

Área Temática: Globalização e Internacionalização de Empresas

Título: Investimentos Diretos Estrangeiros Criam Valor? Uma Análise Exploratória das Multilatinas

AUTORES

LEON CHANT DAKESSIAN

Universidade de São Paulo
lcdakessian@usp.br

PAULO ROBERTO FELDMANN

Universidade de São Paulo
feldmann@usp.br

Resumo: A proposição central deste artigo é a de testar a teoria da internalização que atribui à presença de ativos proprietários, ou fatores específicos à firma – sob a forma de recursos, capacitações e conhecimento especializado – a decisão de promover investimentos diretos estrangeiros (IDEs), internalizando as atividades operacionais em países hospedeiros ao invés de perseguir estratégias de menor comprometimento de capital ou de implementar arranjos contratuais alternativos tais como a simples exportação ou o licenciamento. Utilizando o método de estudo de eventos em uma amostra de 174 anúncios de aquisições realizadas por 18 Multilatinas sediadas na Argentina, Brasil e México no período 1989-2011, os autores concluem não haver suporte empírico a esta teoria uma vez que, aos níveis de significância usuais, a hipótese nula – de que retornos anormais aos acionistas das empresas adquirentes não são diferentes de zero – não pode ser rejeitada. Na melhor das hipóteses, anúncios de aquisições internacionais têm efeito neutro sobre tais retornos. Linhas de pesquisa futuras são propostas visando investigar as complexas interações entre os fatores específicos às transações, às firmas, às empresas-alvo e aos países que tanto sediam as empresas adquirentes como as empresas-alvo. Estas complexas interações é que determinam a considerável heterogeneidade de contextos e da variabilidade dos resultados obtidos em pesquisas empíricas prévias.

Abstract: The central proposition of this article is to test the internalization theory that attaches to the presence of firm-specific advantages (FSAs) – such as proprietary resources, skills and knowledge – the decision to make foreign direct investments (FDIs) and internalize the operating activities in host countries rather than pursue asset-light strategies such as exporting or licensing. Using the method of event study in a sample of 174 announcements of acquisitions made by 18 Multilatinas in the period 1989-2011, the authors conclude that there is no empirical support to this theory. At best, foreign acquisition announcements have neutral effects on cumulative abnormal returns to shareholders. Future lines of research are proposed, aiming at investigating the complex interactions amongst the factors that are specific to the transaction, to the firm, to the target company and to the host and home countries that determine the staggering heterogeneity of contexts and results.

Palavras-Chave: Internacionalização; Internalização; Multilatinas; Estudo de Eventos.

Investimentos Diretos Estrangeiros Criam Valor? Uma Análise Exploratória das Multilatinas

1 - Introdução

A extensa e diversificada produção acadêmica nas áreas de internacionalização e negócios internacionais, particularmente a partir dos anos 50-60, é reflexo do interesse crescente sobre as empresas transnacionais e seus impactos econômicos e sociais não somente sobre as economias em que nelas se originaram como também nos diversos países hospedeiros de seus investimentos diretos estrangeiros (IDEs).

Analogamente à proposição central de Coase (1937) em entender e explicar a razão de ser da firma, diferentes correntes teóricas – focadas principalmente nas corporações sediadas em países desenvolvidos – procuraram entender e explicar a razão de ser da empresa multinacional (EMN), abordando diferentes aspectos dos processos ligados à internacionalização e multinacionalização de suas atividades. Enquanto que a tese seminal de Hymer (1976) e os estudos de Caves (2007) basearam-se no arcabouço teórico da organização industrial e dos mercados imperfeitos para este objetivo, foi somente com Buckley & Casson (1976; 2003) que um tratamento mais explícito foi dado à relação entre imperfeições de mercado e a internacionalização (RUGMAN, 1981). Outras teorias procuraram explicar alguns fenômenos específicos como a expansão das multinacionais norte-americanas no período pós-guerra (VERNON, 1979), bem como os padrões de internacionalização das multinacionais nórdicas, dando origem à escola de Uppsala, ou o modelo de gradualismo e aprendizagem (JOHANSON & VAHLNE, 1977). Entretanto, foi a partir do paradigma eclético OLI de John Dunning (1988; 2001) – segundo o qual as vantagens competitivas das empresas multinacionais devem-se a à propriedade de recursos e capacitações específicos (*Ownership*), à localização geográfica de suas operações (*Location*) e à decisão de internalizar as atividades-chave (*Internalization*) ao invés de subcontratá-las – e das pesquisas de Rugman (1981; 1996) que a teoria da internalização tomou forte impulso e configurou-se como um arcabouço suficientemente robusto para entender, explicar e prever as estratégias de internacionalização das EMNs, tanto as sediadas em países desenvolvidos como as em economias emergentes e permitiu estabelecer as interfaces com outras correntes teóricas como a teoria dos custos de transação (HENNART, 2010) e da gestão estratégica (RUGMAN & VERBEKE, 1992).

O surgimento e a acelerada expansão das empresas multinacionais sediadas em economias emergentes (EMNEMs) são fenômenos que têm ocupado uma parcela relevante nas agendas dos acadêmicos, das consultorias e das comunidades empresariais ao redor do globo, o que explica a extensa e diversificada produção acadêmica, visando endereçar as questões fundamentais de pesquisa tais como o papel das vantagens competitivas específicas às firmas (*firm-specific advantages*, ou FSA) e aos seus países de origem (*country-specific advantages*, ou CSA) em moldar as estratégias de internacionalização por elas perseguidas e os impactos destas estratégias sobre a dinâmica global nas indústrias em que competem (RAMAMURTI, 2004; AULAKH, 2007; RAMAMURTI, 2009).

No que concerne à América Latina, a principal questão que intriga os pesquisadores é o fato da Região ter produzido um número inexpressivo de empresas globais. Fatores comumente atribuídos a esta constatação incluem políticas protecionistas (via substituição de importações e barreiras tarifárias), mercados de capitais pouco desenvolvidos, baixos investimentos em P&D, baixa produtividade, instabilidade econômica, o domínio dos mercados internos por conglomerados familiares diversificados (CASANOVA, 2009), bem como a presença de

debilidades estruturais vinculadas aos sistemas educacionais, baixa capacidade de absorção de tecnologias, fraca estrutura em Ciência e Tecnologia, atraso no desenvolvimento das telecomunicações e a adoção de políticas industriais que pouca ênfase deram aos setores de elevado conteúdo tecnológico (FELDMANN, 2009). Estes fatores também podem ter contribuído para o início tardio dos processos de internacionalização das EMNs latino-americanas, ou Multilatinas como são comumente conhecidas, mesmo quando comparados às suas congêneres asiáticas. Analisando as estratégias de internacionalização de uma amostra de 20 empresas Multilatinas, Cuervo-Cazurra (2008) estima em 49 anos o período médio entre a data de fundação e o primeiro investimento direto estrangeiro feito pelas empresas multinacionais brasileiras que compõem esta amostra e em 53 anos para o caso das multinacionais mexicanas.

Uma igualmente extensa e diversificada corrente de pesquisa explora a relação entre multinacionalidade da empresa e seu desempenho, este último definido por métricas diversas de natureza contábil (retorno sobre ativos, por exemplo) ou baseadas em valores de mercado, quando estas forem de capital aberto (índice q de Tobin e retorno ao acionista, dentre outras). Longe de se ter chegado a um consenso sobre esta relação, Glaum e Oesterle (2007), em artigo introdutório ao volume 47, número 3, do *Management International Review* elaboram uma interessante revisão dos enfoques alternativos e sugerem algumas respostas à indagação do por que estudos prévios têm gerado resultados contraditórios.

Este artigo dá continuidade a esta linha de pesquisa e analisa os efeitos dos anúncios de aquisições via IDEs realizados por uma amostra de empresas Multilatinas de capital aberto sobre o comportamento das cotações de suas ações em seus mercados de capitais e assim está estruturado: o item 2 explicita a questão básica de pesquisa e formula a hipótese de trabalho a ser testada, o item 3 apresenta uma breve revisão da literatura pertinente, o item 4 descreve o método e a base de dados utilizada, o item 5 sumariza os resultados e o item 6 conclui.

2 - Questão Básica de Pesquisa e Hipótese

A essência da teoria da internalização consiste em atribuir à presença de ativos proprietários, ou fatores específicos à firma – sob a forma de recursos, capacitações e conhecimento – a decisão de promover investimentos diretos estrangeiros, internalizando as atividades operacionais em países hospedeiros ao invés de perseguir estratégias de menor comprometimento de capital tais como a simples exportação ou o licenciamento. Tendo estes ativos proprietários a característica de bens públicos, sua exploração econômica é, em geral, inviabilizada através de arranjos contratuais (via mercado) de difícil cumprimento (*non-enforceable*), seja em função da dificuldade em, uma vez disponibilizadas, controlar o uso de informações sigilosas ou tendo em vista as fragilidades institucionais de determinados países, expondo o detentor destes ativos a riscos de oportunismo e a outros que levem à dissipação de valor (CAVES, 2007).

Cabe ressaltar que esta mesma resposta (internalização) é também consistente com a solução prevista sob as lentes da teoria dos custos de transação (TCT), em contextos em que níveis de especificidade de ativos relativamente elevados – neste caso, conhecimentos específicos vinculados à gestão tecnológica e/ou mercadológica – sugerem estruturas de governança em que prevalece a hierarquização (ou internalização) das atividades (WILLIAMSON, 1985).

Nesta mesma linha de análise, Caves (2007) ao aplicar a lógica da TCT na explicação dos movimentos de internacionalização das a) EMNs em setores de serviços, b) em EMNs integradas verticalmente e c) em EMNs integradas horizontalmente, ressalta que estes se

justificam em função, no primeiro caso, do desenvolvimento de níveis elevados de confiança mútua entre o provedor de serviço e seu cliente multinacional (como resultado do investimento específico nesta relação), no segundo pela preferência da integração, considerando os custos de contratação *ex-ante* e os custos de monitoramento e negociação *ex-post* e, no terceiro, pelo conceito de que enquanto a EMN verticalizada internaliza o mercado de produtos intermediários, a EMN horizontal internaliza o mercado de ativos proprietários.

Tendo em mente estes aspectos e analisando as aquisições internacionais de uma amostra selecionada de EMNs latino-americanas, formula-se a seguinte hipótese de trabalho:

Hipótese: *Aquisições feitas por empresas multinacionais latino-americanas através de investimentos diretos estrangeiros geram benefícios econômicos sob a forma de retornos anormais a seus acionistas.*

O conceito de “retorno anormal” é emprestado da teoria de finanças corporativas e seu cálculo, detalhado no item 4 mais adiante, considera a diferença de variações dos preços de mercado das ações das empresas adquirentes em dois cenários: o **real**, considerando os efeitos das aquisições e um **hipotético teórico** admitindo que tais aquisições não tivessem sido realizadas.

3 - Revisão da Literatura

Este estudo dá continuidade a uma linha de pesquisa em que o interesse reside na análise dos impactos dos movimentos de internacionalização realizados por EMNs latino-americanas sobre o comportamento do preço de suas ações em bolsa de valores. Estes movimentos estratégicos são os especificamente associados aos investimentos diretos estrangeiros, em que a entrada (ou expansão) em mercados fora de seus países de origem é viabilizada através de aquisições (parciais ou totais) em contraposição a modos alternativos tais como investimentos *green field* ou o estabelecimento de estruturas híbridas de governança como são as *joint ventures*.

Um método adequado a objetivos de pesquisa desta natureza é o estudo de eventos, a ser detalhado logo a seguir, em que a existência (ou não) da relação causal entre o anúncio da aquisição e a geração de retornos anormais aos acionistas é testada em uma dada amostra.

O artigo de Morck e Yeung (1992) é o primeiro de que se tem notícia testando a teoria da internalização utilizando estudo de eventos em uma amostra de 322 aquisições de empresas estrangeiras realizadas por empresas norte-americanas de capital aberto entre 1978 e 1988, chegando à conclusão de que os resultados são consistentes com os previstos por esta teoria: retornos anormais são gerados em transações realizadas por empresas que detêm ativos intangíveis – medidos pela intensidade dos gastos em P&D e propaganda – em que seus executivos têm uma participação relevante, porém não dominante (ou seja, abaixo do limite crítico de 20% do capital total que, segundo os autores, configurar-se-ia uma situação em que os interesses dos gestores assumiriam maior preponderância em relação aos dos acionistas). Intensidade tecnológica gera mais impacto sobre os retornos anormais nas pequenas empresas adquirentes, enquanto a intensidade da comunicação mercadológica é mais importante nas de grande porte.

Seguindo um escopo análogo, Gupta e coautores (1991) concluem que os impactos dos anúncios de entrada das EMNs norte-americanas na China entre 1979 e 1987, através de aquisições de firmas locais, sobre o comportamento dos preços de suas ações são positivos e

significantes, sendo que *joint ventures* proporcionam ganhos maiores se comparados com outras formas que não envolvam aportes de capital.

O estudo de Gubi et al. (2009), adotando procedimentos similares aos anteriormente citados e restringindo a análise a uma amostra de 425 aquisições realizadas por empresas indianas de capital aberto entre janeiro de 2000 e dezembro de 2007, confirma as predições da teoria da internalização. Entretanto, a magnitude da criação de valor é maior nas aquisições em que as empresas-alvo estão situadas em países cujas economias encontram-se em estágios mais avançados de desenvolvimento econômico e institucional em relação à Índia, sugerindo a ideia de que a estratégia de aquisição de recursos e capacitações complementares presentes nestes locais gera vantagens competitivas e cria valor econômico às empresas adquirentes.

A relação entre anúncios de aquisições internacionais e seus impactos sobre o comportamento dos preços das ações de empresas adquirentes nem sempre têm apontado resultados positivos e significantes face à complexidade inerente em pesquisas deste gênero, em que as interações entre os fatores específicos à transação, à firma, à empresa-alvo e aos países que sediam as empresas adquirentes e empresas-alvo resultam em expressiva heterogeneidade de contextos e resultados (CAKICI *et al.*, 1996; MARKIDES & OYON, 1998; CAPRON & PISTRE, 2002; HAYWARD, 2002; SETH *et al.*, 2002; CAPRON & SHEN, 2007; AYBAR & FICICI, 2009).

4 – Método, Base de Dados e Escolha da Amostra

A metodologia de estudo de eventos tem sido intensamente utilizada visando investigar fenômenos de natureza econômica sobre o valor de mercado das empresas. Embora este método tenha sido concebido originalmente para analisar eventos associados ao campo de finanças corporativas – tais como os efeitos de anúncios de proventos, de resultados contábeis ou lançamento de novas ações – sua aplicabilidade geral alastrou-se para as diversas áreas das ciências sociais. A utilidade do método resulta do pressuposto de que, dada a racionalidade presente nos mercados, o efeito de um determinado evento estará imediatamente refletido no preço do ativo em análise, fazendo com que seu impacto econômico seja observado ao longo de um intervalo relativamente curto de tempo, centrado na data base de sua divulgação (MACKINLAY, 1997).

Este artigo utilizará a notação e os procedimentos propostos por Campbell, Lo e MacKinlay (1997), considerada como uma referência usualmente adotada em estudos como o que aqui se propõe.

Antes de detalhar o modelo que servirá de base para a estimação dos retornos anormais, cabe definir os seguintes parâmetros, com base no estudo de Gubi et al. (2009):

- i. A duração da janela de estimação (L_1) foi estabelecida nos 240 dias que antecedem a janela de evento;
- ii. A janela de evento (L_2) foi fixada em 11 dias, ou seja, 5 dias antes, a própria data do evento e 5 dias após, lembrando que o termo “evento” está associado à divulgação de uma determinada aquisição internacional.

O conceito de retorno anormal para uma determinada observação i é dado pelo modelo de mercado, assim definido, em linguagem matricial:

$$\hat{\varepsilon}_i^* = \mathbf{R}_i^* - \hat{\alpha}_i \mathbf{1} - \hat{\beta}_i \mathbf{R}_m^* \quad (1)$$

onde $\hat{\epsilon}_i^*$ é um vetor ($L_2 \times 1$) dos retornos anormais estimados na janela de evento, R_i^* é um vetor ($L_2 \times 1$) correspondente aos retornos reais observados ao longo da janela de evento, $(\hat{\alpha}_i \ \hat{\beta}_i)$ são os parâmetros estimados nas regressões MQO (retornos reais como funções lineares dos retornos de mercado) ao longo da janela de estimação, $\mathbf{1}$ é um vetor unitário ($L_2 \times 1$) e R_m é um vetor ($L_2 \times 1$) que representa os retornos reais de mercado observados no decorrer da janela de evento.

O retorno anormal acumulado (ou retorno excedente acumulado, RAA_i) é calculado para cada anúncio de aquisição, acumulando-se dia a dia os retornos estimados pela equação (1) ao longo do período definido pela janela de evento. O racional deste procedimento se justifica pelo fato de que os anúncios muitas vezes podem “vazar” antes da data em que são formalmente veiculados, bem como podem levar algum tempo para o mercado “digerir” a informação divulgada.

A confirmação ou rejeição da hipótese formulada no item 2 acima resumir-se-á a testar a hipótese nula de que RAA_i não é significantemente diferente de zero, assumindo-se algumas premissas de normalidade e convergência assintótica da distribuição da estatística utilizada para este fim (CAMPBELL *et al.*, 1997).

Os estudos de Fleury & Fleury (2009) e Cuervo-Cazurra (2008) foram levados em consideração para a escolha da amostra de empresas Multilatinas para as quais a) as informações detalhadas relativas às suas aquisições internacionais estivessem disponíveis na base de dados da *Thomson Financial* e b) as séries temporais dos preços de suas ações bem como dos respectivos índices de mercado estivessem disponíveis na base de dados *Economatica*.

A amostra final ficou constituída por 174 aquisições realizadas no período 1989-2011 por 16 empresas, sendo oito brasileiras, oito mexicanas e duas argentinas. Os **Anexos I** (Brasil), **II** (México) e **III** (Argentina) fornecem os detalhes.

A coluna referente à distância institucional foi determinada a partir dos quatro indicadores que capturam as distintas dimensões das características institucionais dos países e são calculados pela Heritage Foundation : *business freedom*, *trade freedom*, *investment freedom*, e *property rights*. Os conceitos e procedimentos de apuração estão detalhados no *site* desta instituição (THE HERITAGE FOUNDATION). Para cada um destes indicadores calculou-se o quociente entre os valores observados no ano que antecede o anúncio de aquisição para o país em que está sediada a empresa-alvo (no numerador) e os respectivos valores referentes ao país que sedia a empresa adquirente (no denominador). O indicador final é calculado como a média aritmética destes quatro quocientes, de forma que valores superiores a um refletem um contexto em que o estágio do desenvolvimento institucional do país hospedeiro é superior ao do país de origem da empresa adquirente.

A coluna referente à distância econômica é calculada a partir do logaritmo neperiano do quociente entre a renda real per capita do país-alvo (no numerador) e do país-origem (no denominador), disponíveis na base de dados da UNCTAD (UNCTAD), no ano que antecede o anúncio da transação. Valores positivos refletem situações em que os países hospedeiros são economicamente mais desenvolvidos em relação aos países de origem.

5 - Análise dos Resultados

A estimação dos retornos anormais acumulados por país foi elaborada a partir das estimativas dos retornos anormais acumulados gerados por cada anúncio de aquisição internacional, conforme **Anexos I, II e III**. A **Tabela I** abaixo sintetiza os resultados.

Tabela I – Estimação dos retornos anormais acumulados por país e consolidado, calculado a partir de janelas de estimação de 240 dias e janelas de evento de tamanho [-5, 0, +5] dias.

País	Número de Observações	Retorno Anormal Acumulado Médio	Erro Padrão	p-value	Distância Institucional Média	Distância Econômica Média
Argentina	13	-0,0232	0,0220	0,6891	1,29	0,40
Brasil	89	-0,0017	0,0064	0,7926	1,21	0,29
México	72	-0,0113	0,0067	0,0922	1,10	-0,06
Todos os Países	174	-0,0073	0,0046	0,1125	1,17	0,15

A julgar pelos indicadores de distância institucional e econômica, em média, os IDEs realizados pelas Multilatinas que compõem a amostra foram dirigidos a países hospedeiros em estágios de desenvolvimento institucional e econômico superiores aos em que se encontram os respectivos países de origem, confirmando o padrão dos ciclos de IDEs externos (*outward FDI*s) percorridos pelas EMNs sediadas em economias emergentes (FLEURY & FLEURY, 2009; RAMAMURTI, 2009; RAMAMURTI & SINGH, 2009)

Embora os retornos anormais acumulados tenham sinais opostos ao esperado, aos níveis de significância usuais não há evidências de que a hipótese nula (de que retornos anormais acumulados não são significativamente diferentes de zero) possa ser rejeitada e esta conclusão pode ser estendida para os três países analisados. Portanto, a hipótese formulada no item 2 deste artigo não tem suporte empírico e este resultado é consistente com o encontrado por Aybar & Ficici (2009) ao analisarem uma amostra composta por 433 anúncios de aquisições internacionais realizadas por 58 EMNs localizadas em economias emergentes – incluindo Ásia, América Latina, África do Sul e o Leste Europeu – no decorrer do período 1991-2004.

Cabe salientar que os resultados e conclusões não mudam quando as janelas de evento forem encurtadas para 7 dias [-3,0,+3].

6 - Considerações Finais

A principal contribuição empírica deste artigo foi a de testar, numa amostra de 174 anúncios de aquisições internacionais realizadas por 18 Multilatinas, as previsões da teoria da internalização segundo a qual, na presença de ativos proprietários – moldados por fatores específicos às firmas e específicos aos seus países de origem (RUGMAN, 1981; 1996) – a solução de internalizar as atividades é mais eficiente em relação aos modos de governança alternativos (WILLIAMSON, 1985), tais como a simples exportação dos produtos ou serviços ou a subcontratação (ou licenciamento) destas mesmas atividades através de mecanismos de

preços via mercado. Os resultados mostram que, na melhor das hipóteses, tais anúncios têm impacto neutro sobre os valores de mercado das empresas .

Possíveis explicações para este resultado não faltam. A primeira poderia estar relacionada ao fato de que a maior parte das adquiridas estarem em segmentos de *commodities* e, portanto, o processo de *bidding* poderia ter dissipado qualquer tentativa das adquirentes em capturar valor econômico. A segunda poderia ter alguma relação com fatores específicos às adquirentes, tais como o seu tamanho, as suas experiências prévias em competir nos mercados internacionais e a qualidade de seus processos gerenciais e de governança corporativa. A terceira poderia estar relacionada à heterogeneidade dos países hospedeiros no que tange às características econômicas e institucionais. A quarta poderia estar vinculada aos atributos específicos das transações, sendo seu tamanho relativo (valor da transação em relação ao valor de mercado da adquirente) o mais relevante. A quinta poderia refletir a percepção dos investidores da ausência (ou fraca presença) de sinergias operacionais.

Dada a natureza exploratória deste estudo, as inferências e conclusões apresentadas devem ser interpretadas com cautela, tendo em mente a inerente limitação do método. O que aqui se analisa é o impacto *ex-ante* das decisões estratégicas de expansão perseguidas pela Multilatinas sobre seus valores de mercado, uma vez que são baseadas em percepções de analistas e investidores em geral. Uma possível linha alternativa de pesquisa poderia ser desenvolvida tendo por objetivo a análise longitudinal do desempenho *ex-post* destas transações (SCHOENBERG, 2006), possivelmente utilizando técnicas de *survey*, visando identificar os fatores que determinam o sucesso e o fracasso destas iniciativas.

Anexo I: Investimentos diretos estrangeiros (IDE) efetuados por uma amostra restrita de empresas multinacionais brasileiras e seus impactos sobre a geração de retornos excedentes aos seus acionistas

Investidora	Setor	Data do Anúncio	Retorno Excedente Acumulado	Erro Padrão	Significância ^(a)	Empresa-Alvo	País -Alvo	% Adquirido	Valor (Em USD Mn)	Distância Institucional	Distância Econômica
Embraer SA	Aerospace Product and Parts Manufacturing	07/01/02	0.0478	0.0955	n.s.	Celsius Aero(Reliance Aero)	United States		100.0	1.4588	0.9397
Duratex SA	Other Wood Product Manufacturing	18/10/95	0.0002	0.0756	n.s.	Hermanos Piazza	Argentina	75.0		1.3452	-0.0103
Coteminas	Cut and Sew Apparel Manufacturing	14/05/04	-0.0120	0.0658	n.s.	Santista Textil-Chubut Assets	Argentina	100.0		1.3452	-0.0267
Ambev	Beverage Manufacturing	17/06/92	-0.1562	0.1202	n.s.	Almabo-Exmar-Shipping Acts	Belgium	100.0		1.4594	0.8708
Ambev	Beverage Manufacturing	20/11/97	0.0537	0.0499	n.s.	Cie Nationale de Navigation	France	100.0	137.2	1.3276	0.8280
Ambev	Beverage Manufacturing	03/02/99	-0.0891	0.0949	n.s.	Madeira Stevedoring Cy OPM	Portugal	50.0		1.2865	0.6069
Ambev	Beverage Manufacturing	27/11/00	0.0108	0.0892	n.s.	Cympay	Uruguay	95.4	45.0	1.2679	0.0695
Ambev	Beverage Manufacturing	21/05/01	-0.0913	0.0688	n.s.	Cerveceria Internacional SA	Paraguay	100.0	12.0	1.1278	-0.5541
Ambev	Beverage Manufacturing	01/05/02	0.0770	0.0715	n.s.	Quilmes Industrial SA{Quinsa}	Argentina	36.5	891.4	1.1887	-0.0754
Ambev	Beverage Manufacturing	14/10/03	-0.0566	0.0536	n.s.	Rivera-Bottling Plants(2)	Peru	100.0		0.9568	-0.2324
Ambev	Beverage Manufacturing	03/12/03	0.0186	0.0481	n.s.	Cerveceria Suramericana SA	Ecuador	80.0	36.0	0.9654	-0.2436
Ambev	Beverage Manufacturing	12/02/04	0.0235	0.0460	n.s.	Embotelladora Dominicana CxA	Dominican Republic	51.0	60.0	0.8227	-0.1532
Ambev	Beverage Manufacturing	03/03/04	-0.2675	0.0456	***	John Labatt Ltd	Canada	100.0	7,758.0	1.3570	0.8692
AmBev	Beverage Manufacturing	13/04/06	0.0031	0.0426	n.s.	Quilmes Industrial SA{Quinsa}	Argentina	34.5	1,200.0	0.8655	0.0182
AmBev	Beverage Manufacturing	08/11/06	0.0775	0.0430	n.s.	Quilmes Industrial SA{Quinsa}	Argentina	5.5	439.6	0.8655	0.0182
AmBev	Beverage Manufacturing	21/12/07	0.0017	0.0472	n.s.	Quilmes Industrial SA{Quinsa}	Argentina	5.5	251.9	0.9381	0.0288
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	01/04/04	-0.0028	0.0626	n.s.	Gerdau Ameristeel Corp	Canada	3.7	100.5	1.3570	0.8692
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	24/12/04	-0.0233	0.0594	n.s.	Grupo Siderurgico Diaco SA	Colombia	57.1		1.0169	-0.1589
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	28/06/06	0.0179	0.0469	n.s.	Empresa Siderurgica del Peru	Peru	50.0	162.6	0.9257	-0.2056
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	16/11/06	0.0227	0.0414	n.s.	Empresa Siderurgica del Peru	Peru	32.8	40.2	0.9257	-0.2056
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	28/03/07	0.0222	0.0397	n.s.	Grupo Industrial Feld	Mexico	100.0	259.0	1.0804	0.2223
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	18/06/07	0.0031	0.0354	n.s.	Sizuca Siderurgica Zuliana CA	Venezuela	100.0	92.5	0.6568	0.0833
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	22/06/07	0.0377	0.0356	n.s.	SIK Steel Plant Ltd	India	45.0	71.0	0.8187	-0.7716
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	19/10/07	-0.0221	0.0385	n.s.	Corsa Controladora	Mexico	49.0	100.5	1.0804	0.2223
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	19/11/07	-0.0094	0.0401	n.s.	Quanex Corp	United States	100.0	1,749.2	1.5304	0.9189
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	21/02/08	0.1058	0.0439	***	Cleary Holdings Corp	Colombia	50.9	50.9	0.9869	-0.1486
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	21/04/08	-0.0103	0.0489	n.s.	Corp Centroamericana del Acero	Guatemala	30.0		0.9285	-0.3647
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	10/10/08	-0.0695	0.0574	n.s.	Canos Cordoba SRL	Argentina		6.9	0.9147	0.0353
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	19/12/08	-0.0241	0.0676	n.s.	Corporacion Sidenor SA	Spain	20.0	286.5	1.3700	0.7145
Gerdau SA	Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	12/08/10	-0.0735	0.0389	n.s.	Cleary Holdings Corp	Colombia	49.1	57.0	1.1085	-0.1485
Petrobras	Oil and Gas Extraction	05/09/89	-0.0218	0.0912	n.s.	Sovereign Oil&Gas-N Sea Block	United Kingdom			1.5994	0.8052
Petrobras	Oil and Gas Extraction	26/03/90	0.1937	0.1109	n.s.	Repsol SA	Spain			1.3630	0.6721
Petrobras	Oil and Gas Extraction	28/02/91	-0.0658	0.0951	n.s.	Chiles Offshore Corp-1 Rig	United States	100.0	28.5	1.5339	0.8863
Petrobras	Oil and Gas Extraction	19/08/92	-0.0174	0.0883	n.s.	Yacimientos-NW Basin Gas Field	Argentina	15.0		1.3452	0.0124
Petrobras	Oil and Gas Extraction	08/09/95	0.0651	0.0608	n.s.	Kvaerner-Iliad Drilling Rig	Norway	100.0		1.4240	1.0805
Petrobras	Oil and Gas Extraction	13/06/98	-0.0672	0.0550	n.s.	Santos Europe	United Kingdom	100.0	79.5	1.4448	0.8658
Petrobras	Oil and Gas Extraction	27/07/00	-0.0634	0.0609	n.s.	EG3(Astra Cia Argentina)	Argentina	100.0	500.1	1.2701	0.0078
Petrobras	Oil and Gas Extraction	22/07/02	-0.0691	0.0591	n.s.	Petrolera Perez Companc SA	Argentina	58.6	1,077.3	1.1887	-0.0754
Petrobras	Oil and Gas Extraction	13/08/02	-0.0326	0.0608	n.s.	Petrolera Santa Fe	Argentina	100.0	89.6	1.1887	-0.0754
Petrobras	Oil and Gas Extraction	22/12/04	0.0135	0.0439	n.s.	Conecta SA	Uruguay	100.0	3.2	1.2000	0.0192
Petrobras	Oil and Gas Extraction	01/11/05	-0.0116	0.0436	n.s.	Gaseba Uruguay(Gaz de FR/FR)	Uruguay	51.0	12.8	1.2358	0.0420
Petrobras	Oil and Gas Extraction	22/12/05	0.0032	0.0438	n.s.	Royal Dutch Shell Plc-Fuel (Paraguay, Colombia and Uruguay)	Paraguay	100.0		0.8345	-0.5734
Petrobras	Oil and Gas Extraction	03/02/06	-0.0857	0.0442	n.s.	Pasadena Refining System Inc	United States	50.0	370.0	1.4096	0.9351
Petrobras	Oil and Gas Extraction	21/02/06	0.0196	0.0446	n.s.	Turkiye Petrolleri AO-Oil	Turkey	100.0		0.9878	0.1672
Petrobras	Oil and Gas Extraction	07/07/06	0.0530	0.0439	n.s.	CEPSA	Spain			1.2575	0.7432

(a) *** p < .05

-0.0017 0.0601

Anexo I (Continuação): Investimentos diretos estrangeiros efetuados por uma amostra restrita de empresas multinacionais brasileiras e seus impactos sobre a geração de retornos excedentes aos seus acionistas

Investidora	Setor	Data do Anúncio	Retorno Excedente Acumulado	Erro Padrão	Significância ^(a)	Empresa-Alvo	País -Alvo	% Adquirido	Valor (Em USD Mn)	Distância Institucional	Distância Econômica
Petrobras	Oil and Gas Extraction	07/02/07	-0.0729	0.0377	n.s.	Edison SpA-Exploration Block	Senegal	40.0		0.9988	-0.8131
Petrobras	Oil and Gas Extraction	28/06/07	0.0407	0.0344	n.s.	Oil & Natural-Gas Blk KG Basin	India	30.0		0.8187	-0.7716
Petrobras	Oil and Gas Extraction	01/11/07	0.1662	0.0346	***	Nansei Sekiyu KK	Japan	87.5	49.7	1.3981	0.8630
Petrobras	Oil and Gas Extraction	18/12/07	0.0984	0.0478	***	Pasadena Refining System Inc	United States	50.0	350.0	1.5304	0.9189
Petrobras	Oil and Gas Extraction	27/12/07	0.0024	0.0491	n.s.	Noble Energy Inc-El Tordillo,	Argentina		117.5	0.9381	0.0288
Petrobras	Oil and Gas Extraction	01/04/08	0.0467	0.0528	n.s.	Tonen General Sekiyu KK-Nishih	Japan	87.5		1.3579	0.8404
Petrobras	Oil and Gas Extraction	08/08/08	-0.0102	0.0620	n.s.	Esso Chile Petrolera Ltda	Chile		400.0	1.4097	0.1756
Petrobras	Oil and Gas Extraction	06/02/09	0.0436	0.0661	n.s.	Petroperu SA	Peru	30.0		1.0633	-0.1731
Petrobras	Oil and Gas Extraction	05/03/09	0.0162	0.0661	n.s.	Refineria de Cartagena SA	Colombia	51.0		1.0856	-0.1485
Petrobras	Oil and Gas Extraction	05/11/09	0.0074	0.0432	n.s.	Chevron Chile SAC	Chile	100.0	12.0	1.4541	0.1694
Petrobras	Oil and Gas Extraction	26/01/10	-0.0162	0.0291	n.s.	Devon Energy Corp-Cascade	United States	50.0	180.0	1.5754	0.8880
Petrobras	Oil and Gas Extraction	03/05/10	-0.0525	0.0280	n.s.	Portugal-Gamba, Lavagante and	Portugal	50.0		1.3723	0.5352
Petrobras	Oil and Gas Extraction	14/12/10	0.0317	0.0431	n.s.	Total SA-Itau Natural Gas	Bolivia	30.0	63.8	0.7545	-0.6558
Petrobras	Oil and Gas Extraction	21/12/10	0.0654	0.0433	n.s.	Pasadena Refining System Inc	United States	50.0		1.5754	0.8880
Petrobras	Oil and Gas Extraction	22/02/11	0.0707	0.0438	n.s.	Block 4,Benin	Benin	50.0		0.8833	-0.9651
Vale SA	Metal Ore Mining	15/04/92	0.0054	0.0687	n.s.	SEAS(Usinor-Sacilor SA/France)	France			1.3312	0.8618
Vale SA	Metal Ore Mining	09/12/92	0.0732	0.1433	n.s.	Austria Metall-rolling mill	Austria			1.4772	0.8801
Vale SA	Metal Ore Mining	30/08/99	-0.1106	0.1055	n.s.	Ferrovía Centro Atlantica SA	Argentina	75.0	111.9	1.2631	0.0280
Vale SA	Metal Ore Mining	15/11/00	-0.0391	0.0529	n.s.	HK Stal(Huta Katowice/Poland)	Poland			1.2679	0.1872
Vale SA	Metal Ore Mining	17/01/03	-0.0447	0.0130	***	Elkem Rana AS	Norway	100.0	17.6	1.3069	1.1433
Vale SA	Metal Ore Mining	22/01/03	0.0138	0.0116	n.s.	Mo i Rana A/S	Norway	100.0		1.3069	1.1433
Vale SA	Metal Ore Mining	16/06/03	-0.0386	0.0034	***	OFZ AS	Slovakia	100.0		1.1940	0.2511
Vale SA	Metal Ore Mining	26/08/05	0.0003	0.0461	n.s.	Eramet SA	France	100.0		1.2677	0.8582
Vale SA	Metal Ore Mining	15/09/05	0.0544	0.0525	n.s.	Canico Resource Corp	Canada	100.0	743.0	1.3348	0.8694
Vale SA	Metal Ore Mining	27/03/06	0.0923	0.0418	***	AngloGold Ashanti Ltd	South Africa			1.0483	0.0417
Vale SA	Metal Ore Mining	11/08/06	-0.0765	0.0402	n.s.	Inco Ltd	Canada	100.0	17,150.3	1.3211	0.8652
Vale SA	Metal Ore Mining	11/09/06	-0.0068	0.0406	n.s.	Skye Resources Inc	Canada	100.0		1.3211	0.8652
Vale SA	Metal Ore Mining	03/11/06	0.0260	0.0401	n.s.	Inco Ltd	Canada	13.4	2,316.1	1.3211	0.8652
Vale SA	Metal Ore Mining	26/02/07	-0.0086	0.0391	n.s.	AMCI Holdings Australia Pty	Australia	100.0	662.6	1.5052	0.8870
Vale SA	Metal Ore Mining	28/05/07	-0.0074	0.0352	n.s.	Cleveland-Cliffs Inc	United States	100.0		1.5304	0.9189
Vale SA	Metal Ore Mining	04/02/08	-0.0217	0.0396	n.s.	Rubicon Resources-Warburton	Australia	5.0		1.5111	0.8696
Vale SA	Metal Ore Mining	31/10/08	-0.0487	0.0477	n.s.	Hannans Reward-Queen Victoria	Australia	75.0	0.3	1.5111	0.8696
Vale SA	Metal Ore Mining	15/12/08	0.0522	0.0510	n.s.	TEAL Exploration & Mining Inc	Canada	50.0	65.6	1.5124	0.8298
Vale SA	Metal Ore Mining	23/12/08	0.0400	0.0515	n.s.	Cementos Argos SA-Coal Mine	Colombia	100.0	373.0	0.9869	-0.1486
Vale SA	Metal Ore Mining	30/01/09	0.0944	0.0504	n.s.	Rio Tinto Ltd-Potash Assets	Argentina	100.0	850.0	0.9407	0.0395
Vale SA	Metal Ore Mining	16/03/09	-0.0878	0.0526	n.s.	Uranium Equities-Headwaters	Australia	80.0		1.5640	0.8800
Vale SA	Metal Ore Mining	22/04/09	-0.0184	0.0519	n.s.	Undisclosed Coal Assets,	Colombia	100.0	305.8	1.0856	-0.1485
Vale SA	Metal Ore Mining	21/09/10	0.0520	0.0320	n.s.	SDCN	Portugal	51.0		1.3723	0.5352
Vale SA	Metal Ore Mining	08/04/11	0.0092	0.0336	n.s.	Metorex Ltd	South Africa	100.0	1,113.0	1.1094	0.0258
WEG SA	Engine, Turbine, and Power Transmission Equipment Manufacturing	07/04/00	-0.1193	0.1196	n.s.	Morbe	Argentina	100.0		1.2701	0.0078
WEG SA	Engine, Turbine, and Power Transmission Equipment Manufacturing	31/07/00	0.0464	0.1177	n.s.	BBC Brown Boveri & Co Ltd-, Intermatic	Mexico	100.0		1.1318	0.2441
WEG SA	Engine, Turbine, and Power Transmission Equipment Manufacturing	09/11/04	-0.0631	0.0580	n.s.	Jiangsu Weifu Grp Nantong Elec	China	100.0		0.7108	-0.4593
WEG SA	Engine, Turbine, and Power Transmission Equipment Manufacturing	24/04/06	0.0165	0.0533	n.s.	Voltram	Mexico	30.0		1.0383	0.2331
WEG SA	Engine, Turbine, and Power Transmission Equipment Manufacturing	25/05/10	-0.0008	0.0589	n.s.	Voltran SA de CV (Mexico), Zest Group (South Africa)	Mexico			1.1491	0.1782

(a) *** p < .05

-0.0017 0.0601

Anexo II: Investimentos diretos estrangeiros efetuados por uma amostra restrita de empresas multinacionais mexicanas e seus impactos sobre a geração de retornos excedentes aos seus acionistas

Investidora	Sector	Data do Anúncio	Retorno Excedente Acumulado	Erro Padrão	Significância ^(a)	Empresa-Alvo	País-Alvo	% Adquirido	Valor (Em USD Mn)	Distância Institucional	Distância Econômica
Alfa SAB de CV	Forging and Stamping	18/09/07	-0.0798	0.0434	n.s.	Eastman Chemical Co-Plants(2)	Argentina	100.0		0.8909	-0.1935
DESC SA de CV	Other General Purpose Machinery Manufacturing	14/08/97	0.0474	0.0480	n.s.	Corporacion del Fuerte SA	Spain		70.0	1.2269	0.4809
Gruma SA de CV	Grain and Oilseed Milling	09/08/99	0.0154	0.0732	n.s.	Molinos Nacionales	Venezuela	100.0	76.5	0.9707	-0.1580
Gruma SA de CV	Grain and Oilseed Milling	01/07/04	-0.0232	0.0415	n.s.	Ovis Holding BV	The Netherlands	100.0		1.4012	0.6904
Gruma SA de CV	Grain and Oilseed Milling	27/01/06	-0.0176	0.0568	n.s.	Rositas Investments Pty Ltd	Australia	100.0	13.3	1.3602	0.6639
Gruma SA de CV	Grain and Oilseed Milling	27/07/07	0.0089	0.0488	n.s.	Havi Food(Malaysia)-Plant	Malaysia	100.0	2.5	0.9488	-0.1649
Gruma SA de CV	Grain and Oilseed Milling	13/04/10	-0.1062	0.0961	n.s.	Al'tera-2	Ukraine	100.0	9.0	0.6879	-0.6230
Gruma SA de CV	Grain and Oilseed Milling	24/04/11	-0.1669	0.0923	n.s.	Albuquerque Tortilla Co Inc	United States	100.0	8.8	1.2534	0.7098
Grupo Carso SAB de CV	Not Specified	07/08/97	-0.0884	0.0416	***	Apple Computer Inc	United States	3.0	60.7	1.3975	0.7003
Grupo Carso SAB de CV	Not Specified	11/05/99	-0.0870	0.0691	n.s.	CDNow Inc	United States	5.3	15.0	1.3484	0.7058
Grupo Carso SAB de CV	Not Specified	23/02/11	0.0941	0.0537	n.s.	Tabasco Oil Co LLC	Colombia	70.0		0.9344	-0.3267
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	02/03/94	-0.0111	0.0277	n.s.	Cia Venezolana de Cementos	Venezuela	51.0	300.0	0.9890	-0.1087
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	08/07/94	-0.0062	0.0396	n.s.	Trinidad Cement Ltd	Trinidad and Tobago	20.0	1.8	1.0932	-0.0843
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	19/08/94	0.0045	0.0419	n.s.	Cemento Bayano(Panama)	Panama	95.0	59.6	0.9900	-0.2713
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	06/12/94	-0.0028	0.0436	n.s.	Vencemos Pertigalete SA	Venezuela	20.0		0.9890	-0.1087
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	03/01/95	-0.0853	0.0464	n.s.	Contrade Ltd	The Bahamas	50.0		0.9549	0.4360
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	21/12/95	0.0602	0.0715	n.s.	Cementos Nacionales de la	Dominican Republic	100.0		0.6528	-0.4138
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	03/05/96	-0.0402	0.0533	n.s.	Cementos Samper, Cementos Diamante	Colombia	93.6	697.0	1.0604	-0.3274
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	29/09/97	-0.0587	0.0436	n.s.	Rizal Cement Co	The Philippines	30.0	70.0	0.9651	-0.8454
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	02/07/98	0.0006	0.0498	n.s.	Semen Gresik (Persero) Tbk PT	Indonesia	14.0	114.6	1.0397	-0.8281
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	07/10/98	-0.1234	0.0638	n.s.	TPI Polene PCL	Thailand	25.0	32.8	1.2102	-0.5472
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	25/11/98	-0.0174	0.0661	n.s.	Cementos Diamante de	Colombia	34.7	60.8	1.0602	-0.3604
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	12/01/99	0.0601	0.0678	n.s.	Apo Cement Corp(JG Summit), Rizal Cement Co	The Philippines	99.9	528.0	1.0439	-0.8746
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	13/01/99	0.0367	0.0677	n.s.	Semen Gresik (Persero) Tbk PT	Indonesia	6.0		0.9940	-0.8401
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	03/06/99	-0.0706	0.0736	n.s.	Cementos Bio Bio SA	Chile	11.9	34.0	1.3303	-0.0860
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	01/08/99	0.0570	0.0727	n.s.	Assiut Cement	Egypt	77.0	318.7	0.8310	-0.8246
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	19/08/99	-0.0056	0.0701	n.s.	Cempa	Costa Rica	84.3	72.0	1.0287	-0.2465
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	01/09/99	-0.0177	0.0622	n.s.	Semen Gresik (Persero) Tbk PT	Indonesia	2.3	26.9	0.9940	-0.8401
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	22/11/99	-0.0899	0.0546	n.s.	Assiut Cement(CEMEX)	Egypt	13.0	53.8	0.8310	-0.8246
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	29/09/00	0.0328	0.0552	n.s.	Southdown Inc	United States	100.0	2,846.2	1.3409	0.6972
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	06/12/00	0.0037	0.0529	n.s.	Canal	Nicaragua	100.0	83.7	0.8584	-1.0045
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	28/03/01	-0.0601	0.0461	n.s.	Pastorello-Business Units(8)	France	100.0		1.1555	0.6347
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	12/06/02	0.0121	0.0352	n.s.	Puerto Rican Cement Co Inc	Puerto Rico	100.0	250.2	1.4303	0.7082
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	31/07/02	0.0227	0.0358	n.s.	Mangalam-Cement Plant,Kota	India	100.0		0.7271	-1.0976
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	02/10/02	-0.0082	0.0363	n.s.	Corp Pedregal	Costa Rica	90.0		1.1344	-0.2638

(a) *** p < .05

-0.0113 0.0571

Anexo II (Continuação): Investimentos diretos estrangeiros efetuados por uma amostra restrita de empresas multinacionais mexicanas e seus impactos sobre a geração de retornos excedentes aos seus acionistas

Investidora	Setor	Data do Anúncio	Retorno Excedente Acumulado	Erro Padrão	Significância ^(a)	Empresa-Alvo	País -Alvo	% Adquirido	Valor (Em USD Mn)	Distância Institucional	Distância Econômica
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	02/09/03	0.0026	0.0425	n.s.	Mineral Resource Technologies	United States	100.0		1.4308	0.7134
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	25/09/03	-0.0390	0.0405	n.s.	Prairie Material-Cement Plant	United States	100.0	84.0	1.4308	0.7134
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	06/02/06	-0.0502	0.0412	n.s.	Hormig Ciudad Real	Spain	100.0		1.2166	0.5101
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	27/10/06	-0.0746	0.0358	***	Rinker Group Ltd	Australia	100.0	14,247.7	1.3602	0.6639
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	01/11/06	-0.0664	0.0358	n.s.	GZ-Sand Sro	Czech Republic		3.3	1.2053	0.1934
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	02/01/07	0.0060	0.0367	n.s.	Deepak Cements & Chemicals	India	100.0		0.7601	-0.9938
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	08/01/08	-0.0360	0.0471	n.s.	Ready Mix USA Inc-JV Assets	United States	100.0	125.0	1.4026	0.6919
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	08/10/10	-0.1215	0.0517	***	CEMEX Southeast LLC, Ready Mix USA LLC	United States	50.0	360.0	1.4067	0.7098
CEMEX SA DE CV	Cement and Concrete Product Manufacturing	03/12/10	0.0270	0.0524	n.s.	Murli Industries-Cement Bus	India	100.0		0.7283	-0.9211
Coca-Cola FEMSA SA CV	Beverage Manufacturing	29/04/94	0.1069	0.0641	n.s.	Coca-Cola SA Industrial	Argentina	51.0	100.0	1.1069	-0.2032
Coca-Cola FEMSA SA CV	Beverage Manufacturing	01/09/94	0.0062	0.0663	n.s.	Coca-Cola SA ICF	Argentina			1.1069	-0.2032
Coca-Cola FEMSA SA CV	Beverage Manufacturing	27/02/96	0.0508	0.0721	n.s.	Coca-Cola FEMSA de Buenos Aire	Argentina	24.0	121.0	1.1069	-0.1820
Coca-Cola FEMSA SA CV	Beverage Manufacturing	23/12/02	-0.2028	0.0675	***	Panamerican Beverages Inc	United States	100.0	3,692.0	1.4303	0.7082
Coca-Cola FEMSA SA CV	Beverage Manufacturing	30/07/07	-0.0785	0.0519	n.s.	Refrigerantes Minas Gerais	Brazil	100.0	380.0	0.9683	-0.2223
Coca-Cola FEMSA SAB de CV	Beverage Manufacturing	22/01/10	0.0768	0.0724	n.s.	Coca-Cola Bottlers Philippines	The Philippines	100.0		0.7485	-0.7961
Coca-Cola FEMSA SAB de CV	Beverage Manufacturing	14/10/10	0.0138	0.0554	n.s.	Industrias Lacteas SA	Panama	100.0		0.9695	-0.1092
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	24/03/98	0.0697	0.0574	n.s.	Mrs Baird's Bakeries	United States	100.0		1.3975	0.6996
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	22/10/99	-0.0611	0.0740	n.s.	Panacea SA	Costa Rica			1.0287	-0.2465
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	08/02/01	-0.1135	0.0645	n.s.	La Mejor SA	Guatemala	100.0		0.9635	-0.5641
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	19/03/01	0.0707	0.0623	n.s.	Plus Vita(Santista Alimentos)	Brazil	100.0	63.5	0.9491	-0.2388
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	20/08/01	0.2614	0.0619	***	Cia de Alimentos Fargo SA	Argentina	100.0		1.2324	-0.2545
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	16/11/01	-0.0234	0.0794	n.s.	Gruma-Costa Rican Bread	Costa Rica	100.0	70.0	1.1182	-0.2691
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	22/01/02	-0.0272	0.0766	n.s.	George Weston Ltd-US Bakery	United States	100.0	610.0	1.4303	0.7082
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	23/06/03	0.0686	0.0507	n.s.	Cia de Alimentos Fargo SA	Argentina	70.0		1.0814	-0.2754
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	23/07/03	-0.0657	0.0489	n.s.	Compania de Alimentos Fargo SA	Argentina	30.0	5.0	1.0814	-0.2754
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	01/07/04	-0.0295	0.0514	n.s.	Dayhoff LLC	United States	30.0		1.3548	0.7117
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	24/03/06	-0.0148	0.0445	n.s.	Beijing Panrico Food	China	98.0	12.6	0.6773	-0.6200
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	11/01/07	-0.0097	0.0446	n.s.	Panificio Laura Ltda	Brazil	100.0		0.9683	-0.2223
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	07/02/07	-0.0364	0.0433	n.s.	Agua de Piedra SA	Chile	100.0	0.0	1.3516	-0.0405
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	21/06/07	-0.0588	0.0440	n.s.	Rolly's Pasteleria SA, King Baker Home SA	Peru	100.0		0.8985	-0.4172
Grupo Bimbo SAB de CV	Bakeries and Tortilla Manufacturing	30/04/08	-0.0622	0.0524	n.s.	Nutrella	Brazil	75.0	1.6	0.8871	-0.2070
Grupo Televisa SA de CV	Radio and Television Broadcasting	13/07/92	0.1192	0.0710	n.s.	Cia de Radiodifusion	Peru	7.6	7.7	0.8712	-0.5406
Grupo Televisa SA de CV	Radio and Television Broadcasting	18/12/92	-0.0387	0.0633	n.s.	Panamsat Corp	United States	50.0	200.0	1.2539	0.6609
Grupo Televisa SA de CV	Radio and Television Broadcasting	28/05/93	0.0402	0.0549	n.s.	Antena 3 SA	Spain			1.1120	0.4468
Grupo Televisa SA de CV	Radio and Television Broadcasting	21/12/01	0.0937	0.0673	n.s.	Univision Communications Inc	United States	9.0	375.0	1.3975	0.7030
Grupo Televisa SA de CV	Radio and Television Broadcasting	19/04/02	-0.0300	0.0588	n.s.	Bertran SA (Argentina), Alfa SA (Chile)	Argentina	50.0		1.2921	-0.1896
Grupo Televisa SAB	Radio and Television Broadcasting	05/10/10	0.1210	0.0347	***	Univision Communications Inc	United States	35.0	1,200.0	1.4067	0.7098

(a) *** p < .05

-0.0113 0.0571

Anexo III: Investimentos diretos estrangeiros efetuados por uma amostra restrita de empresas multinacionais argentinas e seus impactos sobre a geração de retornos excedentes aos seus acionistas

Investidora	Setor	Data do Anúncio	Retorno Acumulado Excedente	Erro Padrão	Significância ^(a)	Empresa-Alvo	País -Alvo	% Adquirido	Valor (Em USD Mn)	Distância Institucional	Distância Econômica
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	23/05/03	-0.0267	0.1091	n.s.	Algoma Tubes Inc	Canada	100.0	9.2	1.3029	0.9208
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	10/06/03	-0.0021	0.1057	n.s.	Dalmine SpA	Italy	10.0	21.6	1.2255	0.8704
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	11/08/03	0.0005	0.1010	n.s.	Tubos de Acero de Mexico SA	Mexico	5.5	52.3	1.0080	0.2754
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	03/02/04	-0.0012	0.0566	n.s.	Algoma Steel Inc-Industrial	Canada	100.0	9.6	1.6897	0.8960
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	19/03/04	-0.0394	0.0596	n.s.	Silcotub SA Zalau	Romania			0.9751	0.0009
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	26/07/04	-0.0028	0.0592	n.s.	Tubman International	Gibraltar	100.0	42.0	1.5602	0.7687
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	04/05/05	0.0903	0.0664	n.s.	Donasid SA	Romania	97.0	102.0	0.8302	-0.0136
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	12/06/06	0.0018	0.0613	n.s.	Maverick Tube Corp	United States	100.0	3,095.6	1.7586	0.9170
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	12/02/07	-0.0823	0.0414	***	Hydril Co LP	United States	100.0	2,212.2	1.7724	0.8901
Tenaris SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	01/10/09	-0.0612	0.0593	n.s.	Bakrie Pipe Industry PT	Indonesia	100.0		0.8549	-0.5722
Ternium SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	07/04/06	-0.0416	0.0680	n.s.	Acerex SA de CV	Mexico	50.0	44.6	1.2512	0.2149
Ternium SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	30/04/07	0.0318	0.0761	n.s.	Grupo Imsa SA de CV	Mexico	100.0	1,727.1	1.1963	0.1935
Ternium SA	Steel Product Manufacturing from Purchased	08/04/10	-0.1694	0.1193	n.s.	Ferrasa SA (Colombia, Panama)	Colombia	46.0		1.3702	-0.1880

(a) *** p < .05

-0.0232 0.0792

7 – Referências Bibliográficas

AULAKH, P. S. Emerging Multinationals from Developing Economies: Motivations, Paths and Performance. **Journal of International Management**, v. 13, n. 3, p. 235-240, 2007.

AYBAR, B.; FICICI, A. Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 8, p. 1317-1338, 2009.

BUCKLEY, P. J.; CASSON, M. **The Future of the Multinational Enterprise**. Holmes & Meier, 1976.

BUCKLEY, P. J.; CASSON, M. The Future of the Multinational Enterprise in Retrospect and in Prospect. **Journal of International Business Studies**, v. 34, n. 2, p. 219-222, 2003.

CAKICI, N.; HESSEL, C.; TANDON, K. Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 20, n. 2, p. 307-329, 1996.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1997.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When Do Acquirers Earn Abnormal Returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781-794, 2002.

CAPRON, L.; SHEN, J.-C. Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection, and Acquirer Returns. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 9, p. 891-911, 2007.

CASANOVA, L. **Global Latinas - Latin America's Emerging Multinationals**. New York: Palgrave MacMillan, 2009.

CAVES, R. E. **Multinational Enterprise and Economic Analysis**. 3rd Ed. New York: Cambridge University Press, 2007.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CUERVO-CAZURRA, A. The multinationalization of developing country MNEs: The case of Multilatinas. **Journal of International Management**, v. 14, n. 2, p. 138-154, Jun 2008.

DUNNING, J. 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, Spring 1988.

_____. The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future. **International Journal of the Economics of Business**, v. 8, n. 2, p. 173-190, 2001.

FELDMANN, P. R. **Empresas Latino-Americanas - Oportunidades e Ameaças no Mundo Globalizado**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

FLEURY, A.; FLEURY, M. T. L. Brazilian Multinationals: Surfing the Waves of Internationalization. In: RAMAMURTI, R. & SINGH, J. V. (Ed.). **Emerging Multinationals in Emerging Markets**. New York: Cambridge University Press, 2009. p.200-243.

GLAUM, M.; OESTERLE, M.-J. 40 years of research on internationalization and firm performance: More questions than answers? **Management International Review**, v. 47, n. 3, p. 307-317, 2007.

GUBBI, S. R.; AULAKH, P. S.; RAY, S.; SARKAR, M. B.; CHITTOOR, R. Do International Acquisitions by Emerging-Economy Firms Create Shareholder Value? The Case of Indian Firms. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 3, p. 397-418, 2009.

GUPTA, A.; MCGOWAN, C. B.; MISRA, L.; MISSIRIAN, A. Gains from Corporate Multinationalism: Evidence from the China Experience. **Financial Review**, v. 26, n. 3, p. 387-407, 1991.

HAYWARD, M. When Do Firms Learn from their Acquisition Experience? Evidence From 1990 To 1995. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 1, p. 21-39, 2002.

HENNART, J.-F. Transaction Cost Theory and International Business. **Journal of Retailing**, v. 86, n. 3, p. 257-269, 2010.

HYMER, S. **The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment**. The MIT Press, 1976.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J.-E. The Internationalization Process of the Firm-A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

MACKINLAY, A. C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.

MARKIDES, C. C.; OYON, D. International Acquisitions: Do They Create Value for Shareholders? **European Management Journal**, v. 16, n. 2, p. 125-135, 1998.

MORCK, R.; YEUNG, B. Internalization: An Event Study Test. **Journal of International Economics**, v. 33, n. 1-2, p. 41-56, 1992.

RAMAMURTI, R. Developing countries and MNEs: extending and enriching the research agenda. **Journal of International Business Studies**, v. 35, n. 4, p. 277-283, 2004.

_____. Why Study Emerging Market Multinational? In: RAMAMURTI, R. & SINGH, J. V. (Ed.). **Emerging Multinationals in Emerging Markets**. New York: Cambridge University Press, 2009. p.3-22.

RAMAMURTI, R.; SINGH, J. V. Indian Multinationals: Generic Internationalization Strategies. In: RAMAMURTI, R. & SINGH, J. V. (Ed.). **Emerging Multinationals in Emerging Markets**. New York: Cambridge University Press, 2009. p.3-22.

RUGMAN, A. M. **Inside the Multinationals: The Economics of Internal Markets**. London: Croom Helm, 1981.

_____. **The Theory of Multinational Enterprises**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 1996.

RUGMAN, A. M.; VERBEKE, A. A Note on the Transnational Solution and the Transaction Cost Theory of Multinational Strategic Management. **Journal of International Business Studies**, v. 23, n. 4, p. 761-771, 1992.

SCHOENBERG, R. Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics*. **British Journal of Management**, v. 17, n. 4, p. 361-370, 2006.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. R. Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 10, p. 921-940, 2002.

THE HERITAGE FOUNDATION. Available in: < <http://www.heritage.org/Index/> >. Accessed: Junho/2011.

UNCTAD. Available in: < http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_referer=&sCS_ChosenLanguage=en >. Accessed: Junho/2011.

VERNON, R. The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment. **Oxford Bulletin of Economics & Statistics**, v. 41, n. 4, p. 255-267, 1979.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting**. New York: The Free Press, 1985.