seus competidores. O desenvolvimento global de marketing surgiu como resultado das aquisições sucessivas com as empresas locais estabelecidas nos mercados externos selecionados pela EMN.

Em resumo, a Whirlpool Corporation opera atualmente como uma empresa global, com sua produção organizada para aproveitar das economias de escala, e ao mesmo tempo oferecer produtos tanto padronizados quanto específicos para os diferentes mercados regionais e locais. Os fatores macroeconômicos afirmavam na maioria os benefícios das aquisições da Embraco S.A., da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A., embora não foram significativos ao grau de serem os únicos determinantes na decisão da EMN em aplicar o IDE na forma como transpirou. Os fatores microeconômicos mostram que o histórico da relação dupla entre a Embraco S.A. e a Whirlpool Corporation, em um sentido a relação de fornecedor/cliente, e no outro a relação de acionista majoritário/empresa de capital aberto facilitaram a aquisição da empresa brasileira de compressores. A estrutura OLI confirma que a Whirlpool Corporation reconheceu o valor intrínseco que ela mesma possui dentro da indústria de eletrodomésticos, que a EMN optou por reter esses recursos inerentes ao invés de terceirizá-los, e que as aquisições da Embraco S.A., a Multibrás S.A. e a Brasmotor S.A. foram efetuadas com visão para a lucratividade de longo prazo da EMN. Conclui-se também, que a teoria da estratégia de negócios abrange melhor a explicação da Whirlpool Corporation para suas aquisições das empresas brasileiras, principalmente a Embraco S.A. Declarando-a abertamente desde o final da década dos 80, a Whirlpool Corporation iniciou uma estratégia de assumir e manter a posição global da maior fabricante de eletrodomésticos, especificamente da linha branca. Usando uma série de aquisições (detalhadas na seção 4.1.4) e outras aplicações do IDE, a EMN tomou passo a passo as medidas necessárias para atingir tal meta de ser o número um. Das três formas de explicar o IDE pela parte das EMN, a estratégia dos negócios ofereceu fatores e justificações que mais comparam-se com o caso da aquisição da Embraco S.A. (através da aquisição da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A.) pela multinacional Whirlpool Corporation.

4.3.2 Análise da entrevista

Em novembro de 2004 o departamento financeiro da Embraco S.A. recebeu o autor deste trabalho, assim contribuindo para o estudo de caso com a entrevista então efetuada. Foram aproximadamente 12 perguntas que foram respondidas de forma sucinta e profissional. A seguir, será dada uma análise da importância dos comentários feitos por parte da empresa.

Num primeiro momento, foi confirmada a estrutura corporativa da Embraco, S.A., da Multibrás e da Brasmotor. Foi afirmado que a Embraco S.A. foi fundada em 1971, sendo composta das empresas Cònsul, Springer e Prosdócimo. Em 1976, a Brasmotor comprou a Cònsul, assim começando sua participação acionista significativa na Embraco. A Multibrás contou com aproximadamente 52% das ações, com a Whirlpool do Brasil controlando cerca de 30% e a Brasmotor responsável por aproximadamente 3%, com cerca de 15% das ações da Embraco sendo públicas.

A segunda questão tratou da produtividade da Embraco e suas vendas destinadas para a Whirlpool Corporation. Conforme as tendências existentes na relação da Whirlpool Corporation como cliente da Embraco, pode-se compreender de melhor forma as vantagens presentes no fato da multinacional adquirir um dos seus fornecedores. Foi explicado que cerca de 35% dos compressores atualmente fabricados são vendidos para a Whirlpool Corporation e seus afiliados, entre eles a Electrolux, a Bosch e a Liebherr. Foi colocado que nos últimos 15 anos, aumentaram em mais de 10 vezes as vendas totais de compressores para a Whirlpool Corporation. A Embraco atende aproximadamente 70% do mercado nacional de compressores para refrigeração, ou 4 milhões de compressores anualmente. A fábrica de Joinville produz uma média de 17 milhões de compressores por ano, com a produção total de compressores para refrigeração das fábricas Embraco somando mais de 25 milhões de produtos. Foi acrescentado que essa produção corresponde a aproximadamente 25% do mercado mundial de compressores para refrigeração.

Em um terceiro momento, foi perguntado se houveram investimentos diretos aplicados pela Whirlpool Corporation e recebidos pela Embraco; investimentos que poderiam ser classificados como “investimentos para a modernização das operações.” A entrevista revelou que a prática da Embraco é investir uma parte significativa dos seus próprios lucros no seu processo produtivo e que procura não precisar de investimentos externos para suas operações. Dado isso,

houve em 1990 uma aplicação de R\$40 milhões para cobrir necessidades de capital de giro, aprovada por todos os acionistas, grupo do qual a Whirlpool Corporation faz parte.

Em conjunto com os investimentos aplicados para melhorar o processo produtivo da empresa, a entrevista seguiu para tratar da possibilidade de alterações potenciais com a natureza do desenvolvimento tecnológico e da pesquisa da Embraco. Comparando o período antes e depois da presença da Whirlpool Corporation como controladora da Embraco, que nos últimos dez anos não demonstra uma tendência de mudança tecnológica nos seus compressores para refrigeração. A pesquisa e desenvolvimento tecnológico da Embraco focam principalmente no aumento da eficiência dos seus produtos, diminuição do ruído das partes mecânicas, diminuição do tamanho dos compressores e diminuição dos custos de produção. Como a Embraco vem ganhando espaço no mercado mundial para compressores para refrigeração neste tempo (10 anos), a Whirlpool Corporation não efetuou nenhuma alteração a respeito da pesquisa e desenvolvimento tecnológico da Embraco. A Embraco conta com 4 (quatro) blocos, 2 (dois) laboratórios acústicos e um laboratório de testes no seu parque industrial de Joinville, SC dedicados a continuar sua pesquisa e desenvolvimento tecnológico.

Posteriormente, considerou-se a questão da diretoria e equipe administrativa e as possíveis mudanças subseqüentes às alterações nas estruturas corporativas das empresas adquiridas pela Whirlpool Corporation no seu processo de tornar-se uma empresa global. Como um dos possíveis motivos para efetuar uma aquisição é a revitalização de uma empresa insuficientemente lucrativa através de uma reestruturação da sua administração, pode-se avaliar os motivos da aquisição da Embraco através de mudanças nos recursos humanos administrativos efetuadas pela Whirlpool Corporation depois de assumir o controle. Desde que a Whirlpool Corporation assumiu o controle acionário nas empresas controladoras da Embraco, não houve nenhuma alteração administrativa por motivos de falta de produção ou eficiência produtiva. O histórico da Embraco revela que a diretoria tem sido “local”, com seus presidentes tipicamente sendo administradores de carreira na empresa, “subindo” pela equipe gerencial até assumir a direção da empresa. Foi colocado que a Whirlpool Corporation aplica a mesma prática de promover diretores de “dentro” da empresa. Hoje, com sua visão e estratégia global, há maiores oportunidades para os administradores dos afiliados da Whirlpool Corporation. Inclusive, administradores atuais têm uma relação de trabalho estabelecida com as empresas controladoras da Embraco. Um exemplo disso é o Paulo F.M.O. Periquito, atual vice-presidente executivo da

Whirlpool Latin America, o qual serviu à Multibrás como diretor geral desde 1996 e serve como membro do Conselho de Administração da Embraco. Da perspectiva da Embraco, nunca houve envolvimento de parte das suas controladoras nas operações produtivas da fabricante de compressores.

Ao partir para uma questão financeira, sendo a consideração para o re-investimento dos lucros da Embraco em comparação com possíveis dividendos pagos para os acionistas, o entrevistado procurou esclarecer um aspecto fundamental da relação entre a Whirlpool Corporation e a Embraco S.A. Num primeiro momento, foi explicado que a Embraco tende a reinvestir a uma taxa média um pouco acima das taxas de depreciação, e que segue um plano de investimentos que é aprovado pelos acionistas. Neste sentido, foi sugerido reconhecer que a Whirlpool Corporation interage simultaneamente em dois níveis com a Embraco. Por um lado, a Whirlpool Corporation é o acionista majoritário da empresa e exige resultados financeiros coerentes com o maior produtor de compressores para refrigeração no mercado mundial, ou seja, um líder. Desta forma, enquanto a Embraco estiver produzindo os resultados que afirmam e prolongam seu crescimento impressionante nos últimos 10 a 20 anos, a Whirlpool Corporation parece estar contente em não pressionar nenhuma influência direta nas decisões operacionais. Por outro lado, a Whirlpool Corporation existe como um cliente importante da Embraco S.A., e exige a melhor qualidade possível para o melhor preço possível. Todas as evidências mostram que a Whirlpool Corporation respeita e se beneficia do equilíbrio eficaz de ambas estas relações com a Embraco, S.A.. Ao apresentar a última pergunta da entrevista, “Alguma prática da gestão empresarial, do sistema para pesquisa e desenvolvimento, das relações com clientes, ou da estrutura produtiva da Embraco, S.A. foi adotada desde sua aquisição indireta pela Whirlpool Corporation?” Respondeu rapidamente e de forma clara: não.

4.3.3 Análise documental

Nesta seção, afirmam-se as evidências publicadas nos anos anteriores à aquisição pela Whirlpool Corporation, assim relatando em parte a importância da Embraco S.A. no mercado de compressores para refrigeração. A Embraco S.A. tem mostrado crescimento em vários aspectos da sua operação e produção. Considerando os últimos anos do século XX, os indicadores da empresa, que ajudaram a tornar sua aquisição pela Whirlpool Corporation uma decisão sensata e viável, constataam essa realidade. Os dados usados nessa parte do argumento vêm da sua publicação em jornais catarinenses.

A Embraco S.A. passou por momentos significantes no final do século XX, mas continuava seguindo o mesmo rumo iniciado em 1971. Fortaleceu sua posição nacional com uma produção de alta qualidade, renome e desenvolvimento tecnológico. Seguindo esta receita para o sucesso, a empresa investia cada vez mais nos mercados internacionais, tanto com um foco crescente na exportação para fortalecer suas vendas, quanto com a exportação do seu processo produtivo, com novas fábricas na Europa e sedes administrativas na Ásia.

A Whirlpool Corporation também seguia seu rumo para o século XXI com postura preparada para a mudança. Com seu objetivo distinto de transformar a maior multinacional em linha branca e eletrodomésticos em uma empresa que podia de fato operar de forma verdadeiramente global, considerou com todo vigor a venda da sua participação significativa na Embraco S.A. como uma forma de melhor atingir tal meta ousada. Depois de 10 meses de consultoria, a Whirlpool reverteu suas intenções com a empresa catarinense e decidiu aumentar sua posição acionista, completando a integração total da Embraco S.A. com a aquisição acionária na Bolsa de Valores de São Paulo de quase 95% das suas controladoras em 2000. A opção de aplicar o investimento direto externo em forma de fusões e aquisições continuou o mais viável, considerando as tendências do mercado brasileiro dentro do cenário internacional econômico, os indicadores de produção crescente da Embraco, os indicadores dos balanços patrimoniais da Whirlpool dentro da indústria de eletrodomésticos e as projeções para o crescimento desejado da Whirlpool Corporation.

4.3.4 Síntese da análise do caso Embraco

O estudo de caso das aquisições diretas e indiretas da Embraco S.A. pela multinacional Whirlpool Corporation representa um exemplo da importância das fusões e aquisições como forma de investimento direto externo. Observa-se tanto motivos clássicos para a realização das transações, como a saturação do mercado nacional da Whirlpool e as vantagens apresentadas pela Embraco na qualidade técnica dos seus compressores, quanto motivos não tão estabelecidos dentro da literatura acadêmica de IDE, como a história traçada entre a Embraco, suas controladoras e a Whirlpool.

Fundada em 1911, a Whirlpool Corporation cresceu através da sua forte tradição de manter relações de parceria com suas grandes revendedoras. Procurando liderar o mercado de eletrodomésticos, aplicou uma estratégia de investimentos diretos. Tomou o rumo das fusões e aquisições no mercado norte americano, e no final da década dos 70 a Whirlpool Corporation atingiu sua meta, chegando a contar com receitas anuais em torno de \$2 bilhões como um dos líderes do mercado.

Na próxima década, o mercado norte americano de eletrodomésticos foi definido pelas 4 (quatro) grandes competidoras (Whirlpool, GE, Electrolux e Maytag) e sua dominação conjunta, somada em 80% das vendas do mercado. As margens de lucro apresentavam tendências de queda pelas oportunidades limitadas para o crescimento, a competição intensa entre estas 4 grandes líderes do mercado e a mudança geral na forma de vendas de eletrodomésticos. Enquanto antes o mercado dependia das revendedoras estabelecidas, a tendência surgiu de distribuir os produtos através do mercado de construção civil, diretamente para o comprador.

As projeções da indústria indicaram seu crescimento em mercados emergentes, estimando aproximadamente 75% das vendas globais entre 1995 e 2000 realizados na Ásia, Europa Oriental e América Latina. A conclusão “do mercado” era que essas regiões chegariam a representar cerca de 34% das vendas totais da indústria em 2000. A Whirlpool Corporation estabeleceu o projeto de expansão global no início da década de 90 para afirmar sua presença nesses mercados emergentes o mais cedo possível e para responder à pressão das competidoras principais que

também aplicariam o IDE para aumentar suas respectivas posições de liderança. A Whirlpool Corporation tinha um histórico de aplicações em fusões e aquisições na América Latina, sendo seu primeiro investimento direto externo a aquisição parcial da Multibrás S.A. em 1957.

Dentro da sua expansão global, o Brasil, com níveis de controle acionário variados na Embraco, Multibrás e Brasmotor, representou para Whirlpool Corporation sua maior lucratividade nas operações externas. As vendas cresceram 28% de 1994 para 1995 e 15% em 1996. Em 1997, uma receita de \$78 milhões foi registrada. A decisão da Whirlpool Corporation em aplicar a aquisição em mercado de ações da Embraco S.A. é apoiada por alguns dos fatores macroeconômicos, mas certamente não foi determinada à base destes fatores de forma isolada. O motivo completo da aquisição da Embraco S.A. dependeu de um conjunto de fatores, entre quais, alguns destes fatores macroeconômicos contribuíram. Em termos dos fatores microeconômicos, o caso da aquisição da Embraco S.A. pela Whirlpool Corporation afirma que a estrutura OLI de Dunning cabe na sua análise da aplicação do IDE pela EMN, pois as três etapas decisivas são representadas no histórico das empresas envolvidas.

Conclui-se também, que a teoria da estratégia de negócios abrange melhor a explicação da Whirlpool Corporation para suas aquisições das empresas brasileiras, principalmente a Embraco S.A. Declarando-o abertamente desde o final da década dos 80, a Whirlpool Corporation iniciou uma estratégia de assumir e manter a posição global da maior fabricante de eletrodomésticos, especificamente da linha branca. Usando uma série de aquisições (detalhadas na seção 4.1.4) e outras aplicações do IDE, a EMN tomou passo a passo as medidas necessárias para atingir tal meta de ser o número um. Das três formas de explicar o IDE pela parte das EMN, a estratégia dos negócios ofereceu fatores e justificações que mais se comparam com o caso da aquisição da Embraco S.A. (através da aquisição da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A.) pela multinacional Whirlpool Corporation.

5 CONCLUSÃO

O objetivo principal do trabalho foi avaliar o processo da aquisição da Empresa Brasileira de Compressores, S.A., Embraco, pela empresa multinacional Whirlpool Corporation, um caso prático da venda da maior produtora de compressores para refrigeração para o líder mundial de produtos da linha branca na indústria de eletrodomésticos. Este estudo de caso serve como um exemplo da aplicação de investimento direto externo na forma de fusões e aquisições.

Os motivos determinantes da aquisição da Embraco S.A. pela Whirlpool Corporation foram investigados. Uma etapa fundamental deste estudo de caso diz respeito à classificação das principais variáveis determinantes do IDE. Dos fatores macroeconômicos, tem-se os três principais apresentados neste estudo: (a) o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB); (b) a taxa de câmbio; e (c) o custo de capital da economia em comparação com os demais países competidores. Em nenhum caso, pôde-se concluir que algum destes fatores por si só determinou de forma significativa a decisão da Whirlpool Corporation de aplicar o IDE na forma da aquisição da Embraco S.A. Não obstante, pode-se afirmar que todos os fatores macroeconômicos apoiaram e contribuíram de forma geral para justificar a decisão da Whirlpool Corporation.

Acerca dos fatores microeconômicos, deu-se ênfase aos três momentos decisivos na estrutura OLI de Dunning. No primeiro, a Whirlpool Corporation avaliou no final da década de 80 que a empresa possuía vantagem(ns) comparativa(s) frente às demais firmas competidoras do mercado global de produtos da linha branca. A segunda decisão da estrutura OLI foi tomada quando a Whirlpool Corporation optou por reter suas vantagens de propriedade (ao invés de vendê-las para terceiros locais), e desta forma aceitar o desafio de crescer e tornar-se a maior produtora de produtos da linha branca no mercado mundial. Sua estratégia de longo prazo para os mercados externos da América do Sul têm sido estabelecer parcerias com empresas locais através do investimento direto externo. Essas começaram em 1957 com seu primeiro IDE na Brasmotor S.A. A terceira decisão da estrutura OLI trata da relação entre o IDE no mercado externo e a exportação para este mesmo mercado, e revela, no caso em questão, que a Whirlpool Corporation optou pelo IDE via aquisição em mercado acionário das empresas (coligadas) Embraco S.A., Multibrás S.A. e Brasmotor S.A. Estas aquisições, no final da década de 90 e em

2000, revelam tanto a importância interna destas relações de longo prazo nos processos produtivo e administrativo para a Whirlpool Corporation quanto sua principal vantagem frente aos seus competidores multinacionais na sua meta de assumir a liderança no mercado global de produtos da linha branca.

Por fim, pode-se afirmar que a abordagem da estratégia de negócios explica de melhor forma a aquisição da Embraco S.A. (através das aquisições da Multibrás S.A. e da Brasmotor S.A. em 2000) pela Whirlpool Corporation. No final da década dos 80, a Whirlpool Corporation era responsável por mais de 46 milhões de produtos vendidos anualmente nos Estados Unidos, enfrentando altos níveis de saturação do mercado e competição intensa, quadro que mantinha oportunidades limitadas para o crescimento dentro do mercado americano e reduzia margens de lucratividade. A partir daí, a Whirlpool Corporation decidiu adotar uma estratégia na direção da expansão para mercados externos e, assim, procurar assumir uma posição de liderança nestes mercados antes de seus principais concorrentes.

Ao esclarecer o processo histórico da aquisição tendo como foco a relação existente entre estas empresas, a análise de fatos da trajetória da aquisição das empresas Brasmotor S.A., Embraco S.A. e Multibrás S.A. revelou que, com a sua história traçada e lucrativa com a Brasmotor S.A. e a Embraco S.A., a Whirlpool Corporation possuía vantagem significativa nos mercados da América do Sul. O Brasil registrou os níveis mais lucrativos de todas as operações externas da Whirlpool Corporation (www.whirlpoolcorp.com). Com uma série de aplicações de IDE na forma de aquisições em mercado de ações, a Whirlpool ampliou sua influência na região, com a aquisição da subsidiária da Philips na Argentina, a SAGAD em 1992 e com maior interesse na Embraco S.A. e na Brasmotor S.A. As vendas na região cresceram 28% entre 1994 e 1995 e aumentaram mais 15% em 1996. Registrou-se lucro líquido de US\$ 78 milhões em 1997. Deste sucesso, a Whirlpool aplicou US\$ 217 milhões na aquisição de 33% das ações ordinárias para reter 66% do controle acionista da Embraco S.A., seguido por investimento de US\$ 280 milhões na infra-estrutura produtiva das fábricas e linhas de produção. O aumento da taxa de juros pelo governo brasileiro em 1997 e novamente em 1998 afetou de forma negativa a estratégia da Whirlpool Corporation, pois a depreciação do Real Brasileiro em 1998 e os efeitos defasados na economia nacional somaram uma queda nas vendas da EMN na faixa de US\$ 1 bilhão, representando 25% das vendas esperadas. Com determinação em atingir sua meta, a Whirlpool Corporation suportou os imprevistos do mercado externo e, em 2000, passou a investir

mais US\$ 283 milhões na aquisição de quase 95% do controle acionista nas três empresas, através da aquisição em mercado de ações da Brasmotor S.A. e Multibrás S.A. Em 2000, a Whirlpool Corporation registrou seu segundo ano fiscal mais lucrativo de sua história, com vendas líquidas em torno de US\$ 10,3 bilhões. A estratégia da Whirlpool Corporation resume-se em três pontos. Em primeiro lugar, o esforço e investimento aplicado pela Whirlpool criam uma solução distinta a ser valorizada pelos nossos clientes? Segundo, essa solução cria uma distinta e sustentável vantagem competitiva? E, finalmente, terceiro: essa solução cria valor adicionado para os nossos investidores financeiros?

Em resumo, a estratégia de negócios é o que melhor explica o processo da aquisição da Embraco S.A. pela Whirlpool Corporation. A estratégia estudada consistiu em usufruir das suas parcerias estabelecidas com a Embraco S.A., a Multibrás S.A. e Brasmotor S.A. para apoiar sua decisão de ampliar a empresa multinacional que competia rigorosamente para assegurar sua fatia do mercado norteamericano e então se tornar uma empresa verdadeiramente global. Com a aquisição destas empresas internacionais, entre outras em outras regiões do mercado mundial de eletrodomésticos, a Whirlpool Corporation teria uma plataforma para cumprir sua missão estabelecida no final da década de 80, quando a empresa estava estabelecida apenas nos Estados Unidos. A Whirlpool Corporation estabeleceu a meta de integrar sua infra-estrutura de negócios no mercado mundial, pois esta já possuía instalada uma rede de unidades manufatureiras estrategicamente localizada por todo o globo, condição diferente das outras empresas multinacionais competidoras, que buscavam simplesmente conquistar mercados em outras partes do mundo.

A entrevista cedida pela Embraco S.A. confirmou uma relação intensa e longa de transferência de tecnologia da Universidade Federal de Santa Catarina para a Embraco S.A. A entrevista permitiu uma compreensão nítida da relação dupla entre a Embraco S.A. e a Whirlpool Corporation. Por um lado, a Whirlpool Corporation é cliente respeitada e importante para a fábrica de compressores. Por outro lado, a Whirlpool Corporation é proprietária da fábrica de compressores, sendo acionista em participação crescente por um período que traça décadas de história entre as duas multinacionais. A Embraco S.A., mantendo seus padrões de qualidade, de pesquisa e desenvolvimento, de investimento interno na sua mão-de-obra e de preço nos mercados internacionais, garante sua relação de fabricante de peças fundamentais para os produtos da empresa global, fabricante de toda linha branca na indústria de eletrodomésticos, a

Whirlpool Corporation. Enquanto as forças de um mercado cada vez mais globalizado determinam uma relação vista como favorável pelas duas empresas, não há previsão para uma alteração significativa na relação estabelecida entre o fornecedor (Embraco, S.A.) e o cliente (Whirlpool Corporation).

Através da execução deste estudo de caso, pode-se prever alguns possíveis cenários para a Embraco S.A. e a Whirlpool Corporation frente aos futuros desafios, intrínsecos a esta nova estrutura, criada através do extenso processo de aquisição aqui relatado.

Apoiando qualquer cenário possível, tem-se que a presença da Whirlpool Corporation não tem alterado em nenhum sentido significativo a fabricação dos compressores da Embraco, S.A. Como proprietária da Embraco S.A., a Whirlpool Corporation interage com a empresa catarinense através das reuniões dos acionistas. Neste sentido, a Whirlpool Corporation exige resultados significativos, mas em termos práticos, o acionista majoritário não ultrapassa das exigências esperadas de qualquer acionista interessado em expandir seus lucros e minimizar os cenários de desvalorização. Há uma relação estabelecida e forte entre o conselho de acionistas, sendo que alguns membros do conselho de todas as empresas envolvidas nas aquisições do estudo de caso, a Embraco, a Multibras, a Brasmotor e a Whirlpool Corporation têm servido em capacidades variadas nas demais empresas do grupo, assim afirmando a relação saudável de trabalho entre a Embraco S.A. e a Whirlpool Corporation. Há uma compreensão por ambas as empresas de capital aberto que os meios de operação respectivos que levaram as duas a poderem conquistar suas atuais posições de liderança no mercado, cada vez mais globalizado, vem de anos de experiência comprovada. Todas as evidências mostram que nem a Embraco S.A., nem a Whirlpool Corporation, pretende alterar esta relação lucrativa e estabelecida enquanto há lucro conforme as expectativas de ambos.

Portanto, considerando a teoria da área de investimento direto externo, a análise deste estudo de caso afirma alguns aspectos da teoria da literatura como válidos. Os indicadores do PIB brasileiro e os indicadores referentes às vantagens microeconômicas da Embraco S.A. como a qualidade da mão-de-obra e seus preços relativamente baixos no mercado internacional servem como determinantes viáveis neste caso. Outros indicadores apóiam, mas não justificam por si só a aquisição feita pela Whirlpool Corporation, como o crescimento da Bovespa e as taxas de câmbio e de inflação do mercado brasileiro. Tais indicadores apóiam uma tendência para vantagens no

sentido do longo prazo, mas não determinam a decisão de efetuar as aquisições como forma de se lucrar no curto prazo através das divergências internacionais.

A conclusão geral deste trabalho é que existem vários fatores em distintas medidas que determinaram a aquisição da Embraco S.A. pela Whirlpool Corporation. A combinação da qualidade de seus produtos e seu preço de mercado estabeleceu a relação existente de fornecedor-cliente entre as duas empresas. A abertura dos mercados emergentes, de seus respectivos mercados de ações, e uma visão pela Whirlpool Corporation de operar de forma verdadeiramente global, permitiram que a multinacional aplicasse uma estratégia de fusões e aquisições, onde a estratégia anterior havia consistido de operações de atividade greenfield ou alianças estratégicas. Conforme os indicadores dos balanços patrimoniais, a Whirlpool Corporation manteve sua posição de expansão, apostando no lucro de longo prazo, sem deixar de apresentar níveis aceitáveis de lucratividade no curto e médio prazo para seus investidores manterem a confiança no seu plano de expansão. A Embraco S.A., com sua posição no mercado brasileiro e nos mercados da América do Sul, com sua reputação como fornecedor de compressores de qualidade mundial, com sua tradição para a pesquisa e desenvolvimento interno e com sua administração competente, apresentava diversas das condições para sua aquisição pela Whirlpool Corporation, assim cumprindo seu papel fundamental nas operações globais da maior empresa na indústria de eletrodomésticos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, Gregor. MITCHELL, Mark L. STAFFORD, Erik. New Evidence and Perspectives on Mergers. **Journal of Economic Perspectives**. v. 15. n. 2. p.103-120. 2001.
- BERTRAND, O.; MUCCHIELLI, J-L.; ZITOUNA, H. Locational Choices of Multinational Firms: The Case of Mergers and Acquisitions. **HWWA Discussion Paper**. p. 274. 2004.
- BRACONIER, H.; NORBACK, P.J.; URBAN, D. Vertical FDI revisited. Working Paper. **The Research Institute of Industrial Economics (IUI)**. p. 579. Stockholm. 2002.
- BRANDER, J.A.; SPENCER, B.J. Foreign direct investment with unemployment and endogenous taxes and tariffs. **Journal of International Economics** v. 22, p. 257-279. 1987
- BRANDER, James; SPENCER, Barbara. Foreign Direct Investment with Unemployment and Endogenous Taxes and Tariffs. **Journal of International Economics**. v. 22. p. 257-79. 1987
- BREMS, H. A Growth Model of International Direct Investment. **American Economic Review**. v. 60. p. 320-331. 1970.
- BROUTHERS, K.D.; BROUTHERS, L.E. Acquisition or Greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. **Strategic Management Journal**. v. 21.n. 1, p. 89-97. 2000.
- BUCKLEY, P. J.; CASSON, M. An Economic Model of International Joint Venture Strategy. **Journal of International Business Studies**. v. 25, n. 5, p. 849-876. 1996.
- BUCKLEY, P.; CASSON, M. **The future of the multinational enterprise**. London, MacMillan. 1976.
- BUCKLEY, P.; CASSON, M. The optimal timing of a foreign direct investment. **Economic Journal**. v. 91. Mar. 1981.
- BUCKLEY, P.J.; CASSON, M. A Theory of Co-operation in International Business. In: CONTRACTOR, F.J.; LORANGE, P. (Org.) **Co-operative Strategies in International Business**. Ed. Lexington. Lexington, 1988.
- BUCKLEY, P.J.; CASSON, M. Models of the multinational enterprise. **Journal of International Business Studies**. v. 29. n.1 . p. 21-44. 1998

- BUCKLEY, P.J.; PEARCE, R.D. Overseas Production and Exporting by the World's Largest Enterprises: A Study in Sourcing Policy. **Journal of International Business Studies**. v. 10. n. 1. p. 9-20. 1979.
- CAMPOS, N.F.; KINOSHITO, Y. Foreign Direct Investment as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies. **William Davidson Institute Working Paper** 438. 2002.
- CAVES, R. Multinational Firms, Competition and Productivity in the Host Country. **Economica**. v. 41. p. 176-193. 1974.
- CAVES, R.E. International corporations: the industrial economics of foreign investment. **Economica**, v. 38. Feb. 1971.
- CAVES, R.E. **Multinational enterprises and economic analysis**. Ed. Cambridge University Press: New York. 1982.
- CHO, K.R.; PADMANABHAN, P. Acquisition versus new venture: The choice of foreign establishment mode by Japanese firms. **Journal of International Management**. v. 1/3. p. 255-285. 1995.
- COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. **Economica**. v. s4, p. 386-405. 1937.
- CONN, Robert L.; COSH, Andy; GUEST, Paul M.; HUGHES, Alan. The Impact of UK Acquirers of Domestic, Cross-Border, Public and Private Acquisitions. **Journal of Business Finance and Accounting**. v. 32. n. 5-6. p. 815. Jun. 2005.
- COSTA, I; QUEIROZ, S.R.R. Foreign direct investment and technological capabilities in brazilian industry. **Research Policy**. v. 31. p. 1431-1443. 2002.
- CRAIG, C.S.; DOUGLAS, S.P. **Global Marketing Strategy**. New York: McGraw-Hill. 1995.
- DI GIOVANNI, J. What Drives Capital Flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening. International Trade 0303002, **Economics Working Paper Archive EconWPA**. 2004.
- DOUGLAS, S.P.; CRAIG, C.S. Evolution of global marketing strategy: Scale, scope, and synergy. **Columbia Journal of World Business**. Fall. p. 47-59. 1989.
- DOUGLAS, S.P.; CRAIG, C.S. **Global Marketing Strategy**. McGraw-Hill: New York. 1995.
- DUNNING, J.; NARULA, R. The R&D activities of foreign firms in the United States. **International Studies of Management & Organization**, v. 25, n.1-2, p. 39-73. 1995.
- DUNNING, John H. 1998. Location and the multinational enterprise: a neglected factor. **Journal of International Business Studies**. v. 29. n. 1. p. 45-66. 1998.

DUNNING, John H. Location and the multinational enterprise: a neglected factor. **Journal of International Business Studies**. v. 29. n. 1. p. 45-66. 1998.

DUNNING, John H. The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. **International Business Review**. v. 9. p. 163-190. 2000.

DUNNING, John H. The eclectic paradigm of international production: past, present and future. **International Journal of the Economics of Business**. v. 8. n. 2. p. 173-190. 2001.

DUNNING, John H. Evaluating the Costs and Benefits of Foreign Direct Investment: Some General Observations in “Conferência Internacional sobre Economia Portuguesa”, **Fundação Gulbenkian & German Marshall Fund of the U.S.**, Lisboa, p.835-69. 1977.

DUNNING, John H. Explaining changing patterns of international production: in defence of the eclectic theory. **Oxford bulletin of economics and statistics**. v. 41. p. 269-295. 1979.

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

DUNNING, John H. Foreign Direct Investment: Good Night, Vietnam, **The Economist**. Jan. 8-14. 2000.

DUNNING, John H. Globalization and the new geography of foreign direct investment. **Oxford Development Studies**. v. 26. n. 1. p. 47-69. 1998.

DUNNING, John H. MNEs: an overview of relations with national governments. **New Political Economy**. v. IV. n. 1. 1998, p. 280-284. 1998.

DUNNING, John H. **Multinational Enterprises and the Global Economy**. Wokingham: Addison-Wesley. 1993.

DUNNING, John H. Re-evaluating the benefits of foreign direct investment. **Research Policy**. v. 23. p. 9-22. 1994.

DUNNING, John H. Re-evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment. **Transnational Corporations**, v. 13, n. 1, republicado em "Companies without Borders: Transnational Corporations in the 1990s", **International Thomson Business Press**. 1994.

DUNNING, John H. Some antecedents of internalization theory. **Journal of International Business Studies**. v. 34. p. 108-115. 2003.

DUNNING, John H. The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. **Journal of International Business Studies**, v. 19. n.1. p. 1-31. 1988.

DUNNING, John H. The role of foreign direct investment in upgrading China's competitiveness. **Journal of International Business and Economy**. v. 4(1). p. 1-13. 2003.

DUNNING, John H. The theory of international production. **International Trade Journal**. v. 111, p. 21-66. 1988.

DUNNING, John H. Toward an eclectic theory of international production: some empirical tests. **Journal of International Business Studies**. v. 11. p. 9-31. 1980.

DUNNING, John H; WYMBS, C. The challenge of electronic markets for international business theory. **International Journal of the Economics of Business**. v. 8. n. 2. p. 273-302. 2001.

ERRAMILLI, M.K. The experience factor in foreign market entry behavior of service firms. **Journal of International Business Studies**. v. 22(3). p. 479-501.1991.

ETHIER, W. The Multinational Firm. **Quarterly Journal of Economics**. v. 101, p. 805-833. 1986

ETHIER, W.J.; MARKUSEN, J.R. Multinational Firms, Technology Diffusion and Trade. **Journal of International Economics**. v. 41. p. 1-28. 1996.

GELB, S.; BLACK A. South Africa: FDI trends, causes, issues. Background paper for the research project. **Development Bank of Southern Africa**, Johannesburg. 2000.

GLASS, A.J.; GLASS, S.K. International technological transfer and technology gap. **Journal of Development Economics**, 55. 1998.

GLASS, A.J.; SAGGI, K. International technology transfer and the technology gap. **Journal of Development Economics**. v. 55. p. 369-398. 1979.

HAUFLER, A.; WOOTEN, I. Country size and tax competition for foreign direct investment. **Journal of Public Economics** v. 71, p. 121-139. 1999.

HELPMAN, E. A simple theory of trade with multinational corporations. **Journal of Political Economy** v. 92. p. 451-471. 1984.

HORSTMAN, I.; MARKUSEN, J. Endogenous market structures in international trade (natura facit saltum), **Journal of International Economics** v. 32. p. 109-129. 1992.

HORSTMAN, I.; MARKUSEN, J. Strategic investments and the development of multinationals, **International Economic Review** v. 28. p. 109-121. 1987.

HUFBAUER, G.C. *Synthetic Materials and the Theory of International Trade*. Ed. Ducworth. London, 1966.

HYMER, S. **The international operations of national firms: a study of direct foreign investment**. MIT: MIT Press, 1976 (Ph.D. Dissertation).

HYMER, Stephen. The Multinational Corporation and the Law of Uneven Development. In: BHAGWATI, J.W (Org.). **Economics and World Order**. New York: Macmillan. p. 113-40. 1971.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). International Financial Statistics, 2004.

ITAGAKI, T. Theory of the multinational firm: An analysis of effects of government policies. **International Economic Review** v. 20, n. 2. p. 437-448. 1979.

JANEBA, E. Corporate income tax competition, double taxation, and foreign direct investment. **Journal of Public Economics** v. 56. p. 311-325. 1995.

KAMGA WAFO, Guy Leopold. **Political Risk and Foreign Direct Investment**. Faculty of Economics and Statistics, University of Konstanz, 1998.

KRUGMAN, P. Increasing Returns, Monopolistic Competition, and International Trade. **Journal of International Economics**. v. 9(4), p. 469-479. 1979.

KRUGMAN, Paul R.; GRAHAM, Edward M. Foreign Direct Investment in the United States, 3rd Ed. **Institute for International Economics**. p. 224. 1995.

LAHIRI, S.; ONO, J. Foreign direct investment, local content requirement, and profit taxation. **Economic Journal**. v. 108. p. 444-457. 1998a.

LAHIRI, S.; ONO, J. Tax policy on foreign direct investment in the presence of cross-hauling. **Welwirtschaftliches Archiv** v. 134. p. 263-279. 1998b.

MADHOK, Anoop; PHENE, Anupama. The co-evolutional advantage: strategic management theory and the eclectic paradigm. **International Journal of the Economics of Business**. v. 8(2). p. 243-256. 2001.

MARKUSEN, J. The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade. **Journal of Economic Perspectives**. v. 9. p. 169-89. 1995.

MARKUSEN, J.R. Multinationals, multi-plant economics, and the gains from trade. **Journal of International Economics** v. 16. p. 205-226. 1984.

MARKUSEN, J.R.; VENABLES, J.R. Multinational firms and the new trade theory. **Journal of International Economics**. v. 46. p. 183-203. 1998.

MARKUSEN, James R.; HORSTMAN, Ignatius. Licensing versus Direct Investment: A Model of Internalization by the Multinational Enterprise. **Canadian Journal of Economics**. v. 20. p. 464-81. 1987

MENEZES, E.A. **O impacto de fusões e aquisições de empresas sobre a riqueza dos acionistas: um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro**. Tese apresentada ao Curso

de Pós Graduação na FGV/ EAESP, Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo. [1994]

MOON, Hwy-Chang; KIM, H.; LEE, D. Cross-Border Mergers and Acquisitions: Case Studies of Korea, China, and Hong Kong China. **Asia-Pacific Economic Cooperation Research** (APEC), p. 1-24. Set. 2003.

MOON, Hwy-Chang; ROEHL, Thomas W. Unconventional foreign direct investment and the imbalance theory. **International Business Review**. v. 10: p. 197-215. 2001.

MORCK, Randall; YEUNG, Bernard; LI, Kan; YANG, Fan. Firm-Specific Variation and Openness in Emerging Markets. **William Davidson Institute Working Papers Series**. William Davidson Institute at the University of Michigan. Stephen M Ross Business School. p. 2003-623. 2003.

MOTTA, M. Multinational firms and tariff jumping argument: a game theoretic analysis with some unconventional conclusions. **European Economic Review** v. 36. p. 1557-1571. 1992.

NARULA, R.; DUNNING, J.H. Industrial Development, Globalisation and Multinational Enterprises: New Realities for Developing Countries. **Oxford Development Studies**. v. 28, n.2, 2000.

POSNER, MV. **International Trade and Technical Change**. Ed. Oxford University Papers. 1961

ROOT, F.R.; AHMED, A.A. Empirical Determinants of Manufacturing Direct Foreign Investment in Developing Countries. **Economic Development and Structural Change**. v. 27. p. 751-767. 1978.

SMITH, A. Strategic Investment, multinational corporations and trade policy, **European Economic Review**. v. 31. p. 89-96. 1987.

UNCTAD, **Foreign Direct Investments in Brief: Brazil**. 2000.

UNCTAD. Cross-Border M&A and Development, **World Investment Report 2000**, United Nations Conference on Trade and Development, New York. 2000.

UNCTAD. FDI Policies for Development: National and International Perspectives, **World Investment Report 2003**, United Nations Conference on Trade and Development, New York. Disponível em: <<http://www.unctad.org/wir>>. 2003.

UNCTAD. The Shift Towards Services, **World Investment Report 2004**, United Nations Conference on Trade and Development, New York. 2004.

VERNON, Raymond. The product cycle hypothesis in a new international environment. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**. v. 41:4. p. 255-267. 1979.

World Bank, World Development Report 2000/2001: Attacking Poverty. **Oxford University Press for the World Bank**, New York. 2000.