

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

AMAURI LAINO TAVARES

**IMPACTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA EFICIÊNCIA DE
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BANCÁRIAS NO BRASIL**

São Paulo

2014

AMAURI LAINO TAVARES

**IMPACTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA EFICIÊNCIA DE
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BANCÁRIAS NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção
do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi

São Paulo

2014

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Taiguara de Freitas Langrafe

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

T231i

Tavares, Amauri Laino

Impacto das Fusões e Aquisições na Eficiência de Instituições Financeiras Bancárias no Brasil/ Amauri Laino Tavares. - - São Paulo, 2014. 197 f.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi.

Dissertação (Mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração de Empresas.

1. Empresas – Compras – Brasil. 2. Empresas - Fusão e incorporação- Brasil. 3. Fusões de Bancos – Brasil. 4. Alianças estratégicas (Negócios) – Brasil.

CDD 658.16

FOLHA DE APROVAÇÃO

AMAURI LAINO TAVARES

IMPACTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA EFICIÊNCIA DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BANCÁRIAS NO BRASIL

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP como requisito para a obtenção do título de Mestre Administração de Empresas.

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Dr. Bolívar Godinho de Oliveira Filho
Universidade Federal de São Paulo- UNIFESP

Prof. Dr. André Taue Saito
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 27 de fevereiro de 2014

*À minha filha Júlia (Julieta), pelos
30 meses que o papai ficou mais
longe e não conseguiu lhe dar a
devida atenção.*

Agradecimentos

Sinceros agradecimentos ao meu orientador Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi, grande exemplo de ética, competência e profissionalismo a ser seguido.

Ao professor Dr. Héber Pessoa da Silveira, coordenador do programa, aos professores Dr. Edson Sadao Iizuka e Dr. Ivam Ricardo Peleias, que nos acompanharam durante todo o curso e à secretária Amanda Chiroto, pelo suporte administrativo durante estes três anos.

Agradeço aos membros da minha família: Aldo, Louzani, Eliane e Júlia, pois cada um de sua maneira dando-me seu suporte, também ajudou a construir esta obra.

“Ninguém ignora tudo. Ninguém sabe tudo. Todos nós sabemos alguma coisa. Todos nós ignoramos alguma coisa. Por isso aprendemos sempre.”

Paulo Freire

RESUMO

O objetivo deste trabalho é comparar o comportamento de indicadores de eficiência de instituições financeiras adquirentes ou dominantes em processos de Fusões e Aquisições no Brasil nos períodos anterior e posterior à realização destas operações. Para o cumprimento do objetivo foi realizado um estudo de evento que abrangeu sessenta transações realizadas entre 1994 e 2012, o qual considerou 17 indicadores classificados em três categorias: *I-Eficiência de Lucros*, *II- Eficiência Operacional* e *III- Eficiência Gerencial*. A comparação foi realizada por meio de testes de diferenças de médias (paramétricos) e medianas (não paramétricos) com o intuito de se identificarem alterações significantes nos patamares de eficiência em *cross section* das instituições no período pós-transação. Os resultados mostraram que para um nível de significância $\alpha=0,10$, dentre as 17 variáveis estudadas, sete comportaram-se diferentemente após as operações. Dos quatro indicadores classificados na categoria *I-Eficiência de Lucros* apenas um apresentou alteração significativa, implicando perda de eficiência em termos de Lucro Operacional sobre Ativo Total. Com relação aos onze indicadores da categoria *II-Eficiência Operacional* foi identificado que cinco deles apresentaram mudanças significantes, sendo que o único deste grupo que implicou ganhos de eficiência foi o indicador de Despesas Administrativas sobre Operações de Crédito. Por outro lado, as outras quatro variáveis, Despesas Operacionais sobre Ativo Total, Despesas Totais sobre Ativo Total, Despesas da Intermediação Financeira sobre Passivos e Outras Despesas Operacionais sobre Despesas Totais mostraram perda de eficiência. Finalmente, para a categoria *III- Eficiência Gerencial*, dentre seus dois indicadores, apenas o indicador de Resultado antes de Impostos sobre Patrimônio Líquido demonstrou alteração significativa, apontando também redução de eficiência. As conclusões acerca da análise do comportamento das variáveis indicam que, apesar de a ocorrência de F&A ser frequentemente motivada por possíveis ganhos de eficiência às empresas fundidas, ainda não é possível constatar predominância desse fenômeno entre as operações promovidas por instituições financeiras bancárias no Brasil. Torna-se então necessária então, a realização de estudos adicionais que explorem a possibilidade de existência de outras formas de ganhos em decorrência desses eventos.

Palavras-chave: F&A. Fusões. Aquisições. Instituições Financeiras. Perda. Ganho. Eficiência. Desempenho. Impacto. Efeito. Influência. Setor Bancário.

ABSTRACT

The objective of this work is to compare the behavior of indicators of efficiency of acquirers and dominant financial institutions in M&A operations in Brazil before and after these transactions. To fulfill the objectives of this research an event study was performed considering sixty transactions between 1994 and 2012, which also considered 17 indicators classified in three categories: *I- Profit Efficiency*, *II- Operational Efficiency* and *III- Managerial Efficiency*. The comparison was made through parametric and non-parametric tests in order to identify significant changes in the cross sectional efficiency levels of the firms in the post-transaction moment. The results showed that for a significance $\alpha=0.10$, amongst the 17 variables, seven behaved differently after the operations. Of the four ratios of the category *I-Profit Efficiency*, the one that presented significant changes performed worse in terms of Operating Profit on Total Assets. In regards to the eleven indicators of the category *II- Operating Efficiency*, there were five identified with significant variations, amongst them, the only one that showed improved efficiency was the ratio of Administrative Expenses on Credit Operations. On the other hand, the other four variables, Operating Expenses on Total Assets, Total Expenses on Total Assets, Expenses in Financial Intermediation on Debt, and Other Operating Expenses on Total Expenses showed reduction of operating efficiency. Last, for the category *III-Managerial Efficiency*, of its two indicators, only the indicator of Profits before Taxes on Equity demonstrated significant variations, which showed losses in terms of efficiency as well. The conclusions about the analysis of these variations suggest that, although M&A's motivations are frequently explained as a possibility of gain in terms of efficiency for the merged companies, it was not possible to find evidence of the predominance of these benefits in the Brazilian bank industry operations yet. It makes it necessary to perform additional research that investigates the possibility of the existence of other type of gains due to these events.

Keywords: M&A. Mergers. Acquisitions. Financial Institutions. Loss. Gain. Efficiency. Performance. Impact. Effect. Influence. Bank Industry.

Sumário

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 JUSTIFICATIVA.....	13
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA.....	15
1.3 OBJETIVOS.....	16
1.4 HIPÓTESES.....	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	19
2.1.1 TIPOS DE COMBINAÇÕES EMPRESARIAIS.....	20
2.1.1.1 TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	22
2.1.1.2 MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	25
2.1.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO.....	32
2.1.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL.....	40
2.1.3.1 PRIMEIRA ONDA DE F&A NO BRASIL: 1985 A 1989.....	43
2.1.3.2 SEGUNDA ONDA DE F&A NO BRASIL: 1994 A 2000.....	47
2.1.3.3 TERCEIRA ONDA DE F&A NO BRASIL: 2003 A 2007.....	52
2.1.4 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	56
2.1.4.1 F&A ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NOS ESTADOS UNIDOS.....	59
2.1.4.1.1 F&A ENTRE IF NOS ESTADOS UNIDOS DA SEGUNDA GM A 1980.....	62
2.1.4.1.2 F&A ENTRE IF NOS ESTADOS UNIDOS APÓS 1980.....	66
2.1.4.2 F&A ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA EUROPA.....	70
2.1.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS- IMPACTOS DAS F&A INTERNACIONALMENTE... 76	
2.1.5.1 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS F&A EM IFS- ESTADOS UNIDOS.....	76
2.1.5.2 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO IMPACTO DE F&A EM IFS- EUROPA.....	78
2.1.5.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS- OUTROS PAÍSES.....	81
2.2 HISTÓRICO DO SFN.....	83

2.2.1 ORGANIZAÇÃO E ESTRUTURA ATUAIS DO SFN	83
2.2.2 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO ATÉ 1964.....	87
2.2.3 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE 1964 A 1976	89
2.2.4 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE 1976 A 1994 (PLANO REAL).....	90
2.2.5 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE 1994 A 2013 (PÓS-PLANO REAL) ..	93
2.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES DAS INSTITUIÇÕES INCLUÍDAS NA AMOSTRA	105
2.4 ESTUDOS EMPÍRICOS- F&A NO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO	107
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	110
3.1 CLASSIFICAÇÃO DO ESTUDO	110
3.2 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA	111
3.3 COLETA DE DADOS	114
3.4 ANÁLISE DE DADOS	115
3.4.1 PROCESSAMENTO DAS VARIÁVEIS	119
3.4.1.1 VARIÁVEL VAR1- RESULTADO BRUTO DA I F / ATIVO TOTAL.....	119
3.4.1.2 VARIÁVEL VAR2- RESULTADO OPERACIONAL / ATIVO TOTAL	120
3.4.1.3 VARIÁVEL VAR3- ROE (RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO).....	122
3.4.1.4 VARIÁVEL VAR4- ROA (RETORNO SOBRE O ATIVO).....	123
3.4.1.5 VARIÁVEL VAR5- DESP OPERACIONAIS/ RECEITAS OPERACIONAIS	124
3.4.1.6 VARIÁVEL VAR6- DESPESAS OPERACIONAIS / ATIVO TOTAL	125
3.4.1.7 VARIÁVEL VAR7- DESPESAS TOTAIS / ATIVO TOTAL	126
3.4.1.8 VARIÁVEL VAR8- DESPESAS ADM / OPERAÇÕES DE CRÉDITO	127
3.4.1.9 VARIÁVEL VAR9- DESPESAS DA I F	128
3.4.1.10 VARIÁVEL VAR10- OUTRAS DESPESAS OP / TOTAL DE DESPESAS	129
3.4.1.11 VARIÁVEL VAR11- OUTRAS DESPESAS OP / ATIVO TOTAL.....	131
3.4.1.12 VARIÁVEL VAR12- DESPESAS TOTAIS / RECEITAS TOTAIS.....	132
3.4.1.13 VARIÁVEL VAR13- DESPESAS OP NÃO VINCULADAS A JUROS / AT	134

3.4.1.14 VARIÁVEL VAR14- DESPESAS TOTAIS / ATIVO TOTAL	134
3.4.1.15 VARIÁVEL VAR15- RESULTADO ANTES DE IR / PL	136
3.4.1.16 VARIÁVEL VAR16- RESULTADO ANTES DE IR / ATIVO TOTAL	137
3.4.1.17 VARIÁVEL VAR17-ÍNDICE DE EFICIÊNCIA OPERACIONAL.....	137
3.4.2 TÉCNICAS ESTATÍSTICAS	140
3.4.2.1 TESTES DE NORMALIDADE E DIFERENÇAS ENTRE VARIÂNCIAS	142
3.4.2.1.1 TESTE DE ADERÊNCIA À NORMALIDADE DE SHAPIRO-WILK (W)	144
3.4.2.1.2 TESTE F PARA DIFERENÇAS ENTRE VARIÂNCIAS	146
3.4.2.1.3 GRÁFICOS QUANTILE-QUANTILE PLOTS E HISTOGRAMAS	149
3.4.2.2 TESTES PARAMÉTRICOS	149
3.4.2.2.1 TESTE T PARA DIFERENÇAS ENTRE MÉDIAS	150
3.4.2.3 TESTES NÃO PARAMÉTRICOS	152
3.4.2.3.1 TESTE U DE MANN-WHITNEY	153
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	157
4.1 RESULTADOS DOS TESTES ESTATÍSTICOS	157
4.1.1 RESULTADOS DOS TESTES DE SHAPIRO-WILK (<i>W</i>).....	157
4.1.2 RESULTADOS DOS TESTES <i>F</i> PARA DIFERENÇAS ENTRE VARIÂNCIAS.....	158
4.1.3 RESULTADOS DOS TESTES DE DIFERENÇAS	161
4.1.3.1 RESULTADOS DOS TESTES U DE MANN-WHITNEY	161
4.1.3.2 RESULTADOS DOS TESTES T DE STUDENT ENTRE MÉDIAS.....	162
4.1.4 SUMÁRIO DE RESULTADOS ESTATÍSTICOS	163
4.2 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS POR CATEGORIA DE INDICADORES	164
4.2.1 CATEGORIA I- EFICIÊNCIA DE LUCROS	164
4.2.2 CATEGORIA II- EFICIÊNCIA OPERACIONAL.....	167
4.2.3 CATEGORIA III- EFICIÊNCIA GERENCIAL.....	174
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	176

REFERÊNCIAS	179
--------------------------	------------

1 INTRODUÇÃO

1.1 JUSTIFICATIVA

O tema central estudado no presente trabalho é o impacto dos eventos de Fusões e Aquisições- F&A no comportamento de indicadores de eficiência de instituições financeiras no Brasil. De maneira específica, o estudo procura complementar a literatura existente, tentando reunir o estudo das características dos impactos dos eventos de F&A ocorridos no Brasil após a implementação do Plano Real no mercado bancário do país. As exceções ocorrerão apenas com relação a alguns eventos que não atendem a premissas metodológicas adotadas. Será portanto diferenciado em termos de abrangência temporal, uma vez que englobará o estudo de indicadores observados de 1994 a 2012, contemplando também as transações ocorridas entre instituições financeiras de menor porte, as quais em virtude de sua baixa representatividade no mercado quando comparados aos maiores bancos, são frequentemente excluídas em outros trabalhos.

O Brasil é hoje a terceira maior¹ economia mundial em termos de atratividade de investimento estrangeiro, sendo que de outubro de 2012 até setembro de 2013 (12 meses), segundo o Banco Central do Brasil (BACEN, 2013), o país havia registrado mais de US\$ 61 bilhões em investimentos estrangeiros diretos líquidos recebidos. De acordo com a Comissão Econômica das Nações Unidas Para a América Latina (CEPAL, 2013), o Brasil no ano passado foi o país latino-americano que mais recebeu investimentos estrangeiros no ano, representando aproximadamente 38% das entradas de divisas de toda a região. Trata-se de um expressivo volume de investimento haja vista o pouco tempo decorrido após a crise financeira mundial de 2008-2009. Para o corrente ano de 2014, devido a investimentos estatal e privado em todo o país por ocasião de eventos esportivos como a Copa do Mundo e os Jogos Olímpicos de 2016, a expectativa do mercado é de que o Brasil alcance sucessivos recordes de entrada de investimentos.

Muitos desses investimentos ingressantes no país são destinados à aquisição de empresas nacionais, as chamadas transações transfronteiriças (ou transações *cross-border*). Além dos investimentos feitos na economia real do país, ocorrem também investimento no

¹ O Brasil é o terceiro colocado no *ranking* de países que recebem investimento estrangeiro (IDE), atrás somente dos Estados Unidos e da China (UNCTAD, 2013).

mercado financeiro. É fato que em 2012 o Brasil apresentou volumes substanciais de investimento estrangeiro direto nesse setor. Quando somadas as cinco maiores inversões de capital estrangeiras no setor financeiro nacional (US\$ 4,2 bilhões), esse setor colocou-se em patamares similares dos investimentos recebidos pelos setores alimentício, metais, petróleo e gás, seguros e comércio. A KPMG (2013a) mostra que em 2012, das vinte e quatro F&A entre instituições financeiras ocorridas no Brasil, doze foram transfronteiriças, ou seja, ocorreram entre instituições financeiras brasileiras e estrangeiras. A mesma média é observada em 2013, cujo primeiro semestre observou um movimento de doze F&A entre empresas desse ramo, em que metade ocorreu entre empresas nacionais e metade entre empresas de diferentes países de origem.

É esperado que o fluxo de capitais do e para o Brasil seja intensificado ao longo do tempo. De fato, o país tem cada vez mais recebido e enviado investimentos ao exterior. O mundo cada vez mais integrado requer das empresas a busca de alternativas que lhes permitam maior competitividade e maiores retornos. As F&A estão cada vez mais presentes no cenário mundial como estratégia para o alcance dessas metas. Um dos principais motivadores para que elas ocorram seria o possível ganho de eficiência alegado pelas empresas que se fundem, numa situação em que duas empresas associadas possam obter melhor desempenho do que simplesmente a soma dos desempenhos destas em separado. Tal situação é constante objeto de pesquisas no mundo inteiro, em que se procuram detectar os efetivos ganhos após esses tipos de associações empresariais.

O setor bancário brasileiro, desde a criação do Real, foi um dos cinco maiores setores da economia em quantidade de F&A registradas, motivo pelo qual o estudo sobre as características desse fenômeno torna-se importante para decisões acerca do tema no futuro. É sabido que o início de um volume significativo de vendas de estabelecimentos bancários estatais ocorreu por volta dos anos 1990 em decorrência de programas de desestatização, políticas neoliberais, da criação de programas de recuperação de instituições financeiras em dificuldades como o PROER- Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, o PROEF- Programa de Reestruturação dos Bancos Federais e PROES- Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Público Estadual, e também em virtude da necessidade de pagamento da dívida externa pelo Governo Federal. Mas o processo de F&A em instituições financeiras no Brasil não se limitou à época de dificuldades no setor, tendo acompanhado o crescimento desses eventos entre as empresas de outros setores, em todos os continentes.

No campo prático, as principais contribuições do presente estudo serão dadas pelas evidências empíricas encontradas a respeito das alterações de indicadores de eficiência das instituições financeiras que promoveram F&A no Brasil, evidências que poderão auxiliar gestores na tomada de decisão no futuro. Essas evidências por sua vez, serão apresentadas através de números efetivos acerca de ganhos ou perdas de eficiência encontradas nos demonstrativos financeiros das empresas participantes nesses eventos, nas condições de adquirentes e de dominantes.

Embora já citado, é importante ressaltar que este estudo tem como um dos principais objetivos a contribuição com o complemento do arcabouço teórico nacional acerca de possíveis impactos de F&A em instituições financeiras ocorridas no país. A Literatura existente concentra-se predominantemente na descrição de eventos ocorridos nos países em que foram originadas as primeiras ondas do fenômeno (Estados Unidos e Europa). Porém, ultimamente tem crescido o número de pesquisas voltadas à compreensão dessas transações ocorridas em localidades que têm se tornado representativas no mercado mundial, como é o caso dos países asiáticos, por exemplo.

Nesse sentido, existem muitas expectativas do mercado de que a próxima onda de F&A mundial esteja melhor distribuída entre os continentes, sendo que grandes *advisors* têm apontado para um crescente número de transações de F&A no Brasil e em outros países subdesenvolvidos, em particular nos *BRICS*, que podem estar tendo papel fundamental no início de uma nova Sétima Onda Mundial de F&A. Este fato contribui para a relevância do presente trabalho, que pretende descrever os resultados de praticamente duas décadas do fenômeno em uma das maiores economias emergentes do mundo.

Ao passo em que aumenta a importância do Brasil e de outros países emergentes no cenário mundial, sejam como economias ou como participantes frequentes de F&A, reforça-se a necessidade de se responder a determinadas questões ainda não bem resolvidas no mercado doméstico, como é o caso dos possíveis benefícios das F&A em termos de eficiência, gerados às instituições financeiras delas participantes.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Uma das grandes inquietações da pesquisa em F&A em todo mundo é sem dúvida a percepção dos reais benefícios que as justifiquem para as empresas adquirentes ou dominantes das operações. Observou-se no Brasil um intenso movimento no sentido de consolidação do setor financeiro nas últimas décadas, justificado muitas vezes pelo aumento de eficiência como sinergia gerada pelas associações das instituições financeiras. Contudo, são poucas pesquisas realizadas e variados os seus resultados quanto aos impactos dessas transações.

Assim, buscando preencher essa lacuna existente na literatura, o problema de pesquisa central deste trabalho pode ser traduzido por:

A ocorrência de Fusões e Aquisições entre Instituições Financeiras no Brasil implicou variações de eficiência das empresas adquirentes/dominantes no período pós-transação?

Visando a obtenção das respostas para as questões acima, decidiu-se trabalhar portanto, com a base de F&A entre instituições financeiras ocorridas no Brasil após a implantação do Plano Real, período de maior estabilidade econômica do país. Na seleção de eventos a serem estudados buscou-se a maior inclusão possível de transações, no intuito da extração de evidências conclusivas representativas para o período e para o setor financeiro como um todo.

1.3 OBJETIVOS

Embora possa ser encontrada uma quantidade considerável de pesquisas realizadas na temática das F&A no Brasil, os resultados ainda permanecem inconclusivos quanto aos benefícios provocados por estas transações, especialmente no setor bancário. No Capítulo 2, destinado à exploração do referencial teórico disponível, serão descritos os fenômenos de F&A dentro e fora do país, permitindo a comparação do fenômeno doméstico com as características globais observadas.

Em conformidade com o problema de pesquisa proposto, o objetivo geral do presente estudo é analisar possíveis impactos dos eventos de F&A sobre a eficiência das instituições financeiras que atuaram como adquirentes ou dominantes em processos de F&A no Brasil

entre 1994 e 2012. Foi excluída do escopo do trabalho a análise do desempenho das instituições financeiras adquiridas/dominadas nessas transações, pelo simples fato de que na maioria das vezes estas instituições foram extintas, geralmente incorporadas. Sinteticamente, o objetivo geral pode ser desdobrado nos objetivos específicos:

(a) Identificação de variações significantes dos indicadores de eficiência das instituições financeiras no período pós-transação, comparados aos indicadores observados antes das operações (análise de cada uma das 17 variáveis para os sessenta eventos de F&A ocorridos entre as instituições financeiras);

(b) Estudo do comportamento das diversas variáveis ao longo do tempo;

(c) Descrição de diferenças e similaridades do fenômeno das F&A bancárias nacional com o fenômeno ocorrido em outras regiões do mundo;

(d) Situação das ondas de F&A brasileiras (todos os setores da economia) e especificamente do setor financeiro, nas ondas mundiais, descrevendo as características principais de cada uma delas;

(e) Contribuir para o desenvolvimento da literatura existente sobre o tema, apontando também as limitações encontradas no presente trabalho, além de sugerir complementações ou exploração de outros temas relacionados.

1.4 HIPÓTESES

Tendo em vista a situação-problema, bem como os objetivos definidos, são testadas as seguintes hipóteses:

H_0 : F&A não implicaram alterações significantes na eficiência das IFs

H_1 : F&A implicaram alterações significantes na eficiência das IFs

O teste das hipóteses acima formuladas será realizado para cada uma das 17 variáveis de eficiência adotadas, de forma individual entre os dois períodos de comparação. Conforme

descrito na metodologia, poderão ser avaliadas, dependendo do caso, as médias ou as medianas, dependendo do tipo de distribuição dos dados das amostras². Tem-se que:

Se Δ (médias ou medianas de cada variável) $\neq 0 \Rightarrow$ Rejeita-se H_0

Se Δ (médias ou medianas de cada variável) $= 0 \Rightarrow$ Não Rejeita-se H_0

As hipóteses acima permitem a identificação de variáveis que tiveram variações estatisticamente significantes na comparação dos períodos antes e depois das operações de F&A. No entanto, a simples constatação da existência de variações não satisfaz por completo os objetivos deste trabalho, sendo requerido aprofundamento para uma melhor compreensão do fenômeno, o qual se dará através da observação de suas variações percentualmente, quando for o caso.

² O comportamento das 17 variáveis será observado através de testes paramétricos e não paramétricos de diferenças de médias e medianas, respectivamente. A ausência de variações significantes estatisticamente implica $VARIÁVEL_{DEPOIS} - VARIÁVEL_{ANTES} = 0$ ($\Delta=0$). A presença de diferenças é identificada quando $VARIÁVEL_{DEPOIS} - VARIÁVEL_{ANTES} \neq 0$ ($\Delta \neq 0$).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

A atual realidade mostra que surgem cada vez mais intensamente novas relações e estratégias de expansão empresarial pelo mundo, as quais podem resultar em diferentes tipos de combinação entre companhias. Para Barros et al. (2003), essas relações podem variar de um simples licenciamento a operações de F&A. Estas têm sido observadas mais frequentemente como um fenômeno mundial a partir da década de 1980, especialmente após a liberalização econômica de países comandados por regimes militares como os países latino americanos, governos comunistas como o caso da ex-União Soviética e China (que dentro de preceitos comunistas flexibilizados, interage com o mundo capitalista), além do fato da velocidade com que as mudanças tecnológicas vêm acontecendo desde então, situação que tem facilitado o relacionamento entre empresas e mercados distantes, independentemente de sua posição geográfica. Camargos e Coutinho (2008) afirmam que os processos de F&A consistem numa maneira rápida de uma firma crescer ou internacionalizar-se, assim como Greenspan (1998), que possui o mesmo entendimento sobre o fenômeno, afirmando que os mesmos constituem uma ferramenta para expansão das corporações. Sob esta ótica também Suen e Kimura (1997) apontam que o crescimento do número de transações entre empresas inicia-se a partir da década de 1980 justamente pela época estar introduzindo um conceito novo aos mercados: a Globalização.

No entanto, conforme afirma Rossi (1996), as associações entre empresas não tiveram início na década de 1980, mas sim nessa época começam a ganhar expressividade mundial. No século XIX o fenômeno já era observado, especialmente nos Estados Unidos, em que muitos pesquisadores já publicavam relatos a respeito das F&A entre empresas da indústria manufatureira e do setor financeiro, os quais promoviam o maior número de eventos à época. Neste sentido, ao longo da história é observado que o fenômeno das F&A apresenta picos de atividade, chamados de “ondas”, ocorrendo em diferentes abrangências, apresentando suas peculiaridades e períodos de duração.

Para melhor compreender F&A, neste Capítulo serão descritos seus fundamentos teóricos, suas características, as possíveis formas de associações empresariais, bem como seu histórico através das ondas no mundo e no Brasil. Será ainda descrito o fenômeno ocorrido

entre instituições financeiras mundialmente e no Brasil, objeto do presente trabalho, com a exploração de estudos realizados anteriormente em âmbito nacional e internacional, os quais foram dedicados à investigação e descrição de benefícios às empresas envolvidas nesse tipo de processo.

2.1.1 TIPOS DE COMBINAÇÕES EMPRESARIAIS

Rossi (1996, p. 3) afirma que “as combinações ou reestruturações empresariais podem ocorrer em quatro grandes grupos: *Changes in Ownership*, *Corporate Control*, *Sell-Offs* e *Expansão*”. Dentre os quatro grupos citados, as F&A são inseridas no grupo de *Expansão*, mas antes de serem citados seus principais conceitos, serão descritos os três outros grupos que caracterizam combinações empresariais. Para o autor, *Sell-Offs* podem ser representadas por cisões, em que os acionistas da “empresa mãe” recebem participação proporcional na empresa menor, havendo geralmente pagamento em ações, e entre as transações em que há “pagamento em espécie”, as alienações. Nas alienações, é prevista a transação entre terceiros, em que a transferência de dinheiro pelo pagamento de parte ou da totalidade da empresa dá o direito ao alienante até mesmo de extinguir a empresa alienada.

Por outro lado, o *Corporate Control* (ou Controle Corporativo), citado por Rossi (1996), trata-se basicamente na compra das ações de um determinado acionista de uma empresa, a um preço superior aos preços praticados no mercado. Importante ressaltar que essa modalidade não prevê a compra de ações visando (pelo menos até aquele momento), o controle da empresa, mas sim a compra do total do controle de um acionista em específico. *Changes in Ownership* seriam as mudanças na participação societária, por exemplo, “trocas que podem incluir crédito ou ações preferenciais por ações comuns, ou ações comuns por outra classe com direitos maiores.”

A classe de *Expansão Empresarial*, citada pelo autor, contempla os fenômenos estudados no presente trabalho: as F&A. De acordo com sua concepção, as Fusões são operações que formam uma só corporação a partir de duas ou mais existentes previamente, não existindo obrigatoriamente o desaparecimento de uma das empresas. Já, as Aquisições constituem uma forma de associação em que a compra de uma empresa por outra resulta no desaparecimento da empresa absorvida, ou mesmo caracterização da mudança do seu controle acionário. Com relação a esse grupo de formas de transações, o autor cita a importância dos

tender offers que deram origem ao fenômeno dos *hostile takeovers* (ou aquisições hostis), cada vez mais presentes na realidade atual, em que corporações interessadas no controle de outras, consultam a empresa *target* sobre concordância em ser vendida, e em caso de negativa ou ausência de respostas, as negociações partem diretamente junto aos acionistas, ocorrendo à revelia da Direção.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p.653), existem três procedimentos legais básicos de compra entre empresas: (a) Fusão ou Consolidação, sendo que Fusão que é o resultado da absorção de uma empresa pela outra, passando o nome da empresa que promoveu a transação a dominar, e a Consolidação diferindo da Fusão pela existência de uma empresa totalmente nova; (b) Aquisição de Ativos, em que é necessário que os acionistas da empresa vendedora dêem sua autorização para que haja a transferência de bens da empresa para a entidade compradora; e (c) Aquisição de Ações, que visa a compra de ações com direito a voto de uma empresa-alvo, iniciada com uma oferta à Administração daquela empresa, podendo em caso negativo, ocorrer entre a empresa compradora e acionistas, via Oferta Pública de Compra de Ações. No mesmo sentido, Nakamura (2004) afirma que as fusões acontecem com a celebração de um acordo legal entre duas firmas, através do qual ambas renunciam à autonomia anterior, bem como às particularidades e especificidades, passando a se submeterem a um controle comum. Por outro lado, aquisições se dão quando ocorre a compra de uma firma (ou subsidiária) por outra. Assim, as Fusões ocorrem quando a compra das ações é aceita pelas duas empresas, sendo que num caso de discordância de uma minoria de acionistas com relação à transação, impedindo a integração de 100% da companhia, essa operação que seria denominada Fusão passa a ser considerada simplesmente como uma Aquisição (de ações). Uma visão complementar é de Lee e Penings (1996), que diferem uma Fusão de uma Aquisição através do tamanho ou quantidade de recursos disponíveis às organizações envolvidas, consistindo em uma Fusão o processo de junção de empresas do “mesmo porte ou em posse de recursos equivalentes”, podendo a Aquisição ser entendida como aquela transação em que percebe-se que “uma das duas empresas é muito menor do que a outra.”

Laneve e Stullein (2010, p. 17-21), com seu entendimento sobre os processos de F&A elaboram um modelo operacional para a realização de uma transação, que divide-se em três partes: “Antes, Durante e Depois da Integração”. Cada uma das referidas etapas pode ser subdividida duas seções cada. A etapa “Antes” consiste em uma fase de intensa pesquisa e delineamento das estratégias da empresa que pretende operar a Fusão ou Aquisição. A etapa

“Durante”, implica a rigorosa seleção das empresas candidatas a uma integração, bem como a checagem de dados financeiros e contábeis daquelas empresas por profissionais acreditados pela empresa adquirente. Por último, o “Depois” consiste no fechamento da transação propriamente dita e o começo do processo de integração entre as empresas participantes dele.

No Brasil, do ponto de vista jurídico, a classificação das combinações entre empresas é dada pelo Código Civil e pela Lei das S.A., que estabelecem três tipos principais: Incorporação, Cisão e Fusão. Segundo a Legislação vigente, na Incorporação, uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, a qual lhes sucede em todos os direitos e obrigações, havendo para tanto, aprovação pelas empresas envolvidas e sócios ou acionistas. A Fusão trata-se de um processo em que duas ou mais empresas decidem reunir-se para a formação de uma nova companhia, a qual também sucede as empresas fundidas em todos os direitos e obrigações, sendo que as sociedades anteriores devem desaparecer e dar lugar a uma nova pessoa jurídica. Por fim, a cisão consiste na transferência de todo ou parcela do patrimônio de uma empresa para uma ou mais empresas, desaparecendo a sociedade cindida no caso de transferência total, ou com divisão do capital no caso de transferência parcial do patrimônio.

2.1.1.1 Tipos de Fusões e Aquisições

De acordo com a literatura disponível, podem ser colhidas diferentes classificações aplicáveis aos processos de F&A. Essas transações podem diferir em termos de orientação (Vertical, Horizontal, Conglomerados e Congêneres), quanto às características da forma de pagamento e financiamento (“em espécie”, alavancada ou em ações), em relação à abrangência geográfica (domésticas ou *cross-border*), ou até mesmo com relação à agressividade da empresa adquirente ao buscar seu objetivo (*hostile takeovers* ou amigáveis).

Quanto à sua orientação, Ross, Westerfield e Jaffe (2010) classificam as F&A em três tipos, sendo do tipo Horizontal, em que há absorção de uma empresa pertencente ao mesmo setor da empresa compradora, comum entre empresas competidoras, tipo Vertical, envolvendo empresas em estágios diferentes do mesmo processo produtivo, e em Conglomerados, em que não há relação alguma entre os setores de atuação ou entre seu processo produtivo. Este pode ser dividido em Conglomerados Puros, em que as empresas envolvidas não têm nada em comum, ou Conglomerados Mistos, situação em que as empresas estariam buscando extensão de abrangência de produtos ou extensão de abrangência de

mercados . Tal classificação é pertinente a de Brealey, Myers e Marcus (2008), que estabelecem que as configurações mais importantes nos processos de F&A são dadas no formato Horizontal, Vertical e em Conglomerados, diferenciando-se os processos uns dos outros, de acordo com o setor de atuação das empresas envolvidas.

Ainda com relação à classificação dos eventos de acordo com sua orientação, outro tipo de F&A muito citado de acordo com Weston e Brigham (2000), é do tipo Congênere, o qual envolve empresas que estão no mesmo setor, não atuando na mesma linha de negócios, nem havendo relação de fornecedores ou clientes entre elas. Apesar de semelhanças entre esta e a transação Horizontal, a principal diferença entre as mesmas é exatamente a restrição quanto à relação prévia de clientes ou fornecedores entre as entidades envolvidas, para que seja considerada Congênere.

Quanto aos meios de pagamento ou fontes de financiamento, para Vissers (2012, p. 3, tradução nossa), “uma vez tomada a decisão de aquisição de uma firma, uma outra decisão importante deve ser feita, nomeadamente, a decisão sobre o financiamento dessa aquisição.” Para o autor, as F&A são concluídas com pagamentos acordados “em espécie” ou em ações da companhia adquirente. Sendo realizada em dinheiro, este pode ser proveniente de fundos da empresa ou mesmo de financiamento externo. Geralmente, de acordo com Camargos e Barbosa (2003, p. 20), ocorre que “na Fusão, a forma de pagamento utilizada é uma permuta de ações, enquanto na Aquisição, a forma de pagamento pode ser em dinheiro, ações, títulos.” Martynova e Renneboog (2005, p. 9) ressaltam que o pagamento por F&A passa a ser mais frequente em ações a partir da época em que são necessários esforços anormais para o fechamento de operações, devido aos altos valores envolvidos. Para os autores, transações passaram cada vez mais a serem financiadas com recursos diferentes de dinheiro, especialmente em épocas de baixas taxas de juros e fácil acesso a crédito. O tipo de Aquisição Alavancada, para Brealey, Myers e Allen (2008, p. 805):

Diferem das aquisições comuns, em dois aspectos. Em primeiro lugar, uma grande proporção do preço de compra é financiada por endividamento. Parte desse endividamento, ou eventualmente todo, é de alto risco (*junk*), ou seja, inferior à avaliação de grau de investimento de empresas. Em segundo lugar, a empresa “torna-se de capital fechado”, isto é, é retirada da Bolsa e suas ações deixam de ser negociadas no mercado de capitais (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008, p. 805).

Classificadas com relação à abrangência geográfica, as F&A podem ser consideradas como domésticas ou *cross-border*. Para Kang e Johansson (2000), as transações *cross-border*

começaram a se expandir a partir da década de 1990, sendo definida como a operação entre empresas de diferentes nações de origem ou mesmo de diferentes países-sede. Por sua vez, as transações *cross-border* podem ser segregadas em *Inward*, em que há entrada de divisas no país da empresa-alvo, ou *Outward*, em que ocorre um movimento de saída de recursos para a compra de uma empresa de outro país. No entanto, as operações tem alta relação entre si, pois sempre que há uma compra, há uma venda, e vice-versa.

Para Martynova e Renneboog (2005, p. 38), os principais fatores para determinação de transações nacionais ou *cross-border* “são as características das leis comerciais do país, regulação sobre Governança Corporativa e regulação sobre transação de ações”, por exemplo, sendo que em localidades que possuem leis e regulamentação mais rígidas, este tipo de transação acaba por tornar-se dificultado e mais raro, ao passo que em localidades que possuem leis mais flexíveis, observam mais transações entre empresas de diferentes países. Quanto às transações domésticas, estas referem-se àquelas que envolvem empresas de mesma nacionalidade, sediadas em um mesmo território.

Por fim, as Aquisições podem ser hostis ou amigáveis. Para Schwert (2000), as transações hostis são detectadas quando existe uma oferta pela compra de uma empresa, recebida com resistência pela Direção da empresa-alvo. Geralmente quando são anunciadas as intenções de compra publicamente, certamente já foram realizadas negociações em caráter privado entre as empresas.

Ofertas indesejáveis são frequentemente percebidas como uma ameaça ao menos aos stakeholders das empresas-alvo, motivando reações defensivas da Direção desta empresa. Ao contrário, as Aquisições ou Fusões amigáveis são vistas como criadoras de sinergias que fazem tanto a empresa adquirente quanto a empresa adquirida (incorporada) “melhores” que na situação anterior. Esta distinção entre transações hostis e amigáveis também é importante ser observada, em termos de quando removida uma Administração ineficiente da empresa-alvo, espera-se criação de valor. (SCHWERT, 2000, p. 2599, tradução nossa).

Assim, os processos de Fusão são entendidos como aqueles em que há intenção das partes envolvidas em criar ganhos a partir de uma associação, as chamadas sinergias. Nesta situação, as transações ocorrem em um ambiente Amigável. Como visto, na outra ponta estão as transações hostis, que visam a compra do controle da empresa-alvo, não sendo considerada a opinião da administração da empresa a ser comprada, quanto à ocorrência da transação.

2.1.1.2 Motivações para Fusões e Aquisições

Bender e Ward (2005, p. 187) por outro lado, afirmam que a busca por crescimento e maior criação de valor, além da aquisição de concorrentes que representem ameaças às empresas adquirentes, são outras explicações possíveis para as F&A. Tal situação se configuraria num cenário em que não são identificados benefícios claros e correlacionados com os eventos.

As motivações para a ocorrência das F&A ainda não possuem uma base teórica completamente sedimentada, pois devido ao seu recente surgimento como fenômeno mundial (cerca de vinte a trinta anos), a cada momento são percebidas novas formas de sua inserção no mercado, variando de acordo com as especificidades do mercado financeiro, economia e mecanismos de engenharia financeira disponíveis. As razões pelas quais as empresas buscam combinações dependem obrigatoriamente, além de variáveis internas, do conjunto de variáveis externas observadas ao longo da história: fatores econômicos, políticos, legais, tecnológicos, geográficos, demográficos, de liquidez, entre muitos outros, os quais podem determinar de que forma e em qual intensidade as ondas de F&A se dão. Desta forma, a sedimentação teórica sobre motivos para as F&A limita-se a descrever os fatos que levaram empresas a buscar essas combinações no passado e ao que leva essas empresas a procurarem a referida estratégia no presente. Tal fato é comprovado pela grande diversidade de motivos para F&A relatados na literatura em todos esses anos, em que a cada década esse conjunto de razões explicativas tem sido remodelado. A seguir, primeiramente serão expostas as principais concepções sobre os motivos das F&A disponíveis na literatura internacional, seguidas das publicações feitas no Brasil, de modo que a realidade nacional possa ser comparada aos acontecimentos e características encontradas fora do país.

Nelson (1959, p. 100) afirma que “nos estudos que descrevem o período de 1895 a 1904, a explicação mais frequente acerca da ocorrência de transações de F&A nos Estados Unidos era a necessidade de Controle de Mercado”. Contudo, essa motivação teria sua base enfraquecida por não poder ser medida, dando espaço a motivadores relacionados ao aumento de receitas e lucro. Tal visão acerca dos motivadores para F&A corrobora estudos anteriores como de Markham (1955) e de Stigler (1950), o último tendo publicado a relevante obra *Monopoly and Oligopoly by Merger*³ na *American Economic Review*, considerando as F&A

³ *Monopoly and Oligopoly by Merger*, publicação de Stigler (1950).

resultado da necessidade das empresas em obter o domínio dos mercados, especificamente através de monopólios e oligopólios.

Na década de 1980, predominam os ganhos através de sinergia operacional entre os motivos para a promoção de F&A mundialmente. Bhide (2003, apud DAMODARAN, 2005, p. 33) estudou F&A da década de 1980, encontrando evidências de que um terço das empresas da amostra buscaram as F&A em busca de melhorias operacionais.

Gitman (2004) afirma que o motivo principal pelo qual empresas unem-se é a necessidade de alcance de determinados objetivos. O objetivo principal, para o autor, é a maximização da riqueza dos proprietários (acionistas), podendo haver diversos motivos específicos como o crescimento ou diversificação, obtenção de sinergias, levantamento de fundos, aumento ou aprimoramento da capacidade administrativa ou da tecnologia, motivadores tributários, aumento da liquidez, além de poderem se configurar como uma defesa contra a aquisição de uma determinada empresa por um concorrente. Tais objetivos, portanto, são buscados em congruência com o objetivo principal da organização e da própria transação. Tal visão converge com a visão de Wright, Kroll e Parnell (2000), os quais afirmam que F&A são estratégias de crescimento, ocorrendo quando corporações decidem estabelecer a união para a formação de uma nova empresa, chamada empresa sucessora. Mas, são diversos os motivos apontados na literatura que levam empresas à busca de F&A.

Gaughan (2010) estabelece alguns motivos básicos pelo quais as empresas se fundem ou adquirem outras empresas. Uma das principais ideias introduzidas pelo seu estudo foi a consideração das F&A como um movimento substituto aos esforços internos de crescimento. Para ele, comprar uma empresa ou promover uma fusão são processos que levam a empresa ao crescimento numa velocidade muito superior à velocidade de um crescimento baseado nos próprios esforços. Tal interpretação a respeito das F&A abre inclusive, oportunidade para outros autores como Kummer e Steger (2008), afirmarem que as F&A podem ocorrer também quando as empresas não conseguem promover esse esforço individual no sentido de seu crescimento. Gaughan (2010) faz então constar que os dois principais vetores que movem a existência de F&A são os de *Crescimento* e *Sinergia*. Com relação aos ganhos de Sinergia, coloca que esses fazem sentido quando os valores das empresas obedecem à seguinte lógica:

$$\text{Valor } (A + B) > \text{Valor } (A) + \text{Valor } (B)$$

Desta forma, as sinergias são positivas quando a combinação de duas empresas traz ganhos tais, que o valor das empresas juntas seja maior que o valor das duas empresas atuando em separado. Para Gaughan (2010) as sinergias, portanto, podem derivar de economias de custo e de aumentos de receita.

De forma diversa de outros autores Pautler (2001), publicando no *Bureau of Economics do Federal Trade Commission* dos Estados Unidos, afirmou que o princípio básico da atividade das F&A é a rentabilidade do investimento feito. Enumerou seis categorias que englobam os principais fatores estimuladores de F&A. Algumas dessas categorias são classificadas similarmente a outros estudos, como é o caso das Eficiências, Poder de Mercado e *Hubris*, por exemplo. Contudo, faz-se necessária a exploração de alguns conceitos ainda não trabalhados, como os Benefícios Tributários, a Realização de um Bom Negócio e a questão da Expropriação de *Stakeholders*:

1- *Eficiências*: Como amplamente difundido na literatura, Pautler (2001, p. 2) afirma que “*the potential efficiency benefits from mergers and acquisitions include both operating and managerial efficiencies*”, implicando redução de custos de produção e melhorando a qualidade dos produtos produzidos, por exemplo;

2- *Benefícios Financeiros e Tributários*: Empresas podem visar a Aquisição de outras companhias que tenham fluxos de lucro diferentes, ou seja, a associação das duas empresas pode, para fins tributários, reduzir os lucros tributáveis da empresa que dá mais lucro através do cômputo de prejuízos ou lucros menores apresentados pela empresa absorvida, de forma que o pagamento de impostos seja reduzido. No entanto, o autor considera que alterações recentes sobre o conceito de lucros tributáveis, podem estar fazendo com que essa motivação para F&A esteja em baixa;

3- *Poder de Mercado*: Este seria o principal motivo para as F&A alegado desde o final do século XIX, período em que se tentava por parte das corporações o domínio de mercados através de monopólios ou oligopólios.

4- *Hubris*: A realização de determinados negócios em termos de F&A teria motivação pessoal dos dirigentes, que visam também satisfação e prestígios pessoais no mercado do qual participam;

5- *Realização de um Bom Negócio*: Empresas podem promover F&A com pagamento em ações ao invés de pagamento “em espécie”, e uma situação de supervalorização de suas ações pode implicar uma boa compra, no sentido de que os preços

de suas ações majorados provocam uma distorção com relação ao número de ações a serem transferidas aos acionistas da empresa adquirida.

6- *Expropriação de Stakeholders*: Nesta situação, os *shareholders* podem obter vantagem financeira com sacrifícios de outros *stakeholders*.

Mukherjee, Kiymas e Baker (2004) apresentaram resultados sobre seu estudo acerca dos fatores motivadores para as F&A, o qual conclui que a principal motivação das F&A coletadas via entrevistas com os *CFO* de algumas empresas, é justamente o alcance de sinergias Operacionais, e que ainda muitas corporações consideram que F&A podem ajudar na diversificação de seus negócios, ajudando-as a reduzir riscos em épocas de instabilidade econômica. Já à época de sua publicação, os “desinvestimentos” feitos anteriormente em empresas através de F&A já tinham um volume notável, e em sua pesquisa foi também identificado que o principal motivo para que uma empresa decidisse pela desistência de permanência em uma empresa adquirida, seria a necessidade de foco na atividade central da corporação.

Martynova e Renneboog (2005), colocam que as F&A têm como motivadores frequentes primeiramente a maximização de resultados e riqueza aos *shareholders* (acionistas), mas ao mesmo tempo citam que existe um conceito de maximização de utilidade gerencial presente, bem como a necessidade de gestores em mostrar seu poder com certa “arrogância” no mercado. Com relação ao colocado por Martynova e Renneboog (2005), Azofra, Olalla e Olmo (2007), afirmam poderem existir diversos motivos para que ocorram F&A entre empresas, desde economia de escala até o incremento do poder de mercado, no entanto a literatura sobre os possíveis impactos dessas associações não é conclusiva a respeito desses benefícios. De fato, podem ser encontrados estudos que concluem inclusive que as transações possam ter sido prejudiciais em termos de eficiência ou rentabilidade às empresas participantes.

Ojanen, Salmi e Torckeli (2008) estabelecem uma classificação para os principais motivos de realização de F&A sob a ótica da Administração da empresa Adquirente, sob três aspectos: (1) *Expansão e Desenvolvimento*, categoria que inclui as intenções de ganho geográfico de mercado ou em termos de produto, perseguição ao cliente, realocação de recursos de ou para a empresa-alvo (humanos ou não), (2) *Melhorias Internas de Eficiência*, como economias de escala e de escopo, (3) *Melhoria do Ambiente Competitivo*, no que se refere a ganhos em termos de poder no mercado em que atua, alcance de porte para competição globalmente, mecanismos de defesa, aquisição de competidores e criação de

barreiras de entrada, (4) *Motivos Financeiros*, os quais podem ser a diversificação do risco e investimento em economias de crescimento acentuado, (5) *Motivos Pessoais*, os quais podem ser traduzidos por aumento significativo em vendas (ganho de expressividade perante o mercado) ou até mesmo ganhos em termos de prestígio e poder do pessoal da Administração junto ao mercado, e por fim (6) *Outros Motivos*, que para os autores podem ser desde “contornar” situações de tarifas protecionistas e existência de quotas em determinados mercados, a até possíveis benefícios que podem ser obtidos por diferenciais encontrados em taxas de câmbio.

Colocando a possibilidade de a empresa adquirente permanecer em uma posição mais passiva com relação às transações de F&A, Kummer e Steger (2008), que afirmam que quando o planejamento interno de crescimento de uma empresa não se materializa, a promoção de F&A aparece como uma estratégia paliativa para seu crescimento. Além disto, afirma que as transações podem ocorrer tanto por pressões internas à organização quanto por pressões externas de diversas naturezas. Ao utilizar a palavra “pressão”, o autor recorda que as F&A não somente ocorrem como estratégia proativa das organizações, como colocado por muitos autores, mas também é necessário considerar a existência de corporações que não almejam mudanças em suas estruturas dentro do seu plano estratégico.

Vissers (2012, p. 3-5)⁴ coloca que ocorrência das F&A é motivada especialmente pela intenção em maximização de resultados e criação de valor para os acionistas. Enuncia as Teorias relacionadas às motivações para F&A, como a *Teoria da Eficiência*, que segundo o autor, justifica a criação de valor para os acionistas através de sinergias obtidas no processo: sinergias operacionais (economia de escala, aprendizado e escopo), sinergias financeiras (redução do custo de capital, dando à empresa condições de tomar crédito a taxas menores) e sinergias gerenciais (os administradores da empresa adquirente teriam condições de melhorar a *performance* da empresa-alvo). A *Teoria do Monopólio* faz referência às sinergias que são obtidas através não de ganhos apropriados com a transação, mas sim com a riqueza que é transferida dos clientes e dos mercados pela existência de um monopólio. Outra Teoria citada é a chamada *Teoria da Valorização*, a qual estabelece que a Direção da empresa adquirente possua conhecimento privilegiado (ocorrência de assimetria de informação), fato que permitiria uma instantânea valorização. Essa informação privilegiada pode ser até mesmo um possível resultado da combinação entre as duas empresas, que não seja tão evidente a pessoas não envolvidas no processo decisório. Por outro lado, o a decisão pela concretização de uma

⁴ O autor baseou-se prioritariamente em Trautwein (1990) para elaboração dos motivos para as F&A.

Fusão ou Aquisição poderia ser uma decisão equivocada por parte das Administrações, fato que é descrito pela *Teoria dos Processos*, ou seja, pela ausência de informações de qualidade acerca de transações ocorridas no passado, dirigentes poderiam tomar decisões errôneas no sentido da busca por F&A no presente. Por último, Vissers (2012) cita o trabalho de Goar (1969), associando a ocorrência de F&A a distúrbios ou anomalias econômicas, além do acontecimento de mudanças significantes em termos de tecnologia disponível.

Kloeckner (1994) afirma que as F&A são atividades que ainda não estariam incorporadas em uma Teoria Geral. Para o autor, há um conjunto de motivos que tentam explicá-las, sendo derivadas de alguns aspectos da Teoria da Firma⁵, em que a maneira de crescer ou tornar-se internacional, atingir mercados não explorados ou comprar ativos a preços interessantes passa pela associação entre empresas. No entanto, testou as hipóteses em mercados como Estados Unidos e Inglaterra, mostrando que as principais motivações para a existência das transações seria a hipótese de maximização da riqueza e de ganhos operacionais. Importante ressaltar que as F&A no Brasil ganharam expressividade pouco antes de sua publicação, fazendo com que o objeto de estudo fosse restrito no mercado nacional. Já em 2001, Rossetti (2001) classificou em três grupos os principais motivos que considerou levarem empresas a buscar associações através de F&A, a saber:

a) Crescimento e Diversificação: diversas barreiras de entrada mercadológicas e até mesmo culturais podem ser agilmente transpostas, possibilitando rápido acesso a mercados. Além disso, a possibilidade de diversificação embute uma diminuição inerente ao risco global ao qual a empresa fica exposta; b) Sinergias: são caracterizadas pelas economias de escala resultantes da redução de custos indiretos das empresas fusionadas; c) Aumento de Capacidades: muitas vezes, empresas combinam-se para aumentar sua capacidade Administrativa, Financeira e Tecnológica. (ROSSETTI, 2001, p. 81).

Grava (2002) apresenta as F&A como ferramenta estratégica para as empresas no Brasil, mostrando os principais motivos para sua ocorrência, em cinco grupos distintos, a *Economia de Escala* (em que o compartilhamento de estruturas faria com que os custos fossem reduzidos), *Economia de Escopo* (aumento do número de produtos com a mesma marca), *Concentração de Poder de Mercado* (majoração de preços praticados junto aos consumidores e rebaixamento de preços pagos a fornecedores), *Construir ou Derrubar Barreiras de Entrada* (a construção de barreiras se dá quando as empresas fundidas

⁵ A Teoria da Firma pode ser relacionada aos motivadores de F&A por tratar-se a empresa de uma unidade técnica de produção, que em constante mutação procura atender aos seus objetivos.

representam ameaça pelo domínio do mercado, fazendo com que empresas não cogitem invadi-lo, ao passo que a derrubada de barreiras consiste em assumir posição de destaque num mercado onde não atuava), e por último a *Redução de Competição* (produzindo efeitos positivos como um todo para a corporação, através de eficiência e capacidade de produção). Complementarmente à visão de Grava (2002), Cano (2002) afirma que:

Os processos de F&A são inerentes à concorrência capitalista. Acumulação de capital, inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição, levando a pressões pela eliminação de concorrentes ou pela abertura de novos mercados, são processos que marcaram a história do capitalismo desde o seu início. (CANO, 2002, p. 151).

Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003, p. 42-43), estudando processos de F&A no Brasil, observaram uma amostra de 54 eventos, detectando através de 241 entrevistas junto aos “executivos-chave” e “gerentes de linha”, que a principal razão pela qual empresas decidiram se combinar foi a antecipação a um movimento dos concorrentes”. Foi também identificado que a entrada de concorrentes no mercado e produtos substitutos, além da necessidade de geração de economia de escala, influenciaram as empresas da amostra observada. Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003) aponta para a existência de inúmeras causas para a ocorrência de F&A no país, sendo que as empresas que passaram por essas transações basearam suas decisões, em sua maioria, em razões estratégicas:

Na amostra pesquisada, a razão mais citada para uma empresa buscar um processo de Fusão ou Aquisição foi a reação ou a antecipação a um movimento dos concorrentes. A segunda razão foi o surgimento de novos entrantes ou produtos e serviços substitutos. A terceira relacionava-se à necessidade de gerar economias de escala. (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2003, p. 42).

Patrocínio, Kayo e Kimura (2007, p. 213) afirmam que na literatura contemporânea é encontrado também como fator motivador para a ocorrência de F&A, o interesse na compra de ativos intangíveis. Em seu estudo do caso brasileiro, comprovam que empresas adquirentes que focaram empresas-alvo que detinham valores intangíveis a serem incorporados pela operação de F&A obtiveram maior potencial de retornos.

Ainda, há autores como Camargos e Coutinho (2008) que estudaram as bases teóricas das F&A elaborando comparativo desse fenômeno com a Teoria da Firma, que dizem que o crescimento do número de ocorrências de F&A são parte da evolução da condição das

empresas, sendo que as primeiras organizações empresariais (de estrutura simples) passaram a se sofisticar em busca de crescimento e de estruturas que suportassem os novos tipos de relações entre sócios e administradores.

Na origem da firma, parte-se de um modelo organizacional simples, com restrições para crescimento e abrangência reduzida de atividades, com estrutura de propriedade e de controle unificada e simples, em que o empresário-fundador acumula as funções de proprietário (provedor de recursos) e de gestor (tomador de decisão), responsável pela elaboração e execução da sua estratégia e chega-se atualmente a um modelo organizacional complexo, com propriedade pulverizada em vasta gama de acionistas, em que as atividades e o crescimento da firma passam a ser limitadas pela sua capacidade de gestão e pelo mercado, com estrutura de propriedade e controle dividida em acionistas-proprietários (denominados de principais), que continuam a ser os seus provedores de recursos e que, em tese, são os beneficiários do lucro residual das suas atividades, mas que delegam a terceiros (denominados de agentes), o poder de condução e de gestão dos seus negócios. (CAMARGOS; COUTINHO, 2008, p. 282).

Enfim, o ponto principal da discussão da maioria dos autores citados, acerca das motivações para a realização de F&A, está centrado nas empresas. Contudo, mais adiante, complementarmente a essa discussão, serão descritas as ondas de F&A identificadas ao longo da história, ocasião em que serão expostas suas características, cenário econômico mundial, tendências em tecnologia, a ocorrência de crises financeiras internacionais, cenário político entre outros fatores, que contribuíram e contribuem para a formatação do movimento de F&A como um fenômeno mundial bem caracterizado.

2.1.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO

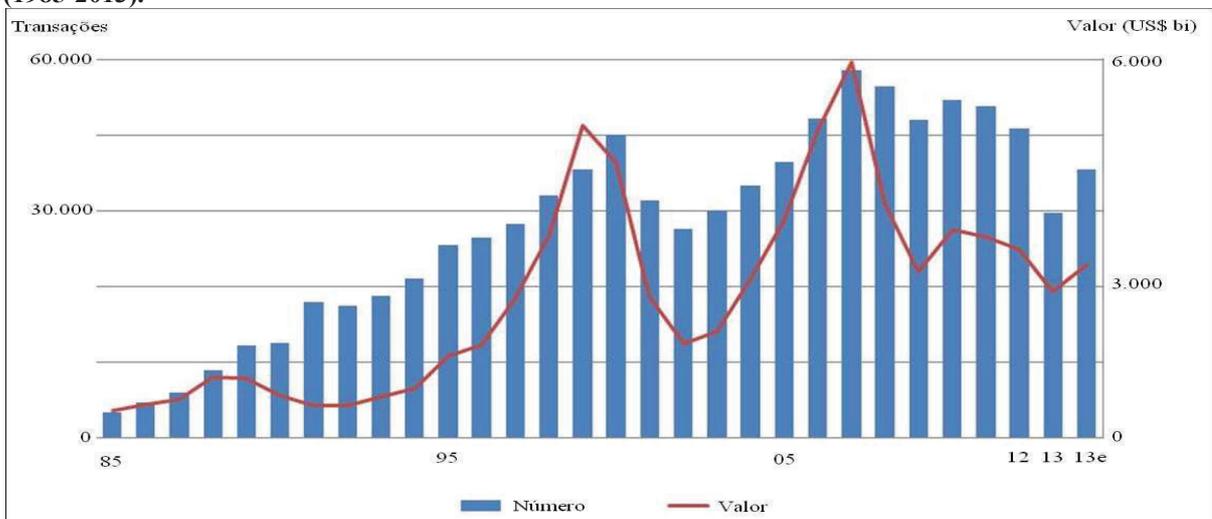
De acordo com relatório anual do IMAA- Instituto de Fusões, Aquisições e Alianças publicado em 2013, o número de F&A no mundo partiu de menos de 5 mil no ano de 1985 para aproximadamente 40 mil anúncios do gênero até o final de 2012 (aumento de aproximadamente 700% em menos de trinta anos). O movimento teve seu pico tanto em valor quanto em quantidade de operações registrado no ano de 2007, chegando a quase 50 mil transações, negociadas por um valor aproximado de US\$ 5 trilhões. Tal número foi impulsionado principalmente pela intensa atividade na América do Norte, Ásia e Europa.

Trata-se de um fenômeno de alta importância desde o século XIX que atua fortemente na configuração dos mercados e da concorrência global, e tendo sido iniciado nos

Estados Unidos, vem tomando proporções mundiais ao longo da história. Como qualquer outro fenômeno cíclico, demonstra aquecimento em determinadas épocas e resfriamento em outras, passando atualmente por um período de recuperação dos reflexos sofridos pela crise financeira mundial de 2008-2009. De 2009 a 2013, o número de operações diminuiu drasticamente no mundo, tendo até novembro de 2013, sido registradas pouco menos que 30 mil operações no ano, fato que permite a elaboração de uma estimativa de cerca de 35 mil transações a serem realizadas ao final do período. Os números estimados para o final de 2013 remetem a uma realidade vista apenas em 2004, mostrando que o fenômeno sofreu sério impacto da recente crise econômica e financeira internacional.

Historicamente, os mercados norte-americano e europeu são os mercados onde foram observados os maiores números de F&A, bem como os maiores valores de transações. Essas regiões até hoje impulsionam ondas de F&A para o resto do mundo, especialmente irradiando-as para o mundo subdesenvolvido, onde se percebem essas ondas com um determinado *delay*. Através da Figura 1, que retrata a atividade de F&A em termos globais, pode-se perceber que esta ocorre em ciclos, tanto para valores transacionados quanto para quantidade de operações realizadas. Nesses ciclos são situadas as chamadas ondas de F&A, que muitos autores caracterizam como um movimento ascendente em que a atividade do período observado é superior à atividade do período imediatamente anterior. Essas ondas serão objeto de estudo das próximas seções, por serem amplamente utilizadas na caracterização e situação do fenômeno na literatura.

FIGURA 2.1 - ANÚNCIOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO EM QUANTIDADE E VALOR (1985-2013).



Fonte: IMAA (2013), traduzido pelo autor.

Como dito anteriormente, as F&A não são um fenômeno recente, apesar de muitos estudos apontarem seu início na década de 1980. Teve início, segundo Camargos e Barbosa (2005) no começo do século XVIII, por ocasião da Revolução Industrial, situação em que ocorreu concentração e reestruturação de capital. Para os mesmos autores, as F&A são fenômenos que ocorrem através de ondas⁶ em todo o mundo, em diferentes períodos.

Percebe-se que na literatura sobre o tema, a separação dos movimentos de F&A se dá nessas grandes ondas, que por sua vez têm um determinado período de duração. Embora haja pequenas divergências entre pesquisadores a respeito de datas exatas de início e final de ondas de F&A, a maioria dos estudos converge para períodos similares de pico de atividade e fatores motivadores. Para Mariana (2012):

As primeiras ondas de F&A ocorreram entre 1807 e 1904, 1916 e 1929, 1965 e 1969, e 1984 e 1989. No final dos anos 1980, a atividade de F&A atingiu um declínio recorde, mas com reversão no início dos anos 1990, no início da quinta onda. Há de se lembrar o fato de que somente nos anos 1990, as F&A apresentaram as mesmas características no âmbito dos países desenvolvidos, refletindo a globalização crescente das economias e desregulamentação de mercado. Um período ainda relativamente intenso de F&A ocorreu entre 2003 e 2007, o que fez com que muitos pesquisadores o considerassem como sendo a sexta onda de F&A. (MARIANA, 2012, p. 596, tradução nossa).

Triches estabelece que as ondas de F&A foram observadas em pouco mais de um século, tendo ocorrido por volta de 1890, 1920, 1960, 1980 e 1990, surgido nos Estados Unidos, com reflexo rápido em países desenvolvidos (TRICHES, 1996, p. 15). Devido à data de publicação de seu estudo, este não incluiu a última das ondas condensadas na literatura, a sexta grande onda, de início aproximado em 2003.

Até o momento são identificadas na literatura a ocorrência de seis ondas de F&A bem definidas, além da existência da especulação de uma possível sétima onda já em atividade. Sabe-se, no entanto, que cada vez mais, as ondas deixaram de ser movimentos regionais para tornarem-se movimentos globais: as primeiras duas ondas aconteceram quase que exclusivamente nos Estados Unidos e Reino Unido, a terceira onda começou a alastrar-se

⁶ Considera-se como onda de F&A o período que contempla o crescimento de sua atividade, situação em que colocados os pontos em um gráfico, a reta que os interliga é obrigatoriamente ascendente (inclinação positiva). A atividade em momentos anteriores sempre são menos intensos que o período da onda. (CANO, 2002, p. 46-48).

por países europeus industrializados, a quarta onda atinge além dos Estados Unidos e Europa, levemente os países latinos mais importantes, os asiáticos e outras nações emergentes.

A quinta onda, da década de 1990, já teria um caráter descentralizado em que participaram com mais intensidade os países em desenvolvimento, especialmente os BRICS. A última e sexta onda, a qual teve seu início e fim caracterizados, já se apresentou como uma onda global, com participação significativa de todas as regiões do mundo no movimento (inclusive o continente africano). Para McCarthy, Weitzel e Dolfsma (2010, p. 15), todas cinco ondas foram originalmente norte-americanas, sendo que as duas primeiras foram exclusivas do país, tendo se iniciado a participação de outras nações na terceira onda (Reino Unido), espalhando-se pela Europa na quarta onda, tornando-se já a quinta onda um movimento global, em que foram batidos todos os recordes em números de transações e valores envolvidos, principalmente nos Estados Unidos, Europa e Ásia.

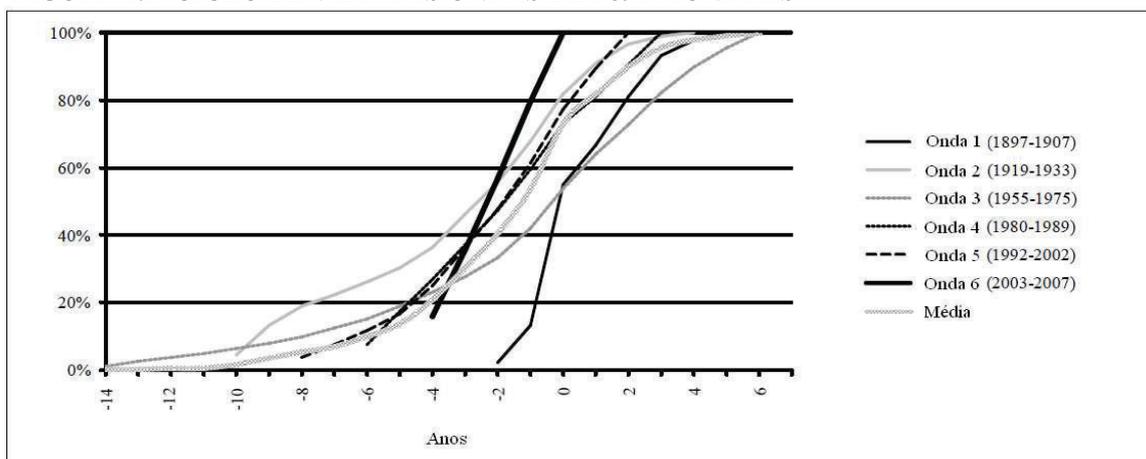
McCarthy, Weitzel e Dolfsma (2010) apontam que o surgimento da sexta onda teria se dado por volta de 2003, com seu pico aproximadamente em 2006 ou 2007. Nessa onda, além mesmo dos Estados Unidos e Europa, que apesar de estarem sofrendo ainda os efeitos da crise iniciada no ano de 2008, apresentam-se como principais atuantes, mas o fato de maior notoriedade é o crescimento da participação dos países periféricos no processo. Quanto a uma sétima onda, há correntes que afirmam que a próxima (ou atual) onda de fusões já pode ter iniciado, e tem grandes possibilidades de ser liderada por regiões diferentes dos Estados Unidos e Europa pela primeira vez na história, em que os países asiáticos, africanos e latinos podem inclusive estarem iniciando o movimento, seguido de boas taxas de crescimento econômico.

Para Vissers (2012), as ondas de F&A possuem algumas Teorias associadas à sua ocorrência. Por exemplo, cita a *Teoria da Perturbação (Disturbance Theory)*, introduzida por Goar (1969), em que as perturbações são provocadas por choques econômicos, as quais atuam apenas como estopim para que as F&A tenham seu ritmo acelerado. Outra Teoria citada é sobre a *Incorreta Precificação (Misvaluation)*, em que as ondas seriam provocadas pelas assimetrias nas valorizações dos preços dos ativos das empresas. O *Q de Tobin*⁷ também é citado como possível explicação, a partir do momento que um *q* alto pode significar uma razão alta de valor de mercado da empresa para o valor de seus ativos, e podendo as F&A configurar estratégia para aquisição de ativos e consequente rebaixamento deste *q*. Por fim,

⁷ *Q de Tobin* é dado pela relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. (FAMÁ; BARROS, 2000, p. 27)

Vissers (2012, p. 10) afirma que as ondas também podem obedecer a padrões, os quais percebidos ao longo da história começam a desenhar os processos de F&A de maneira similar tanto em seu início quanto em seu término.

FIGURA 2.2- CICLO DE VIDA DAS ONDAS DE F&A MUNDIAIS



Fonte: Kummer e Steger (2008, p. 45), traduzido pelo autor.

Como pode ser analisado através do gráfico de Kummer e Steger (figura 2.2), grandes movimentos de F&A são percebidos ao longo do tempo, caracterizados por uma fase de aceleração, alcance de um determinado pico de atividade e por fim o declínio. A primeira onda de F&A teria ocorrido exclusivamente nos Estados Unidos logo no período que antecedeu a crise sofrida pelo país em 1904. A tabela 2.1 retrata as principais características deste movimento.

TABELA 2.1 - CARACTERÍSTICAS DA PRIMEIRA ONDA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

<i>Onda</i>	<i>Características</i>
<i>1. A Grande Onda de F&A</i>	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura, competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios. Existiu uma correlação forte entre a implementação de mecanismos antitruste nos Estados Unidos e a ocorrência de F&A, demonstrando que essas transações surgiram em substituição aos chamados <i>trusts</i> . As operações do tipo horizontal foram as mais frequentes, fato que favoreceu a formação de conglomerados empresariais na época.

Fonte: Camargos e Barbosa (2003).

Também predominantemente nos Estados Unidos, a segunda onda de F&A tem seu início identificado em meio à primeira guerra mundial com o aquecimento da atividade

industrial do país, perdurando até o país ser acometido pela maior crise financeira já sofrida até então, a Grande Depressão de 1929-1930. É nessa época que começa a se desenvolver mais fortemente o mercado de ações, facilitando a comercialização das participações acionárias de empresas. Na tabela 2.2 podem ser verificadas as principais características da segunda onda mundial de F&A, até então predominante nos EUA.

TABELA 2.2 - CARACTERÍSTICAS DA SEGUNDA ONDA MUNDIAL DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

<i>Onda</i>	<i>Características</i>
2. <i>Movimento do Oligopólio (1916-1929)</i>	O <i>boom</i> do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As Fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitruste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio. Outros setores da economia tiveram alta atividade, tendo buscado principalmente ganhos em forma de economia de escala. Foram também atuante o mercado de Ferro e Aço, Mineração de Carvão, Produtos Químicos e Minerais.

Fonte: Camargos e Barbosa (2003), Nelson (1959) e Vissers (2012).

A segunda onda mundial de F&A é tida como a última onda de acontecimento exclusivo em um continente. A partir da próxima onda, iniciada apenas na década de 1960 após 15 anos do término da segunda guerra mundial, também é verificada no Reino Unido e em alguns países da Europa. Conforme a tabela 2.3, a onda deu origem a um processo descontrolado de compra de empresas em que a formação de conglomerados não respeitava a atividade principal da empresa adquirente, tornando a administração de diferentes firmas causa para perda de sua eficiência operacional.

TABELA 2.3- CARACTERÍSTICAS DA TERCEIRA ONDA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.

<i>Onda</i>	<i>Características</i>
3. <i>A Onda dos Anos 1960 (Conglomerados)</i>	Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, sendo uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo <i>boom</i> do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&A desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade. Os principais setores envolvidos nas transações desta onda foram os de eletricidade, produtos químicos e de motores de combustão. Começou a haver internacionalização das transações, com o predomínio das ações (<i>equity</i>) como principal meio de pagamento pelas aquisições ou fusões. Ainda, foi identificada principalmente nos Estados Unidos e Reino Unido, com início tímido em outros países da Europa, embora alguns autores sugiram que as atividades de F&A tenham se iniciado por volta de 1880 na Europa, porém em níveis relativamente baixos e sem comprovação histórica. Seu fim se deu com as crises financeiras mundiais e choques das décadas de 1970.

Fonte: Triches (1996), Camargos e Barbosa (2003), McCarthy, Weitzel e Dolfisma (2010) e Martynova e Renneboog (2005).

A quarta onda mundial de F&A expande-se para além de EUA e Europa, tomando conta do mercado europeu na década de 1980. Novamente este período de atividade de F&A é estimulado pela recuperação econômica das nações em crise, tendo havido declínio das transações na transição da década de 1980 para a década de 1990, em que ocorreram sucessivas crises financeiras ao redor do mundo. Detalhes adicionais sobre esta onda constam na tabela 2.4 abaixo.

TABELA 2.4 - CARACTERÍSTICAS DA QUARTA ONDA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES MUNDIAL (THE WAVE OF THE 80'S)

<i>Onda</i>	<i>Características</i>
4. A Onda dos Anos 1980	Caracterizada pela expansão empresarial devida à aquisição de outras firmas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>takeovers</i> . O <i>boom</i> das F&A dos anos 80 na economia americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 1990 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas. Houve aumento também dos chamados <i>junk bonds</i> nas transações financeiras da época, tendo seu final foi dado pelas quebras de instituições financeiras por volta da recessão de 1990. A aquisição das empresas ocorreu com a utilização de financiamento (<i>debt</i>), fato ainda não observado nas ondas anteriores, e o número de transações entre Estados Unidos e outras nações cresceu exponencialmente. Esta onda introduziu o conceito de F&A <i>cross-border</i> . Adicionalmente, é percebido que endividamento para financiamento de operações pôde contribuir com a redução de riscos de agência. Os valores das transações da década de 1990 bateram recordes, especialmente motivados pelos desinvestimentos, situação em que companhias tenderam a se desfazer de participações em outras empresas que não eram correlacionadas com sua atividade principal.

Fonte: Triches (1996), Camargos e Barbosa (2003), DePamphilis (2010), McCarthy, Weitzel e Dolfsma (2010), Martynova e Renneboog (2005), Laneve e Stullein (2010) e Kim (2009).

Finalmente a quinta onda de F&A atinge mercados emergentes como o latino-americano e é mais frequente entre empresas do setor financeiro. Coincide também com o período de ocorrência da maior parte das privatizações de empresas estatais ao redor do mundo, atraindo investimento a países subdesenvolvidos, permitindo-lhes sua iniciação como *players* no mercado de F&A mundial dali em diante. A tabela 2.5 retrata as principais observações feitas sobre a quinta onda de F&A mundial sob o ponto de vista de diferentes autores.

TABELA 2.5 - CARACTERÍSTICAS DA QUINTA ONDA MUNDIAL DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

<i>Onda</i>	<i>Características</i>
5. <i>Quinta Onda</i>	Teve seu início com o <i>boom</i> do mercado de ações, tendo crescido significativamente o número de transações <i>cross-border</i> . Ocorre principalmente entre as indústrias que sofrem mudanças tecnológicas, desregulamentação e aumento de concorrência internacional. Os setores mais frequentes são o bancário, o de equipamentos de defesa, de telecomunicações e assistência médico-hospitalar. Concentrou-se especialmente em mercados de produtos, acontecendo na maioria das vezes sem hostilidade, mas sim em ambientes de cooperação em busca de melhores resultados. Essa onda teve seu início logo após o final da quarta onda em 1989-1990. Ao contrário da quarta onda, em que predominaram as F&A alavancadas, nesta repetia-se a tendência da terceira onda, de pagamento em ações. Finaliza-se por volta do ano 2000 em que foram deflagradas crises financeiras em diversos países do mundo, e devido à alta interligação dos mercados, o movimento de F&A comprometeu-se mundialmente.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Triches (1996), Jensen (2004), Martynova e Renneboog (2005), Kim (2009), McCarthy, Weitzel e Dolfsma (2010), Laneve e Stullein (2010), Vissers (2012) e Gugler et al. (2012).

Atualmente são mais restritas as fontes de pesquisa sobre a sexta onda de F&A em comparação à literatura disponível sobre a descrição das outras cinco ondas ocorridas até o momento. As pesquisas, no entanto, apontam para um novo ciclo de F&A iniciado em 2003, após a recuperação do mercado com relação à recessão ocorrida por volta de 2000 a 2002. Também o Brasil em 2003 voltava a recuperar o ritmo perdido na passagem da década de 1990 para a década de 2000 em termos de quantidade de transações de F&A realizadas anualmente.

McCarthy, Weitzel e Dolfsma (2010) elaboraram estudo com objetivo de comprovar o surgimento da sexta onda de F&A em nível mundial, em busca também de suas principais características. Uma das observações feitas no trabalho foi a variação dos padrões do fenômeno regionalmente, dando ênfase nas operações ocorridas nos Estados Unidos, Europa e Ásia.

Esse novo ciclo da sexta onda mundial de F&A teria então iniciado em meados de 2003, logo após a crise passada pelos mercados com o estouro da “Bolha da *Internet*” ou das empresas “ponto com”, e claramente dos reflexos dos atentados terroristas ocorridos em 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos. O momento era marcado pela abundância na oferta de crédito, com boa liquidez do mercado financeiro mundial. As F&A, especialmente Aquisições passaram a ser boas opções de investimento para os acionistas (MCCARTHY; WEITZEL; DOLFSMA, 2010). Contudo, a crise do *subprime* nos Estados Unidos acabou por frear o movimento de F&A, dada sua intensidade comparável à Grande Depressão de 1929-1930. A tabela 2.6 ilustra o panorama mundial e as principais características da última onda de F&A identificada mundialmente.

**TABELA 2.6 - CARACTERÍSTICAS DA SEXTA ONDA MUNDIAL DE FUSÕES E AQUISIÇÕES
(THE GLOBAL WAVE)**

<i>Onda</i>	<i>Características</i>
6. A Onda Global	Predominou o crescimento do mercado de ações, oferta de crédito e operações de <i>private equity</i> . É observada a ascensão da participação de transações com recursos próprios (<i>cash</i>) especialmente estimulados pela oferta de crédito, bem como da ocorrência de transações hostis em termos globais, no entanto as operações asiáticas tornaram-se cada vez mais valorosas e hostis. A abrangência global do fenômeno torna-se mais intensa comparada às outras cinco ondas. Na América do Norte, os fatores motivadores incluíram a diversificação da atividade interna, as transações europeias foram dirigidas mais com relação à consolidação e integração dos mercados, enquanto na Ásia foram focadas no desenvolvimento de suas competências essenciais. Em 2004, logo do início da onda, a Ásia representava um terço do volume de transações mundial. Alguns autores afirmam que não há criação de valor para as firmas adquirentes ou dominantes dos processos de F&A ocorridos nesta onda em geral. O fim da onda ocorre por volta de 2008, com a exacerbação do crédito imobiliário nos Estados Unidos com reflexo mundial, e com o colapso na utilização de derivativos (hipotecas <i>subprime</i> , derivativos e ativos financeiros sobrevalorizados).

Fonte: Elaborado pelo autor com base em DePamphilis (2010), McCarthy; Weitzel e Dolfmsa (2010), Almeida (2012), Kim (2009), Alexandridis, Petmezas e Travlos (2010).

2.1.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

O surgimento e desenvolvimento das F&A como fenômeno no Brasil não foi observado da mesma forma que nos Estados Unidos e na Europa, não passando o país por todas as ondas mundiais e na mesma intensidade daqueles países desenvolvidos. No entanto, as características desse início assemelha-se muito com o que aconteceu em países subdesenvolvidos, que em geral foram iniciados nas ondas mundiais a partir da década de 1980.

No Brasil, sabe-se que a origem dos movimentos foi determinada especialmente pela entrada de investimento estrangeiro por ocasião da abertura do país e pelas privatizações das décadas de 1980 e 1990, e não pelas mesmas questões que motivaram as F&A da quarta onda mundial (ocorrida principalmente nos Estados Unidos e Europa):

Esse processo é observado a partir de meados dos anos 80, quando as F&A internacionais representaram boa parte dos fluxos cruzados de investimentos diretos entre Estados Unidos, União Europeia e Japão. No caso da América Latina, que tem participação crescente nos fluxos globais de Investimento Direto Estrangeiro no

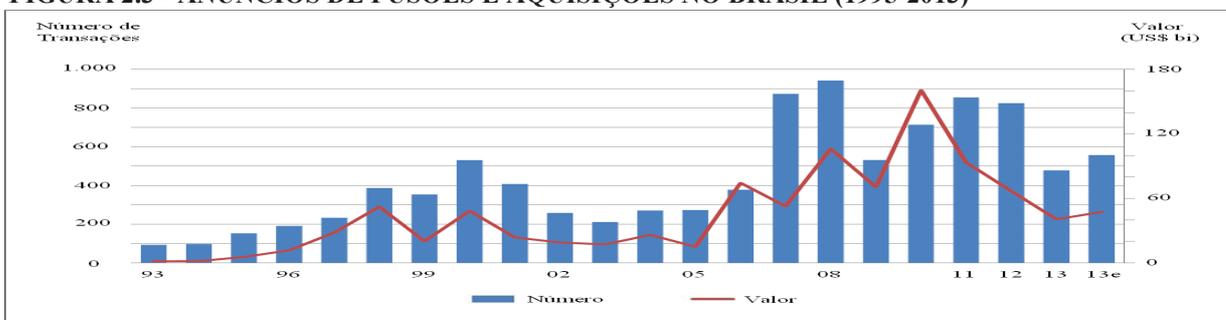
início dos anos 90, os ingressos estiveram vinculados, naquele momento, a programas de privatização. (RODRIGUES, 1999, p. 5).

Como descrito, mundialmente o pico de atividade das F&A deu-se em 2007. No Brasil, diferentemente, a marca histórica em quantidade de operações foi registrada em 2008, com a qual contribuíram mais de 900 transações. Em 2010, os valores negociados no país atingiam um patamar superior a US\$ 140 bilhões, valor maior que o dobro dos recordes do México ou Índia, por exemplo, que em seu melhor ano, observaram a negociação inferior a US\$ 60 bilhões e US\$ 70 bilhões respectivamente.

Através de uma breve análise dos cinco anos que precederam os picos de F&A em quantidade de transações e valores, nota-se grande rapidez em sua evolução. O total de transações anuais no país em 2003 de pouco mais de 200 operações, teve um crescimento de pelo menos 350% no período até 2008. Em termos de valores, US\$ 20 bilhões foram observados em 2005 e pouco mais de US\$ 90 bilhões em 2010, conferindo ao período um crescimento proporcional ao crescimento em termos de quantidade de operações, de aproximadamente 350% em relação ao primeiro ano da série.

Afetado pela última crise financeira mundial, o Brasil observa até o momento um movimento de menos de quinhentas transações ocorridas no ano e respectivo valor total negociado de aproximadamente US\$ 45 bilhões. De acordo com a KPMG (2013b), que publica relatórios trimestrais sobre a atividade de F&A nas principais economias países do mundo para o movimento, e mesmo o *IMAA*, estimam com muita confiança que o fenômeno em 2013 ficará num patamar muito inferior ao dos anos anteriores, não chegando aos US\$ 100 bilhões negociados.

FIGURA 2.3 - ANÚNCIOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL (1995-2013)



Fonte: *IMAA* (2013).

A criação do Plano Real é o marco da estabilização econômica do país, que passava por situação de extrema vulnerabilidade econômica no período anterior a 1993. O Brasil era especialmente afetado pelos níveis galopantes de inflação e ainda se acostumava à democracia reinstaurada com o final do Regime Militar no país em 1985. Muitos pesquisadores consideram o Real como verdadeira porta de entrada de investimento estrangeiro no país, restaurando um nível mínimo aceitável de confiança a esses investidores. Proporcionando a estabilidade requerida à época, permitiu inclusive o início de registros de dados financeiros confiáveis, daí o motivo de muitos estudos (como o presente), de adotarem o ano de 1994 como início de sua análise, a exemplo da KPMG, que apenas publica estudos anuais a respeito da atividade de F&A no país a partir daquele ano. O estudo publicado por essa companhia no segundo semestre de 2013 apontou que até junho de 2013, os cinco principais setores participantes de F&A no Brasil já tinham somado o número de 2.886 operações juntos. Entre 1994 e 2012 houve destaque no país para o setor de Tecnologia da Informação, primeiro colocado em número de F&A do período (834 operações), seguido do setor de Alimentos, Bebida e Fumo (750 operações), Telecomunicações e Mídia (453 operações), Instituições Financeiras (439 operações) e Companhias Energéticas (410 operações).

Já, de acordo com o último relatório publicado pela KPMG (2013b), foi constatada uma queda de 15% no número de transações feitas em abril, maio e junho de 2013. No mesmo trimestre de 2012, foram registrados 229 negócios, contra 194 desse ano. Ainda, é descrito que o setor de Tecnologia da Informação tem consolidado sua posição nos últimos anos, liderando o número de transações ocorridas no país.

Se feita uma análise das transações brasileiras quanto ao envolvimento de capital estrangeiro, ou seja, com separação das operações nacionais (domésticas) e transações envolvendo agentes estrangeiros (*cross-border*), pode-se verificar que dentre todas as operações realizadas entre 1994 e 2012, aproximadamente 45% delas envolveram apenas empresas brasileiras, e aproximadamente 55% foram consideradas *cross-border*. Nesse mesmo período foram fechadas 8.207 transações de F&A no Brasil, no entanto só foi observada predominância de transações domésticas desde o início da série em 2002. Vale a pena ressaltar que desde o início da série, somente em cinco anos são observadas menos transações *cross-border* que nacionais, dando ao fenômeno brasileiro um caráter mais internacional do que nacionalmente estimulado. No último ano essa tendência teve se confirmado, em que para cada transação entre empresas brasileiras, ocorreram 1,38 transações entre empresas brasileiras e estrangeiras.

Foram observadas na literatura, conforme a seção 2.1.2 do presente trabalho descreve a ocorrência de seis ondas mundiais de F&A. Não obstante, o presente estudo procurará identificar atividade de F&A no Brasil que sejam compatíveis com esses movimentos mundiais, de forma comparar características e cenários nacionais e internacionais. Aqui são considerados três períodos de atividade intensa de F&A no Brasil comparáveis com períodos das ondas mundiais: o primeiro, ocorrido no país entre 1985 e 1989 (coincidente com a quarta onda mundial), estimulado especialmente pelas privatizações e mudanças quanto à abertura do país ao mercado mundial, o segundo, ocorrido entre 1994 e 2000 (coincidente com a quinta onda mundial), ajudado nacionalmente pelo aumento do número de privatizações de empresas estatais, implantação de políticas neoliberais, intensificação da abertura do mercado, controle inflacionário e implementação do Real), e o terceiro período, de 2003 a 2010 (coincidente com a ocorrência da sexta onda mundial de F&A), em que se percebem grandes evoluções em valores e quantidade de eventos no país, em que a quantidade cresceu significativamente entre 2003 e 2008 e os valores entre 2005 e 2010, sem a ocorrência maciça de privatizações que justificassem o aquecimento das F&A no período (situação em que se nota o real desenvolvimento do mercado de F&A do país).

2.1.3.1 Primeira Onda de F&A no Brasil: 1985 a 1989 (e The Wave of the 1980's)

Triches (1996) comenta em seu trabalho que as F&A em território nacional ganharam grande expressividade a partir de medidas tomadas no Governo Collor na década de 1990, como a própria abertura do mercado brasileiro, a eliminação de controle dos preços e o sucesso do Plano Nacional de Desestatização. Os efeitos positivos desses acontecimentos na economia do país foram interrompidos mais tarde, no entanto, pelos impactos negativos resultantes do Plano Collor, ocasião em que o país passou por problemas intensos de liquidez. Contudo, ao citar a relevância do movimento em 1990, aponta ainda, que o número de operações de F&A ocorridas foi de 36 em 1985, 138 em 1986, 144 em 1987, 247 em 1988, 250 em 1989, e 185 em 1990 (TRICHES, 1996) Assim, percebe-se que esse período foi particular na história das F&A no país, ganhando o caráter de uma onda, a primeira nacional. O ano de 1985 é marcado pelo fim do Regime Militar no país e início do governo de José Sarney, que permaneceu no posto de presidente da República até 1990, sucedido por Fernando Collor de Melo.

No Brasil, como em muitas outras economias emergentes, o crescimento do número de F&A acompanhou o processo de liberalização econômica. Esse fator favoreceu os processos de F&A de três diferentes modos: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras; segundo, programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; e terceiro, a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras. (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS., 2003, p. 41).

Dada importância do período em que se dá o início da primeira onda de F&A no país, esse merece ser brevemente comentado com relação ao que alguns autores consideram como um dos principais fatos catalisadores do fenômeno no Brasil, o processo de estatização ocorrido entre o período “entre guerras” até o final da década de 1980. A criação de estatais começa ainda durante o período entre guerras, embora anteriormente a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil possam ser citadas como pioneiras no processo de criação de empresas públicas no Brasil (datadas do século XIX).

TABELA 2.7 - NÚMERO DE F&A- PRIMEIRA ONDA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL (1995-1999)

<i>Ano</i>	<i>Número de Transações</i>	<i>Variação Anual</i>	<i>Variação Período</i>
1985	36	-	
1986	138	283%	
1987	144	4%	
1988	247	72%	
1989	250	1%	594%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Triches (1996, p. 20).

Embora nos anos de 1970 o país tenha crescido com a expansão das empresas estatais na década que é apelidada de “Década do Milagre Econômico”, há de se ressaltar que boa parte do progresso obtido foi estimulada pela tomada de crédito pelo Governo no mercado internacional, situação em que montantes altíssimos foram contraídos em dívidas. A essa década é atribuído um crescimento médio do PIB de quase 9% ao ano, ou seja, pode ser considerado o período de maior expansão da economia brasileira no pós-II Guerra Mundial.

Adiante, próximo do início da década de 1980, as crises que se sucederam a partir de 1974 no panorama mundial, condenaram o país a um ritmo baixo de crescimento, período em que a maior preocupação tornou-se o pagamento das dívidas assumidas outrora. A década é

chamada de “A Década Perdida” devido ao decepcionante desempenho do país durante aqueles dez anos. Influenciando as políticas adotadas no Brasil na década de 1980, os governos de Ronald Reagan nos Estados Unidos e Margaret Thatcher no Reino Unido, fizeram com que as privatizações ganhassem força em todo o panorama mundial. Esses governantes pregavam uma política de intervenção mínima estatal na economia e essa política, contrária à política socialista, mostrava-se claramente de cunho político no enfrentamento contra a União Soviética. O Brasil, já relativamente influenciado ideologicamente e cobrado com relação à adoção de medidas econômicas pelos seus credores, parte então à privatização de companhias públicas. Aliou portanto, o fator político ao fator financeiro, no que se diz respeito à tentativa de saneamento de parte das contas do Governo com o dinheiro proveniente das vendas das empresas estatais. Claramente, a privatização surge em panorama mundial como resposta ao movimento socialista e comunista.

Assim, o início do fenômeno das privatizações no Brasil deve ser entendido como sendo fruto especial da necessidade de ajustes na economia. Na década de 1980, a dívida e a inflação encontravam-se em situações, requerendo o país entradas de caixa para saldamento de débitos. Ao contrário do cunho ideológico observado em países desenvolvidos contra o comunismo, a transferência de empresas públicas para a iniciativa privada começou a ser a solução para países como o Brasil e da América Latina contra os déficits públicos constantes, e para melhoria da eficiência da economia.

A privatização de empresas públicas, popularmente associada aos países latino-americanos, ocorreu em diversos continentes e países como a Inglaterra, França, Chile, México, Argentina e Brasil. Em 1992, o Banco Mundial, divulgou que até então, mais de 80 países haviam passado por pelo menos um processo de privatização, o que representa um total aproximado de 8.500 empresas estatais comercializadas até aquele ano. O Banco Mundial (2012) coloca as privatizações como um fenômeno global, tendo no período entre 1998 e 2008, ocorrido ao menos 10.100 transferências de empresas do controle estatal para controle privado (considerada a base de dados de transações de valor mínimo de US\$ 1 milhão). Com isso, as transferências que se iniciaram em países mais conservadores como Grã-Bretanha, Estados Unidos e França, tornaram-se muito comuns. No período informado, entre operações totais ou parciais, o montante nominal gerado pelas vendas superou os US\$ 770 bilhões. Estabelece-se então, uma relação positiva entre o número de privatizações realizadas e o número de F&A em âmbito mundial. Mas, no Brasil e nos países subdesenvolvidos, a

realidade é ainda mais influenciada pelo início das privatizações do que em países desenvolvidos, pois não havia atividade relevante de F&A antes desse período.

O aumento do número de F&A no Brasil na década de 1980, além de ter sido influenciado pelo aumento expressivo das privatizações de companhias estatais para pagamento de dívidas pelo Governo, contou também com outros fatores desencadeadores, como por exemplo, a abertura do mercado interno (implementação de políticas liberais, que consistiram em eliminação de impostos de importação e barreiras tarifárias). Assim, o fato da abertura do país a produtos importados acabou por fazer com que a indústria nacional procurasse ganhos de eficiência em busca de competitividade. Muitas empresas procuraram até mesmo reestruturação via associação com outras empresas, como forma de suportar o efeito da entrada dos importados. Intensificou-se então, a partir de 1985, o movimento de F&A entre empresas no país.

Provocado pela relevância das privatizações no cenário nacional, diversos autores estudaram os impactos destas sobre a eficiência dessas organizações (que ocorrem especificamente por meio de Aquisições), sendo que muitos apontaram para o fato de que a década de 1980 foi um período de intensa atividade neste sentido, o que explicou a expansão da literatura sobre o entre os anos de 1985 a 1990. De fato, anteriormente à época praticamente não havia o que se pesquisar dentro do Brasil em termos de F&A. No mesmo ano, Triches (1996) mostra que as crises vividas pelo Brasil nas décadas de 1980 e 1990 foram os principais facilitadores para o aumento do número de F&A, dando especial ênfase na influência da conjuntura econômica como influenciador de F&A no país.

A recessão, as altas taxas de juros praticadas no mercado financeiro, a implementação de sucessivos planos de estabilização, o congelamento de preços e salários e o problema de sucessão familiar foram os principais fatores que forçaram a venda de muitas empresas. (TRICHES, 1996, p. 20).

Desta maneira, o processo de liberação e as crises constantes pelas quais o Brasil passava na década de 1980 (concomitantemente aos problemas enfrentados principalmente nos Estados Unidos), contribuíram para a configuração de um ambiente propício para que as F&A se iniciassem no Brasil com grande intensidade. Corroborando o que afirma Triches (1996), no início dos anos 80, o Brasil passava por grave crise financeira, reduzindo seu PIB a uma taxa de 2% ao ano. O cenário era de inflação e câmbio descontrolados, ao mesmo tempo em que o pagamento de juros da dívida crescia em ritmos assustadores.

Mais tarde, com início do governo de Fernando Collor de Melo, o Brasil iniciava fortemente seu processo de desestatização. Claramente as F&A que ocorreram no Brasil no final da década de 1980 tiveram motivação diferente das operações ocorridas recentemente, tratando-se apenas do começo do negócio no país, que antes de predomínio para saneamento de contas do Governo e redução de seus gastos, passaria a focar em estratégias empresariais. Até mesmo as características do processo de privatização da década de 1980 são diferentes do observado na década de 1990 conforme Correa (2004), o qual estabeleceu como diferença básica entre os períodos a situação financeira das empresas transacionadas. Para ele, na década de 1980, as empresas privatizadas eram principalmente empresas estatais endividadas de atuação local ou regional, ao contrário das empresas vendidas na década seguinte.

Uma das principais características de empresas vendidas pelo Governo na década de 1980 e que ajudaram a instalar-se o movimento de F&A no país, é sua origem de criação. Nesse início, foram desestatizadas empresas ex-privadas (incorporadas anteriormente pelo governo como socorro por problemas financeiros):

Esta fase caracterizou-se pela "re-privatização" de empresas que haviam sido absorvidas pelo Estado, na maioria dos casos, em função de dificuldades financeiras. Não havia ainda, por parte do governo, intenção de implementar um programa em larga escala. Foram privatizadas empresas de pequeno porte, e os resultados econômicos foram modestos (US\$ 780 milhões). (BNDES, 2013).

Conforme observado, esse período de início de atividade em F&A pelo Brasil, que se pode considerar como a primeira onda nacional, é um movimento iniciado em meio à quarta onda de F&A mundial, conhecida como *The Wave of the 80's*. Essas privatizações, as quais impulsionaram o fenômeno das F&A no Brasil no final da década de 80, tomariam maior expressão na década de 1990 nos Governos seguintes. O Governo Sarney portanto, torna mais factível a realização do Plano Nacional de Desestatização a partir da criação do Programa Federal de Desestatização em 1988 (PAIVA, 1994), fazendo com que a década seguinte tivesse atividade ainda mais intensa em F&A em nível nacional.

2.1.3.2 Segunda Onda de F&A no Brasil: 1994 a 2000 (e Quinta Onda Mundial)

Cano (2002, p.5) considerou que mais intenso que o movimento observado na década de 1980, ocorreu na década seguinte, a de 1990. Neste período, segundo o autor, o Brasil teria sofrido o impacto de mudanças ocorridas no sistema financeiro internacional. Para Miranda e Martins (2000), estas mudanças seriam relacionadas à desregulamentação e modernização da economia mundial, além de mudanças significativas em termos de tecnologia disponível.

Devido ao fracasso das políticas do Governo Collor, o início da década de 1990 (1990 a 1992 especificamente), o país observou baixo nível de atividade em F&A, quebrando o ritmo de crescimento das F&A impresso no final da década de 1980. No entanto, nesse período de 1990 a 1991, notou-se um movimento dos grupos de empresas no sentido de “maior racionalização e concentração de suas atividades, visando à redução de custos através de processos de reestruturação”, conforme descreve Triches (1996, p.21). Em 1990 e 1991, foi observada a conclusão de 186 e 184 transações de F&A, respectivamente, mostrando queda neste número com relação aos anos anteriores da série histórica.

Alinhado à política liberal introduzida ainda nos anos 1980 no Brasil, Fernando Collor de Melo, lançou um grande programa de privatizações. Não o realizou de forma isolada para alavancagem de receitas ao caixa do Governo, mas o estruturou de forma a reduzir drasticamente (e de maneira muito mais intensiva do que havia ocorrido na década de 1980) as tarifas e barreiras à importação. O conjunto de medidas que incluiu o PND traria ao Brasil maior competitividade das empresas nacionais, que antes sem concorrência estrangeira praticavam preços altos e ofereciam produtos e serviços de baixa qualidade. Em sua visão, as privatizações ajudariam a melhorar o desempenho das empresas, as quais poderiam dentro de um mercado de concorrência natural, levar aos produtos e serviços, bem como seus preços, a um equilíbrio esperado. Segundo o BNDES (2013), o Programa Nacional de Desestatização caracterizou-se pela inclusão de 68 empresas no programa, com desestatização de 18 empresas nos setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímica, situação em que foram arrecadados US\$ 4 bilhões, englobando tanto empresas em situação problemática e que consumiam recursos do Governo, quanto empresas que tinham futuro promissor.

A venda da Usiminas, por exemplo, em outubro de 1991, permitiu a arrecadação de mais do dobro do obtido na década de 80. O PND concentrou esforços na venda de estatais produtivas, com a inclusão de empresas siderúrgicas, petroquímicas e de fertilizantes no Programa. (BNDES, 2013).

Embora seja comum ser dito que o país passou pelo processo de privatizações na década de 1990 com objetivo de equilibrar suas contas, há correntes que afirmam que além mesmo da necessidade financeira, existia necessidade de promoção do bem-estar da sociedade, renovação do parque industrial e substituição da administração ultrapassada, que geralmente de natureza política não obtinha resultados ou desempenhos satisfatórios. Esta reforma tornaria as empresas estatais mais modernas e competitivas ao privatizá-las, e as empresas não estatais tornar-se-iam mais eficientes, estimuladas pela concorrência com o mercado externo. Suen e Kimura (1997), apontam fatos nesse sentido, também relacionando a abertura do mercado brasileiro a partir da década de 1990 como uma oportunidade ao país para o acesso a mercadorias e serviços a preço mais acessíveis, e com maior qualidade.

Mesmo com o *impeachment* de Fernando Collor de Melo, o programa de privatizações sobrevive à gestão de Itamar Franco em que operou mais timidamente. Tomou proporções maiores na sucessão por Fernando Henrique Cardoso, presidente que o leva a tornar-se maior programa de desestatizações da América Latina e um dos maiores do gênero da história mundial. Consolidando-se no governo FHC, o Programa Nacional de Desestatização (PND) tornou-se robusto entre 1995 e 2000, arrecadando aos cofres públicos aproximadamente US\$ 7,7 bilhões (BNDES, 2013). O referido período coincide com intensa atividade de F&A no país, em que ocorreram mais de 1.925 operações do gênero.

Mas não somente em virtude do Plano Nacional de Desestatização apoiado por Fernando Henrique Cardoso o número de privatizações e de F&A no país cresceu. Em meio ao Governo de Itamar Franco havia sido lançado o Plano Real (sob supervisão de FHC como Ministro da Fazenda), que introduziu um processo definitivo de retomada da estabilidade da economia brasileira (CANO, 2002). As reformas liberais associadas ao plano de estabilização inflacionária do país fizeram com que à década de 1990 fosse conferido o maior volume de privatizações no país, sendo vendidas empresas dos mais diferentes setores da economia. Por consequência, o volume de F&A no período foi elevado incrivelmente em comparação à década de 1980, observando-se naqueles 10 anos mais de 2.600 fusões ou aquisições no país.

Em 1995, quando FHC assume a Presidência da República, é criado o Conselho Nacional de Desestatização (CND), como forma de ampliação e reativação do PND. A partir de então, o período foi caracterizado pelas concessões dos serviços públicos à iniciativa privada, tais como de eletricidade, transportes e telecomunicações, incluindo o apoio do Governo Federal às privatizações estaduais, tendo o primeiro ano de Governo de FHC, observado 19 desestatizações (em que foram arrecadados aproximadamente US\$ 5,1 bilhões).

Em 1997 ocorre uma das principais privatizações do país, a da Companhia Vale do Rio Doce, bem como a finalização da desestatização da RFFSA. Também ocorre a primeira venda no setor financeiro promovida pelo PND, do Banco Meridional do Brasil S.A. (BNDES, 2013).

Em 1998, o Governo Federal vende as *holdings* criadas a começar pelo Sistema Telebrás, transfere a exploração do Terminal de Contêineres do Porto de Sepetiba da Companhia de Docas do RJ e outros terminais em diferentes estados da federação. Somente entre abril e maio de 1998 o total de US\$ 420 milhões foi arrecadado. No ano seguinte, é arrecadado pelo Governo Federal um total de US\$ 128 milhões, tendo sido privatizada uma das importantes de ainda propriedade estatal, a Datamec (BNDES, 2013). Observa-se, portanto, que as F&A no Brasil possuem relação estreita com o desenvolvimento desses planos de privatização em massa no país na década de 1990.

TABELA 2.8 - NÚMERO DE F&A- SEGUNDA ONDA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL (1994-2000)

<i>Ano</i>	<i>Transações</i>	<i>Variação Anual</i>	<i>Variação Período</i>
1994	175		
1995	212	21%	
1996	328	55%	
1997	372	13%	
1998	351	-6%	
1999	309	-12%	
2000	353	14%	102%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Rossetti (2001, p. 75 apud CORREA, 2004, p. 99).

A partir dos acontecimentos políticos e econômicos descritos, desde o início da década, presidência de Fernando Collor de Melo, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, percebe-se claramente uma alta correlação entre a ocorrência dos investimentos estrangeiros entrantes (IDE- Investimento Direto Estrangeiro) e a atividade de F&A no país. Para Rodrigues (1999):

A forte correlação entre investimentos diretos estrangeiros e transações de F&A internacionais não é, entretanto, singularidade do caso brasileiro. Esse processo é observado a partir de meados dos anos 80, quando as F&A internacionais³ representaram boa parte dos fluxos cruzados de investimentos diretos entre Estados Unidos, União Europeia e Japão. No caso da América Latina, que tem participação crescente nos fluxos globais de IDE no início dos anos 90, os ingressos estiveram vinculados, naquele momento, a programas de privatização, sobretudo no caso da Argentina. As transações de fusão e/ou aquisição e *joint ventures* internacionais também estiveram relacionadas aos fluxos de IDE com destino às economias asiáticas, a partir de meados da década de 90. (RODRIGUES, 1999, p. 5).

Com o mesmo ponto de vista de Rodrigues (1999), Scherer (2004) afirma que o que estimulou a entrada de investimento no país na década de 1990 foi a criação do Plano Real. Para o autor, a queda do IDE ocorre mundialmente entre 2001 e 2002, no mesmo período em que é observada a redução de F&A no Brasil, sendo que o maior volume de venda de empresas estatais a empresas estrangeiras aconteceu entre 1998 e 2000. No entanto, apesar da queda do IDE no Brasil, a participação das F&A era predominante, especialmente no ano de 1998, em que o valor de investimento estrangeiro entrante no país deu-se 100% na forma de F&A.

A entrada de IDE no Brasil cresceu fortemente após o Plano Real, atingindo US\$ 165,5 bilhões entre 1994 e 2002, o que corresponde a cerca de três vezes o estoque investido pelas multinacionais no País, até 1995. O Governo colaborou para esse resultado a partir de mudanças institucionais que franquearam mercados importantes para a presença de empresas estrangeiras (finanças, energia, telecomunicações, petróleo) e, principalmente, com a mudança constitucional de 1994, que acabou com a distinção legal entre empresa estrangeira estabelecida no Brasil e empresa de capital nacional. Por outro lado, as empresas estrangeiras foram atraídas pelos resultados iniciais da economia pós-estabilização, com o rápido crescimento da demanda e a possibilidade de ganhos em uma moeda estável e valorizada. (SCHERER, 2004, p. 115).

Como pode ser observado na figura 2.22, o número de F&A no Brasil de 1990 a 1994 foi praticamente irrelevante quando comparado a outros momentos na mesma década. A partir de 1994, o volume de investimento estrangeiro a entrar no Brasil cresce substancialmente até 1998, quando atinge a casa dos US\$ 30 bilhões anuais. Seguindo a mesma tendência, as F&A *cross-border* no país também crescem em passo acelerado, correspondendo em 1998 a 100% do total do investimento entrante estrangeiro direto no país. Nota-se também que, como o movimento de F&A estrangeiras cai nos anos de 1999 e 2000 em relação a 1998, e considerando que o número total de transações (estrangeiras e nacionais), continua se elevando por todo o período (que inclui 1999 e 2000), conclui-se que nesses dois últimos anos da segunda onda no Brasil, houve expressivo crescimento de operações domésticas.

Quanto ao pagamento pelas Aquisições nos processos de Privatização no país, existem diversas críticas ao que foi observado entre 1990 e 1991. Segundo o BNDES (2013), o pagamento poderia ser feito em grande parte por títulos de dívida pública, já praticamente

inegociáveis na época. Já a partir de 1994, as privatizações começavam a focar recebimentos em moeda corrente:

Intensifica-se o processo de transferência de empresas produtivas ao setor privado observando-se o término da privatização das empresas do setor siderúrgico. A utilização de maiores percentuais de recursos em moeda corrente em cada operação de privatização não diminuiu a importância das chamadas "moedas de privatização" no PND. De fato, no intuito de ampliar e democratizar o Programa foram introduzidas mudanças na legislação para permitir a ampliação do uso de créditos contra o Tesouro Nacional como meios de pagamento, a venda de participações minoritárias, detidas direta ou indiretamente pelo Estado, e a eliminação da discriminação contra investidores estrangeiros, permitindo sua participação em até 100% do capital votante das empresas a serem alienadas. (BNDES, 2013).

Nota-se o surgimento do conceito de “moedas de privatização” conhecidas como “moedas podres”, surgidos para facilitar as transações, apresentando-se como alternativa para pagamento que não em moeda corrente (*cash*). O pagamento em moedas podres antes do início dessa onda era mais frequente, tendo sido diminuído a partir de 1994, mas sem perder sua grande representatividade. Vale a pena ressaltar que muitas privatizações tiveram financiamento do próprio BNDES ao agente adquirente.

No setor privado, o Brasil também mostra grande evolução em F&A nessa década. De acordo com Guarita (2002), podem ser citados como principais casos do período de 1995 a 2000 (entre empresas públicas e privadas) os das empresas Kolynos, Banco Real, Banco Noroeste, Banco Boavista, Banco Francês e Brasileiro, Companhia Siderúrgica Tubarão, Tintas Coral, Clevite do Brasil, Iochpe-Maxion, Aracruz, Lacta, CGCL Laticínios, Arno, Unimar, Tigre, Paulista de Seguros, Salgema, Celite, Plascar, Pão Pulmann, Arisco, Metal Leve, Cofap, Banespa e AmBev. Camargos e Barbosa (2009), em seu estudo sobre empresas que passaram por 72 processos de F&A entre 1996 e 2004, mostraram que houve a geração de sinergias através das transações no país, especificamente através do aumento da riqueza dos acionistas pela maximização de valor de mercado das empresas, além de melhora em desempenho operacional.

2.1.3.3 Terceira Onda de F&A no Brasil: 2003 a 2007 (e Sexta Onda Mundial)

Após significativo movimento das F&A no Brasil de 1994 a 2000, é verificada queda em seu volume entre os anos de 2001 e 2002, período que colocou fim à onda. O início da terceira onda no Brasil é verificado em 2003 com o aumento do número de transações, crescimento que perdurou até 2007, de acordo com a KPMG (2013b). Quando comparada à figura 2.1, que retrata o fenômeno no panorama mundial, pode-se notar que a onda brasileira inicia-se e finaliza-se ao mesmo tempo que a sexta onda internacional e termos de quantidade de operações realizadas, evoluindo de uma soma de 227 transações no ano de 2002, para uma observação de 699 operações ao final de 2007, conferindo ao fenômeno um crescimento superior a 200% desse quantitativo em apenas cinco anos, quando se finaliza a onda.

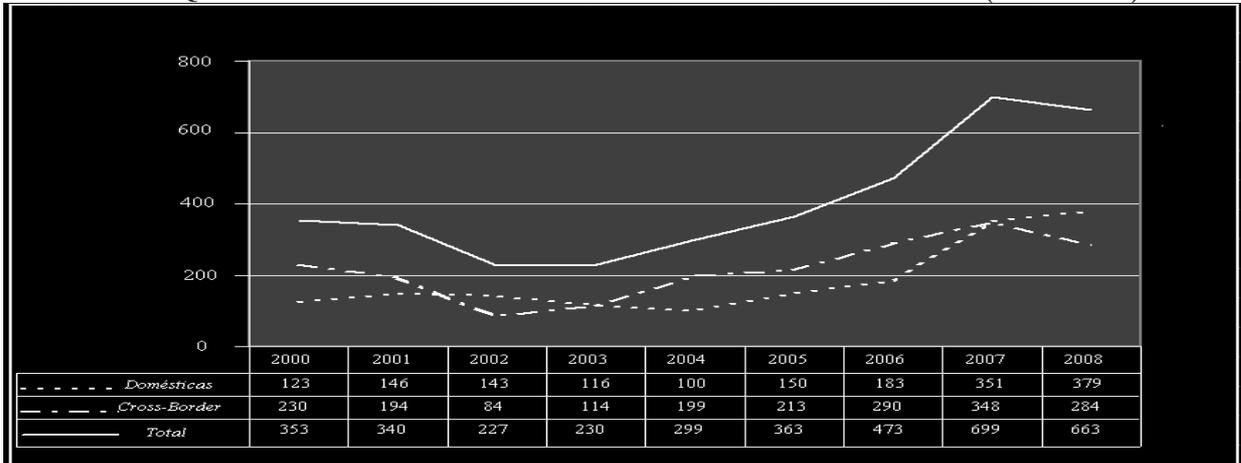
Analisando o perfil dessas operações, é possível verificar que foi uma onda de caráter predominantemente *cross-border*, embora também tenha havido crescimento entre as transações domésticas. O Brasil foi um dos principais fomentadores de IDE da América Latina, tendo em 2004 se colocado entre os quatro maiores investidores emergentes. Desta forma, a terceira onda de F&A no Brasil, tem um caráter diferente das outras ondas. As duas primeiras seriam estimuladas principalmente por mudanças políticas e programas de desestatização, enquanto esta onda teria caracterizaria o Brasil como país em busca de competitividade empresarial, recebendo e enviando investimento a outros países, buscando sua internacionalização.

O processo de internacionalização do país se deu de forma intensa durante essa terceira onda de F&A. Segundo a UNCTAD (2013), em 2008 o movimento entre investimento direto entrante e enviado pelo Brasil a outras nações, era pelo menos nove vezes maior que esse fluxo no ano de 2004. Assim, quanto tratada a terceira onda ocorrida no país, deve-se associar sua ocorrência ao movimento de internacionalização e modernização do país, ao invés de associá-lo ao evento de privatizações ocorrido em décadas anteriores.

Com relação ao início da década, esta foi afetada pela possível eleição de Luis Inácio Lula da Silva para presidência da República. O fato da eleição de um Partido esquerdista do país provocou grande desconfiança em investidores estrangeiros, ocasionando forte fuga de capitais durante o processo eleitoral e até mesmo após o mesmo. É percebido na tabela 2.25 que o volume de investimento recebido do exterior em 2001 (antes das eleições) só é superado novamente pelo ano de 2007, tendo se recuperado gradativamente. Em paralelo, o evento da eleição do ex-presidente Lula deu origem a uma crise financeira no Brasil, tendo como exemplos mais clássicos dos problemas ocasionados, a subida intensa do Risco Brasil, a cotação do dólar que quase atingiu o patamar de R\$ 4 às vésperas da eleição, além do tremor

ocasionado nos mercados mundiais, especialmente aqueles que detinham exposição alta em títulos da dívida do Brasil.

FIGURA 2.4 - QUANTIDADE DE F&A NO BRASIL NA SEXTA ONDA MUNDIAL (2003 A 2007)



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em KPMG (2013b).

Apesar das crises passadas na década de 2000, o país foi paralelamente beneficiado com o excesso de liquidez e crédito internacionais, mantendo seu PIB em crescimento, embora em níveis abaixo do necessário. Hamatsu (2013) coloca que a valorização do Real e o acesso ao crédito internacional tornou a realidade mais fácil no Brasil, tornando o custo de capital de empresas mais baixo. Nesse contexto, Almeida (2001) afirma que as taxas de juros no mercado internacional foram mantidas em patamares mais baixos como forma de se evitarem colapsos na economia desde os atentados ocorridos contra os Estados Unidos em 11 de setembro de 2001. No entanto, para o autor, por volta de 2008, quando as taxas de juros voltam a se elevar, e começada à crise americana do *subprime*, o país começa a sofrer os impactos desse evento externo. Como pode ser observado através da tabela 2.26, a variação real do PIB no período da terceira onda de F&A no país (2003 a 2007) foi em média de 4,01% ao ano. Para a década de 2000, o PIB real médio foi de aproximadamente 3,31%, um dos piores indicadores desde o início do século XX, ficando à frente apenas da década anterior em que eram realizados os ajustes econômicos necessários para a retomada do crescimento do país e à frente da década de 1980, chamada de “A Década Perdida”, cujos comentários sobre performance são desnecessários.

Contudo, o ex-presidente Lula, ao chamar a pior crise financeira do mercado financeiro internacional desde a Grande Depressão de 1930, a crise de 2008, de uma onda ocorrida sobre os Estados Unidos e Europa, batizou seus reflexos no o Brasil como a

“marolinha”. O Brasil de fato observou grande crescimento da classe média, e isso o tornou um dos países com maior mercado consumidor em franca expansão, fazendo com que o consumo das famílias e o acesso ao crédito fossem seus maiores combustíveis.

Em meio ao baixo crescimento do país e às crises mundiais da década de 2000, o Brasil ainda verifica a maior onda de F&A de sua história. De acordo com a PwC (2013), o país também se transformou durante a década de 2000 no maior mercado de *Private Equity* da América Latina, situação que favoreceu o crescimento de investimento estrangeiro no país, e consequentemente o crescimento do número de F&A. Tudo isto mostra que embora o país tenha sofrido reflexos das crises mundiais, na década de 2000 ainda era buscado com frequência como alternativa de investimento estrangeiro.

A tabela 2.27 fornece dados importantes acerca dos principais setores envolvidos nas transações da terceira onda de F&A no Brasil. O setor de Tecnologia da Informação, responsável por 287 operações no período e que se mantém até hoje na liderança do *ranking* desde a criação do Plano Real, antes do início do movimento em 2003 apresentou apenas 13 transações fechadas no ano de 2012, e em 2008 esse número correspondia a 73 operações. Segundo Duarte (2012), o setor de TI a partir de 2005 começou a receber os direcionamentos de investimentos estrangeiros, e também começou a contar com empresas listadas em bolsa, facilitando a ocorrência de F&A especialmente procuradas por empresas estrangeiras. Quanto ao setor de alimentos, uma das principais causas da evolução observada (86% no período), segundo Ribeiro (2011) é a expansão dos fundos de *Private Equity*, que também estão impulsionando desde 2012 o mercado imobiliário.

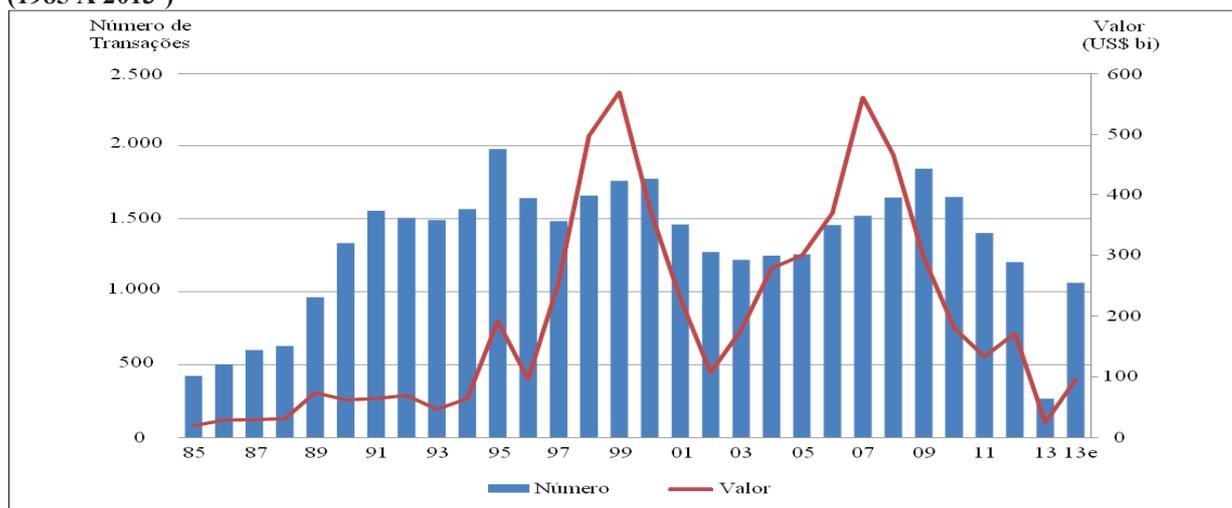
Como visto no início desta seção, na terceira onda de F&A no Brasil foi percebida tendência diferente das décadas anteriores, em que as transações foram motivadas principalmente pela abertura do mercado e privatizações de companhias estatais. A partir de 2003, inserido num ambiente de alta competitividade, o país viu-se forçado a buscar as F&A como forma de diversificação e ganhos em Sinergia, colocando-se como importante player no mercado de F&A tanto como vendedor, comprador ou parceiro em fusões com empresas estrangeiras.

Essa sexta onda no Brasil é então finalizada concomitantemente à sexta onda de F&A mundial (*The Global Wave*) em 2007, colocando fim às ondas identificadas no país. Em 2010 e 2011 é observada leve recuperação do movimento no país, porém em 2012 e 2013 os números voltam a cair a patamares anteriores, fazendo com que aquele momento não pudesse ser caracterizado como a formação de uma nova onda.

2.1.4 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR FINANCEIRO INTERNACIONAL

Conforme exposto nas seções anteriores, no passado recente (após a crise financeira internacional de 2008), foi vista a queda do nível geral de atividade de F&A no mundo e nas mais diversas atividades produtivas. Os valores considerados como pico da sexta onda mundial de F&A atingiram em 2007 um nível histórico anual de mais de US\$ 6 trilhões transacionados. A partir daquele momento até o final do ano de 2012, a tendência observada foi de resfriamento do movimento, inclusive para o exercício de 2013, desacreditado por analistas quanto à recuperação sequer, do nível de operações observado em 2012.

FIGURA 2.5 - VALOR E QUANTIDADE DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DE BANCOS NO MUNDO (1985 A 2013⁸)



Fonte: IMAA (2013), traduzido e adaptado pelo autor.

Da mesma forma, o que se observa na figura 2.24 é a queda da atividade de F&A entre instituições financeiras em nível internacional no mesmo período, o qual mostra picos para o setor em quantidade de transações nos anos de 1995, 2000 e 2009 e em termos de valores, em 1999 e 2007 (IMAA, 2013). Desde seu último recorde de valores, em 2007, seguindo o fenômeno das F&A mundialmente, entra em queda até o presente ano. Com relação ao movimento das IF comparativamente às ondas de F&A, percebe-se através das

⁸ Valor e Quantidade transacionados até março de 2013. A identificação no eixo das ordenadas feita por “13e” apresenta a estimativa de valor e quantidade de negociações fechadas para o final do exercício.

figuras 2.23 e 2.1, que pelo menos após 1985 os dois grupos mostram-se intimamente relacionados: as instituições financeiras apresentaram crescimento de atividade formando uma onda do setor da década de 1980 até 1991 (acompanhando a quarta onda mundial), formam outra onda de crescimentos sucessivos de 1997 a 2000 (finalizando junto à quinta onda mundial) e inicia em 2004 um novo movimento, alcançando pico histórico em valores transacionados em 2007, a partir de quando sofre declínio ocasionado pela crise financeira eclodida à época (principal fator motivador do fim da sexta onda mundial de F&A).

Segundo Barth et al. (2012), o mercado bancário de F&A em nível mundial teve dois grandes picos até a publicação de sua pesquisa: um identificado no ano 2000 e outro no ano de 2006. Para esses pesquisadores, os números de F&A envolvem especificamente 2.128 bancos adquirentes em 108 países, com aquisição de 5.977 instituições avaliadas em US\$ 2,259 bilhões (janeiro de 1995 a janeiro de 2007).

Dentro do período de janeiro de 1995 a janeiro de 2007, o número de transações com bancos como adquirentes cresceu para 691 em 2000 e para 586 em 2006. O valor das transações também subiu para um pico de US\$ 308 bilhões em 2000 e US\$ 269 bilhões em 2006. (BARTH et al., 2012, p. 63).

Conforme tabela 2.29, em que constam adaptações às estatísticas publicadas em Barth et al. (2012) para o período entre os dois picos pelos autores identificados (1995 e 2007), percebe-se que somente os 20 países mais ativos em F&A entre IF, verificaram a negociação de um montante aproximado de US\$ 22,7 trilhões nas transações do setor. Somente os Estados Unidos corresponderam praticamente à metade do movimento do grupo em termos de valores e 40% dos eventos, apresentando um total transacionado de US\$ 11,3 bilhões em 24.167 operações concretizadas no período.

TABELA 2.9 - FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO MUNDIAL POR PAÍSES ADQUIRENTES (01/95 A 01/07)⁹

⁹ CB: Transações *Cross-Border*; Nac: Transações Nacionais.

<i>País Adquirente</i>	<i>Valor (US\$ bi)</i>	<i>% CB</i>	<i>\$ CB</i>	<i>\$ Nac.</i>	<i>Qtde. Alvos</i>	<i>Qtde. F&A</i>	<i>% CB</i>	<i>Qtde. CB</i>	<i>Qtde. Nac.</i>
EUA	11.336	12	1360	9.976	51.158	24.167	16	3.867	20.300
GB	2.769	47	1301	1.468	20.597	8.111	29	2.352	5.759
França	1.406	50	703	703	3.421	1.383	51	705	678
Alemanha	1.041	57	593	448	3.088	1.349	58	782	567
Japão	970	15	145	825	8.785	3.559	13	463	3.096
Canadá	797	41	326	470	7.898	4.383	32	1.403	2.980
Itália	765	22	168	597	3.160	1.311	27	354	957
Espanha	585	52	304	281	2.786	1.196	30	359	837
Holanda	500	71	355	145	1.667	702	68	477	225
Austrália	499	42	209	289	5.946	2.849	20	570	2.279
Suíça	394	65	256	138	1.121	470	75	353	118
China	294	16	47	247	4.221	2.720	8	218	2.502
Suécia	262	56	146	115	2.151	840	46	386	454
Hong Kong	204	49	99	104	3.955	1.980	50	990	990
Rússia	180	14	25	155	1.429	776	15	116	660
Coréia do Sul	155	6	9	146	2.205	1.397	8	112	1.285
Cingapura	154	62	95	59	2.694	1.101	50	551	551
África do Sul	143	29	41	102	2.081	960	19	182	778
Brasil	130	31	40	90	539	292	19	55	237
Bélgica	129	66	85	44	778	374	61	228	146
Total	22.713	28	6.314	16.399	129.680	59.920	24	14.523	45.397

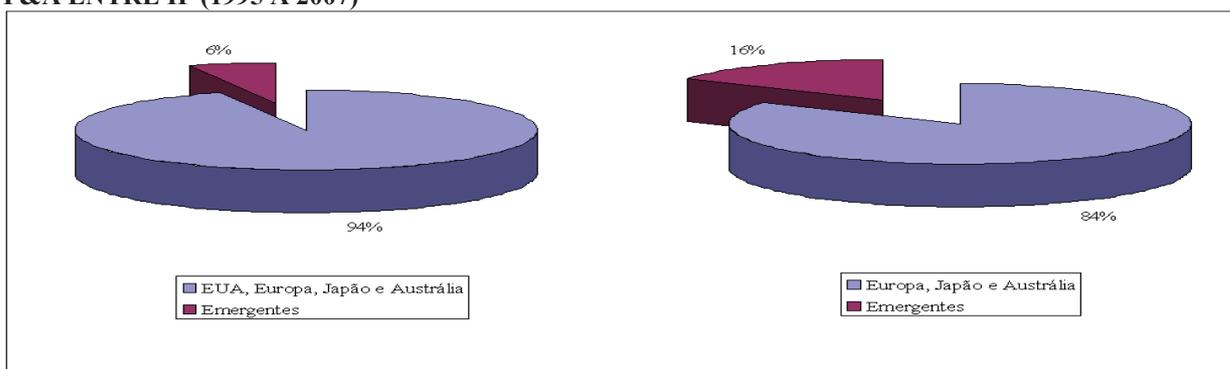
Fonte: Adaptado e traduzido pelo autor, com base em Barth et al. (2012).

Entre os 20 países acima, pode ser verificada uma participação ponderada das transações *cross-border* sobre os valores transacionados de aproximadamente 28%. No entanto, este número é especialmente influenciado pela representatividade norte-americana no total, ou seja, o país tendo apenas 12% dos valores de suas operações transacionados com outros países e participação de aproximadamente 50% nos valores totais do grupo, "contamina" com sua peculiaridade a estatística do grupo. Nesse sentido, basta ser analisado caso a caso para se perceber que oito países do grupo de 20 tiveram pelo menos 40% das operações realizadas ocorrendo entre instituições nacionais e estrangeiras, e quando feita a mesma análise em termos de valores, esse número chega a 12 países, demonstrando tendência de intensa internacionalização das IF através de F&A no período.

De uma forma geral, pode-se inferir através da análise da tabela acima, que o grande volume transacionado no período de maior atividade em F&A de IF no mundo é observado entre os países desenvolvidos. Contudo, países emergentes como China, Rússia e Brasil tiveram iniciado suas instituições financeiras no movimento de F&A referido, momento em que muitos desses países, apesar de apresentarem valores transacionados abaixo dos valores de países ricos, mostraram potencial ao exibir valores médios por F&A acima da maioria dos países da tabela 2.29. Separando os 20 países mais ativos de 1995 a 2007 em F&A entre IF,

pode-se dizer que China, Brasil, Rússia, Coreia do Sul, Cingapura, África do Sul e Hong Kong foram responsáveis por aproximadamente 6% dos volumes negociados do período, ao passo que todos os demais 13 movimentaram 94% do volume total. Se retirados da amostra os maiores mercados, Estados Unidos e Reino Unido, que são países que já passam por ondas de F&A desde o século XIX, emergentes começam a se mostrar ainda mais significantes, passando a deter participação de 16% sobre os valores negociados no grupo.

FIGURA 2.6 - PARTICIPAÇÃO DE PAÍSES EMERGENTES NO GRUPO DOS 20 MAIORES EM F&A ENTRE IF (1995 A 2007)



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na tabela 2.29, adaptada de Barth et al. (2012).

A seguir serão brevemente descritos os movimentos de F&A entre instituições financeiras nos principais mercados do mundo, conforme padrões demonstrados na seção 2.1.2, na qual foram caracterizadas as seis ondas de F&A da história mundial: Estados Unidos e Europa. Primeiramente será descrita a trajetória dos Estados Unidos, país de origem do movimento e principal mercado de F&A entre IF de todos os tempos. Em seguida, será abordado o histórico das instituições financeiras do mercado europeu. Quanto ao Brasil, por ser o objeto de estudo deste trabalho, terá sua descrição em separado oportunamente.

2.1.4.1 F&A entre Instituições Financeiras nos Estados Unidos

Para que seja melhor compreendido o fenômeno das F&A entre instituições financeiras nos Estados Unidos, é necessário que seja conhecida a história e os principais acontecimentos do mercado financeiro do país. Para melhor compreensão, aqui sugere-se a divisão da história do mercado financeiro dos Estados Unidos em alguns períodos, de acordo com as características comuns de alguns anos, e ainda de acordo com alguns acontecimentos-chave de mudança no setor e de acordo com a evolução das atribuições do próprio Federal

Reserve (FED). Analisando a história desse mercado a partir do início do século XX, são apontados como principais acontecimentos:

(a) 1873- 1907 (*Predomínio de Pânicos Bancários*): Ocorrência de corridas e pânico no mercado financeiro, embora em 1863, através da *National Bank Act*, tivessem sido implementadas algumas medidas de estabilização da moeda e economia;

(b) 1907 (*Um Ano Ruim*): Ocorrem mais pânico no mercado financeiro, a população americana sugeria a criação de um Banco Central e a realização de reformas no setor bancário;

(c) 1908- 1912 (*Preparação para um Banco Central Descentralizado*): Logo após o “Pânico de 1907” foi aprovada a *Aldrich-Vreeland Act* em 1908, provendo resoluções emergenciais com relação à moeda durante a crise. Em 1912 a derrota do partido republicano para presidência derrubou a ideia da centralização de um Banco Central, mantendo a ideia de uma instituição descentralizada;

(d) 1913 (*Nascimento do Federal Reserve*): A proposta Glass-Willis foi muito discutida, dando origem à *Federal Reserve Act* em 1913, que dava equilíbrio aos interesses das instituições financeiras e do público em geral;

(e) 1914- 1919 (*Política do Federal Reserve durante a Primeira Guerra Mundial*): Com o início da guerra os bancos continuaram em operação, sendo que o país através de seu sistema bancário ajudou o financiamento da guerra com o fluxo de comércio de bens para a Europa até o momento em que o próprio país decidiu enfrentar a Alemanha;

(f) *Década de 1920 (Início das Operações de Open Market)*: Colapso do lastro de moeda crédito em ouro, havendo desenvolvimento do mercado de open market. O *Open market* foi utilizado inicialmente numa compra de larga escala do FED, para contenção de uma crise financeira, mas revelou-se depois como um dos principais instrumentos de política monetária;

(g) 1929- 1933 (*Crash do Mercado e Grande Depressão*): Quebra do mercado de ações com quebra de aproximadamente 10.000 bancos entre 1930 e 1933, principalmente ocasionada pela especulação de ativos. Houve “criminalização” generalizada do FED por não ter agido com antecipação contra a onda especulativa;

(h) 1933 (*Consequências da Depressão*): Em 1933 o Congresso aprova a *Glass-Steagall Act*, dando separação aos bancos comerciais e de investimento. Estabeleceu o FDIC

(*Federal Deposit Insurance Corporation*), proibindo também as operações interbancárias para instituições de diferentes estados da nação. Essa proibição obrigou o mercado a implementar a figura da *Holding*, de modo que pudessem realizar operações entre os estados como alternativa;

(i) *1935 (Mais Mudanças)*: Aprovada a *Banking Act de 1935* que implicou em muitas mudanças ao FED, com a criação do FOMC (*Federal Open Market Committee*). Após a Segunda Guerra foi introduzida a *Employment Act* que dava responsabilidades extras ao FED. Em 1956 foi aprovada a *Holding Bank Act* nomeando o FED como regulador de *Holdings Financeiras* (em 1978, a *Humphrey-Hawkins Act* obrigava a principal autoridade do FED a dar explicações ao Congresso, duas vezes ao ano, com relação à condução da Política Monetária e seus objetivos;

(j) *Décadas de 1970 e 1980 (Inflação e Desinflação)*: A partir da década de 1970 os Estados Unidos viram a subida intensa de preços, houve o primeiro choque do Petróleo e o déficit federal mais que dobou no período. Paul Volcker, assumindo o FED, tomou medidas de austeridade para contenção da inflação, tendo sucesso ao trazer a inflação de dois dígitos para dentro do controle novamente;

(k) *Década de 1980*: Nos ajustes para a modernização financeira nos Estados Unidos com o abandono do Padrão-Ouro, entra em vigor a *The Monetary Control Act* de 1980, que marca o período com intensas reformas. Após a vigência dessa lei, os bancos estaduais passam a se proliferar, começa haver pagamento de juros como atrativo para clientes, além da oferta de serviços e instrumentos visando conquistar clientes de corretoras. Em 1999 a *Gramm-Leach-Bliley Act* foi aprovado, permitindo novamente que os bancos pudessem trabalhar como bancos comerciais e de investimento;

(l) *Década de 1990 (A Maior Expansão Econômica da História)*: O FED começa a atuar realmente como Banco Central, afirmando sua intenção em servir como instrumento de liquidez ao país, de forma suportar o sistema econômico e financeiro. Atuou diversas vezes em medidas contra impactos de crises externas como o calote de títulos russos;

(m) *Após 2000*: O Federal Reserve enfrenta muitos desafios postos pelo setor financeiro: desregulação, avanços tecnológicos em sistemas de pagamento e o direcionamento para uma economia global.

Já, quando tratada a problemática das F&A dentro dessa subdivisão proposta acima pelo FED da Filadélfia (na descrição da evolução do sistema financeiro norte americano,

Adams (2012, p. 2-3), funcionário do FED, em seu artigo da série de publicações nomeada *Finance and Economics Discussion Series*, aponta grandes mudanças no mercado bancário a partir da década de 1980, trazendo a informação que a partir de então, o movimento de F&A em IF torna-se ascendente, implicando uma “queda dramática” do número de instituições operando em 20 anos. Informa que em 1980 havia 19.069 bancos em operação no país e em 2010 apenas 7.011, uma queda de 60%. Outra preocupação do autor seria com relação à concentração bancária: nos anos 1980, os dez maiores bancos detinham 13,5% dos ativos totais do sistema financeiro, e em 2010, essas dez maiores instituições passaram a deter mais de 50% dos ativos de todas as instituições financeiras.

De fato, a década de 1980 é a década que permite maior avanço do mercado financeiro americano, no entanto, as F&A dentro desse setor vêm sendo tratadas há pelo menos meio século no país. Adams (2012) coloca que os Estados Unidos diferem de muitos outros países no que se refere ao controle da competição no mercado. Segundo ele, na maioria dos países o setor financeiro está na jurisdição das autoridades antitruste em geral, sendo que nos Estados Unidos, os órgãos reguladores possuem autoridades explícitas antitruste. Assim, enuncia os principais mecanismos de controle de práticas antitruste já implementados para os bancos nos Estados Unidos como sendo a *Bank Holding Company Act* de 1956 e a *Bank Merger Act* de 1966 e suas emendas como introdução ao controle das F&A especialmente explicitando quais tipos de instituições e operações deveriam ser sujeitas a aprovação do órgão regulador, a *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* de 1994, que derrubou a proibição dos bancos em operarem em outros Estados americanos e a *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, que deu a possibilidade de bancos procurarem outros mercados. As duas últimas parecem, para o autor, serem os principais causadores do movimento crescente em F&A no setor financeiro americano (ADAMS, 2012). De acordo com Adams (2012), aqui será adotada uma divisão histórica na análise de F&A nos Estados Unidos em dois períodos divididos pelo ano de 1980.

2.1.4.1.1 F&A entre IF nos Estados Unidos da Segunda Guerra Mundial até 1980

Markham (1955) mostra que mesmo antes do período de guerras mundiais, as F&A entre instituições financeiras no país tiveram grande crescimento, ocasionando o desaparecimento de boa parte do mercado bancário. Conforme o autor, os bancos submetidos

ao *Federal Reserva System*, representavam numa quantidade de 8.052 instituições em 1919. Em 1930, esse número havia sido reduzido em 1.060 bancos, involução de aproximadamente 13,2% do número de empresas do setor.

Enquanto o entendimento de que a competição bancária estava sob a supervisão de autoridades antitruste na década de 1920 não era totalmente claro, o *Federal Reserve Act* de 1913 equiparou bancos a algo parecido com setores de status de utilidade pública. Ainda, todos os bancos foram submetidos a certas normas previstas em leis estaduais bancárias. (MARKHAM, 1955, p. 169, tradução nossa).

Já no período pós-guerra, Marshall (1957) propõe que o mercado entre 1946 e 1956 demandou dos bancos americanos uma adaptação motivada por mudanças institucionais ocorridas à época. Assim, fatores como a diversificação de operações (especificamente o crescimento do chamado *retail banking*¹⁰), a migração de população para áreas suburbanas, a necessidade de associação de bancos para atendimento a exigências legais quanto a limites de concessão de crédito, reversão quanto à subavaliação de ações de instituições, ou até mesmo a necessidade de certos banqueiros em aumentar seu poder e prestígio no mercado, levaram as IF do país a promoverem cada vez mais F&A. Para o autor ainda, as mudanças havidas através das F&A dali em diante, não puderam ser consideradas tão relevantes a ponto de caracterizar efeitos negativos sobre concentração bancária, mas pelo contrário: no período pós- II Guerra Mundial, os 100 maiores bancos do país deixaram de concentrar a mesma quantidade de recursos que o faziam antes, fato que estimulou o aparecimento e crescimento de bancos de médio porte.

Quando Marshall (1957) delimita esse panorama a 1956 é por que em 1956 foi aprovada a *Bank Holding Company Act*, implementando controle mais abrangente e mais detalhado a empresas que até então burlavam por meio de *Holdings*, as transações focadas na *Glass-Steagall Act* de 1933, legislação que se demonstrou ineficiente, e devido à sua ineficiência, fez fosse elaborada federal adicional. Segundo Austin (1981), a lei deu poder discricionário ao Federal Reserve para decidir sobre as F&A envolvendo *Holdings* e instituições financeiras, com base nos impactos sobre a concorrência do mercado.

¹⁰ *Retail Banking* é o termo utilizado nos Estados Unidos para a atividade bancária de crédito ao consumidor, em que se destaca o equivalente ao Crédito Direto ao Consumidor, ou Crédito Pessoal no Brasil. Pode oferecer aos clientes abertura de contas correntes, aplicações, cartões de crédito entre outros produtos.

Traber (1969, coloca que logo em 1959 inicia-se um período de sete anos de discussão a respeito das F&A bancárias no país, envolvendo o Senado inclusive. Estas discussões resultaram no *Bank Merger Act* de 1960 e sua emenda de 1966. Em 1960, o Congresso aprova então a *Bank Merger Act*, que de acordo com Thiemann (1964) obrigava as autoridades do mercado bancário a considerar vários fatores da transação sobre a competição, sendo que a aprovação das transações de F&A deveria ser dada apenas caso encontrada evidência de que as mesmas seriam de interesse público.

Nas décadas de 1960 e 1970, a média anual do número de F&A entre bancos comerciais nos Estados Unidos era de 170 transações, um número pequeno quando comparado às marcas obtidas na década de 1980, de 498 operações e nas décadas anteriores (BENSTON; HUNTER; WALL, 1995). Rhoades e Yeats (1974), afirmam que as F&A bancárias no país foram facilitadas devido a mudanças na regulação do setor após a década de 1960, as quais refletiram na quantidade de transações observadas nas décadas seguintes:

Desde 1960, tem havido alguma liberalização de leis estaduais sobre bancos (ou interpretações sobre as leis) e um persistente crescimento da atividade de F&A. Estes eventos sugerem que uma reconsideração do sucesso dos bancos dependem da sua interação com o ambiente, está garantida. Esses eventos estimularam o crescimento de uma importante questão entre as autoridades reguladoras e pesquisadores do mercado financeiro. Especificamente, foi sugerido que o setor de bancos comerciais está passando por uma experiência de consolidação, que pode alterar significativamente a estrutura do sistema financeiro e bancário. (RHOADES; YEATS, 1974, p. 1397, tradução nossa).

Para Silber (2010), a aprovação do *Glass-Steagal Act* em 1933, ponto de partida para a regulação do setor bancário, o *Securities Exchange Act* de 1934, a *Banking Act* em 1935, além da *Banking Holding Act* em 1956, que proibiu a chamada fusão horizontal a partir de bancos (conforme a tendência de formação de conglomerados à época) foram as principais controladores do fenômeno das F&A no mercado bancário estadunidense até o final da década de 1970. Mas a desregulamentação desse setor, tal como é conhecida atualmente, teria início nos anos 1980, a partir de quando a atividade bancária começa a se descaracterizar na forma de operações mais complexas em que frequentemente são utilizadas estratégias de securitização e derivativos financeiros.

Analisando o padrão dessas F&A bancárias pré- década de 1980, Boyle e Piette (1986) colocam que esse é diferente dos padrões observados em outros setores nas ondas de F&A observadas. As IF caracterizam alguns picos de atividade em F&A em 1962, 1970, 1973

e 1981, este último continuando até 1983. A evolução encontrada entre os movimentos de 1906 e de 1983 no setor bancário é de 75 operações no ano de 1960 para uma média de 350 transações anuais no período de 1980 a 1983.

TABELA 2.10- F&A ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NOS ESTADOS UNIDOS (1960 A 1982)

<i>Ano</i>	<i>Número de Aquisições</i>	<i>Ativos Adquiridos (US\$ milhões)</i>	<i>Tamanho Médio dos Bancos Adquiridos (US\$ milhões)</i>
1960	75	1.191	15
1965	140	1.918	13
1970	247	6.663	27
1975	137	6.819	49
1980	188	9.330	49
1981	359	19.546	54
1982	422	37.129	88
1983	432	42.735	101
Total	4805	205.985	430

Fonte: Boyle e Piette (1986, p. 105).¹¹

Descrevendo o período mais à frente, Staff, Davidson III e McDonald (1986) afirmam que o movimento de F&A entre bancos teve o “passo acelerado” em 1978 em território americano, com maior desregulamentação do setor bancário, o que se confirma ao ser observada a série histórica de transações entre 1975 e 1983, de Boyle e Piette (1986):

Desde a desregulamentação da atividade bancária iniciada em 1978, bancos e *holdings* financeiras têm comprado bancos em um ritmo recorde. A tendência para uma concentração maior nos bancos comerciais representa uma ruptura com as proibições anteriores contra a aquisição de bancos. O aumento da atividade de F&A pode ser detectado pela desregulamentação do setor, no qual pode ser observada concorrência cada vez maior e uma redução de pedidos de autorização a autoridades reguladoras. (STAFF; DAVIDSON III; McDONALD, 1986, p. 67, tradução nossa).

As mudanças ocorridas na década de 1970 não são provenientes de alterações profundas de legislação federal, mas sim de movimentos do próprio mercado bancário. Strahan (2003), coloca que ao longo da década de 1970, os estados já estariam aprovando leis para atuação de bancos estadualmente sem restrições, dando origem a um conjunto de 38 estados a proceder dessa forma. Tal fato já teria ajudado a expansão da realização de um número maior de F&A que nos anos anteriores. Porém, seria o ano de 1980 decisivo para a

¹¹ Base de dados retirada por Boyle e Piette (1986) do *Federal Reserve System, Board of Governors*.

evolução das F&A nos Estados Unidos, ano em que ocorreu a aprovação de importantes leis, sendo a primeira delas a *The Depository and Monetary Control Act* de 1980.

2.1.4.1.2 F&A entre IF nos Estados Unidos após 1980

A década de 1980, como já afirmado anteriormente é a década que marca o mercado financeiro dos Estados Unidos pelo início de sua desregulamentação. Justamente esse “afrouxamento” de restrições regulatórias deu oportunidade para que o fenômeno das F&A entre instituições financeiras no país voltasse a crescer. As alterações das normas que regulavam esse tipo de instituição não viriam antecipadamente às necessidades do mercado, mas sim como necessidade de cobrir os prejuízos causados pela quantidade alta de restrições presentes nas décadas de 1960 e 1970. Desde 1933 a regulação do sistema financeiro americano tornou-se cada vez mais rigorosa em F&A quanto à política antitruste e quanto ao atendimento de necessidades de interesse público. Antes da década de 1980, a proibição com relação a transações de F&A entre bancos de diferentes estados era extremamente rigorosa (BENSTON; HUNTER; WALL, 1995). Em 1980 é aprovada a *The Depository and Monetary Control Act*, ou como é popularmente chamada, *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, por tratar-se de um marco da desregulamentação do mercado financeiro, especialmente instituições depositárias. Em seguida, a *Depository Institutions Act* de 1982 (*Garn-St. Germain Act*) aprovada, teve como ponto principal a introdução da possibilidade da realização de F&A interestaduais, e em continuidade à *IDMCA* de 1980, aumenta a abrangência de instituições de poupança (*Thriffs*) para a concessão de empréstimos e emissão de cartões de créditos, por exemplo.

Outra legislação em prol da desregulamentação aprovada na década, que impactou o futuro das F&A foi a *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act* de 1989, que permitiu F&A entre Bancos Comerciais e os chamados *Thriffs* (instituições menores voltadas à captação de poupança e empréstimo pessoalmente à pessoa física). Já na década de 1990, a *Riegle-Neal Interstate Banking & Branching Efficiency Act* de 1994 permitia que fortes conglomerados financeiros pudessem adquirir bancos em outros estados desde que tivessem mais de cinco anos de fundação e que a combinação resultante desse processo de Fusão ou Aquisição não resultasse num controle de depósitos superior a 30% do mercado estadual ou 10% dos depósitos nacionais. No último ano da década é aprovada a *The Gramm-*

Leach-Bliley Financial Modernization Act de 1999, que de forma geral libera todas as restrições antes impostas pelas leis vigentes. Essa lei que refuta alguns aspectos da *Glass-Steagall Act* de 1933, autorizou F&A entre bancos e instituições de poupança e empréstimo e facilita o acesso a fundos federais por instituições financeiras menores. No entanto, aperta restrições contra a privacidade de consumidores e sobre seu patrimônio e proíbe a compra de instituições financeiras por instituições não financeiras.

Devido às mudanças frequentes da regulação sobre o mercado bancário, o período compreendido entre 1984 e 1998, mostra-se a crescente ocorrência de F&A entre instituições financeiras no país. Como previsto por Boyle e Piette (1986), a onda iniciada em 1983 entre os bancos se prolongaria até 1987, quando o país atinge um número de transações de 649 no ano. A partir de 1988, o número de operações mantém-se estável entre 345 e 468 ocorrências, até quando em 1998 mostra-se impulsionado para a faixa de 518 operações naquele ano, mostrando claramente que o número de transações acompanhou a recuperação econômica do país que passou por instabilidades nas décadas anteriores.

A partir do ano 2000, o setor bancário mantém o ritmo alcançado a partir da década de 1990. A legislação deste setor teve sido alterado muito intensamente no período de 1980 a 2003, período em que o número de instituições financeiras passa de aproximadamente 16 mil para aproximadamente 8 mil no país. Ratificando o que os autores citados acima afirmam, são vistas comumente na literatura afirmações no sentido de que esse movimento foi ocasionado devido às mudanças tecnológicas e à desregulamentação iniciados ainda na década de 1970, após as constantes discussões das autoridades a respeito.

TABELA 2.11 - AQUISIÇÕES ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NOS ESTADOS UNIDOS (1984-1998)

<i>Ano</i>	<i>Número de Transações</i>	<i>Evolução Anual (%)</i>
1984	441	-
1985	475	8%
1986	573	21%
1987	649	13%
1988	468	-28%
1989	350	-25%
1990	365	4%
1991	345	-5%
1992	401	16%
1993	436	9%

Continua

Conclusão

1994	446	2%
1995	345	-23%
1996	392	14%
1997	384	-2%
1998	518	35%
Total	7.985	

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Federal Reserve (2013).

De 2000 a 2010, a atividade em F&A bancárias nos Estados Unidos, caracterizada por ter permanecido razoavelmente estável, com exceção, segundo o Segundo o Federal Reserve através de Adams (2012), do período após a ocorrência da crise financeira de 2007 a 2009, em que foi observada redução do número de transações, sendo que uma característica ímpar surgiu no período, a de frequente aquisição de instituições falidas. Assim, o organismo previa que movimento de F&A no país tenderia a continuar relativamente estável nos próximos períodos. A *Dodd-Frank Act*¹² de 2010, importante legislação que surgiu após a crise financeira de 2008, introduziu alguns controles e dificuldades às F&A de grandes instituições financeiras, uma das formas que encontrou para proteção dos consumidores. Desta vez, para a aprovação da lei, o ponto central da discussão foi diferente do período de 1960 a 1970, tendo sido a falta de regulamentação no setor o principal fato que possibilitou às instituições financeiras a atuação com demasiada liberdade, incluindo a utilização de ferramentas e artifícios que acabaram por levá-las a problemas de liquidez e à falência.

TABELA 2.12 - F&A BANCÁRIAS NOS ESTADOS UNIDOS (2000-2010)

<i>Ano</i>	<i>Quantidade de Transações (T)</i>	<i>Var (T)</i>	<i>Ativos Adq. (A) (US\$ mi)</i>	<i>Var (A)</i>	<i>Depósitos Adq. (D) (US\$ mi)</i>	<i>Var (D)</i>	<i>Agências Adq. (B)</i>	<i>Var (B)</i>
Todos	2.403		4.099.498.050		2.588.517.311		41.615	
2000	257		180.890.307		98.344.720		2.837	
2001	235	-9%	334.344.324	85%	219.787.415	123%	4.649	64%
2002	204	-13%	149.684.286	-55%	87.308.313	-60%	1.747	-62%
2003	203	0%	91.381.062	-39%	67.877.014	-22%	1.776	2%
2004	259	28%	818.124.982	795%	488.711.932	620%	8.496	378%

Continua

Conclusão

¹² O *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* foi assinado em 2010 pelo Presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, como medida de estreitamento da regulação sobre as instituições financeiras. Segundo o Senado Norte- Americano (2013), esta regulação foi proposta devido à crise de 2008 ter sido até mais intensa que a Grande Depressão de 1930, em que houve muito desemprego e problemas sociais. O controle sobre as instituições financeiras seria necessário para proteger em primeiro lugar as pessoas com relação ao seu patrimônio, as quais devem sentir-se confortáveis em depositar seus valores em instituições transparentes.

2005	207	-20%	117.181.125	-86%	82.993.846	-83%	1.972	-77%
2006	256	24%	315.090.507	169%	188.070.266	127%	2.857	45%
2007	249	-3%	359.087.886	14%	227.620.907	21%	3.319	16%
2008	195	-22%	1.370.605.745	282%	855.540.691	276%	9.670	191%
2009	158	-19%	257.490.686	-81%	186.321.236	-78%	2.831	-71%
2010	180	14%	105.617.140	-59%	85.940.971	-54%	1.461	-48%

Fonte: Adaptado de Federal Reserve (ADAMS, 2012, p. 18).

Embora o movimento de F&A entre bancos nos Estados Unidos tenha sido considerado como estável na década de 2000, pode-se observar que houve uma sensível queda no número de negócios realizados quando comparados o início e o final da série observada. Em 2000 foram concluídos 257 negócios e em 2010 apenas 180, o que implica uma queda de aproximadamente 30% na quantidade de eventos. Quando observados os ativos negociados e o número de pontos-de-atendimento, a queda é ainda mais intensa: aproximadamente para o volume de ativos negociados e 49% para as agências bancárias. Porém quando observado o número de transações após a crise financeira de 2008, percebe-se que no ano de 2010 há uma recuperação do nível de atividade perdido em 2009, situação em que se observa a aquisição de instituições em situação de solvência. Nota-se também que o ano de 2008 é o ano que apresenta o maior volume de ativos transferidos entre instituições, fato que corrobora a declaração do Federal Reserve, de que o ano teria sido caracterizado pela transferência de controle de instituições financeiras em difíceis situações de insolvência.

O ano de 2011 foi um ano de recuperação para a o setor financeiro dos Estados Unidos, muito dificultada pela crise intensificada na zona do Euro e pelas mudanças de regulação impostas no ano de 2010, como a *Dodd-Frank Act* e até mesmo impactos sofridos pelo Acordo de Basiléia III¹³. Foram realizadas apenas 149 operações de F&A no país no ano, o que confere ao período uma queda de aproximadamente 11% em relação ao ano anterior. Porém o ano de 2012 inicia-se com um trimestre forte em atividade de F&A bancárias. Ao primeiro quarto do ano foi conferido o número de 55 transações, valor 57% maior que o verificado no mesmo período de 2011, mostrando recuperação da atividade no setor. Ao final do ano, tinham sido concluídas 236 operações no país, maior quantidade da série desde 2008. Os últimos dados de 2013 mostram que entre as instituições financeiras já haviam sido realizadas até junho desse ano 100 operações, mantendo a atividade abaixo dos padrões verificados em 2012, implicando projeção de nova queda até o final do período (o movimento observado no primeiro semestre de 2013 é inferior ao movimento observado no

¹³ O Comitê de Basiléia III em 2010 aprova a revisão dos acordos anteriores (Basiléia II) e introdução de novas normas de regulação das instituições financeiras (PINTO, 2011, p. 3).

primeiro semestre de 2012 inclusive). Devido a este desempenho previsto em 2013, analistas não se arriscavam a dizer que o aquecimento do número de F&A nos Estados Unidos em 2012 pudesse ser sinal de começo de uma nova onda de F&A no país.

2.1.4.2 F&A entre Instituições Financeiras na Europa

As principais motivações para a consolidação do setor financeiro no período anterior ao ano de 2002, segundo Amel et al. (2004), Sapir e Wolff (2013) seriam comuns entre a maioria dos países europeus. Teriam sido as mudanças feitas em regulação e tecnologia os principais responsáveis pela procura de eficiência das instituições financeiras. Esta busca por eficiência e maior competitividade é o que propiciou a alavancagem dos fenômenos de F&A, em que o compartilhamento de estruturas foi buscado como forma de obtenção de ganhos de eficiência.

Na Europa, o número de instituições financeiras tem sido reduzido constantemente em virtude do fenômeno das F&A. De aproximadamente 12 mil no fim da década de 1990, eram aproximadamente sete mil no final de 2004. Ainda, entre 2004 e fevereiro de 2013, este número chegou a 5.998, mostrando que instituições continuam buscando associações visando melhores condições de competitividade (BOTIS, 2013). Essa redução drástica do número de instituições financeiras tem sido observada na maioria dos países do continente. Na Alemanha, por exemplo, que é o maior mercado bancário da Europa, o número de instituições de crédito foi reduzido a uma taxa de 35% de 1997 a 2008 (KOETTER, 2008, p. 232). Para Asimakopoulos e Athanasoglou (2009), grande parte da década de 1990 observou predominância de transações domésticas entre as F&A de instituições financeiras, tendo iniciado após 1998:

Durante a década de 1990, um número limitado de F&A cross-border ocorreu nos países europeus a partir do momento em que os bancos desses países começaram a estar mais interessados em expandir suas fronteiras especialmente para os países do leste europeu, somente a partir de 1998-1999. Ademais, durante essa década, a maioria (cerca de 80%) das F&A bancárias ocorreram em quatro estados-membro, a Alemanha, Itália, França e Áustria e envolveu bancos pequenos ou muito pequenos, que tiveram de se adequar em termos de tamanho para sobrevivência. O número crescente de negociações entre bancos grandes envolveu necessidades de reposicionamento estratégico e formação de conglomerados. (ASIMAKOPOULOS; ATHANASOGLU, 2009, p. 2, tradução nossa).

A tabela 2.35 mostra a evolução do número de instituições financeiras de alguns países da Europa, especificamente o fato de que em sete anos o conjunto de países perdeu aproximadamente sete mil bancos em virtude das F&A, confirmando a consolidação no continente como uma das características mais fortes daquela década de 1990.

TABELA 2.13 - NÚMERO DE BANCOS EM PAÍSES DA UNIÃO EUROPEIA (1980-1999)

<i>País</i>	<i>1980</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Bélgica		115	119	121	150	147	143	140	131	119	117
França		1981	1823	1701	1635	1618	1453	1404	1288	1242	
Alemanha		4719	4460	4200	4038	3872	3784	3674	3577	3403	3167
Itália		379	368	351	335	284	271	264	255	248	239
Holanda	198	180	173	177	175	173	174	172	169	162	169
Espanha		27	323	319	316	316	318	313	307		
Suécia	598	498	450	108	109	112	116	124	124	126	
Suíça		457	444	434	419	393	382	370	360		
Reino Unido	346	507	491	469	462	458	484	467	468	448	418
Total Grupo¹⁴		8863	8651	7880	7639	7373	7125	6928	6679		

Fonte: OCDE- *Group of Ten* (2001), adaptado pelo autor.

Portanto, a consolidação bancária na Europa é resultado do processo ativo de F&A. Segundo Botis (2013), apresentando um panorama geral da atividade de F&A até o ano de 2013, verificou a queda de seu nível nos últimos anos, no entanto apostando na reversão dessa tendência para os próximos anos. Para a autora, “o valor das F&A realizadas em 2012 foi de US\$ 200 bilhões, 8,7% abaixo em relação ao ano anterior, mas analistas estimam que em 2013 esse número possa voltar a crescer, embora os bancos estejam ainda cautelosos” (BOTIS 2013, p. 119, tradução nossa).

As F&A na Europa tomaram proporções maiores na década de 1990. O número de transações foi intensificado significativamente após a implantação da Zona do Euro em 1999. Ao passo que as F&A do setor bancário no principal mercado financeiro internacional- Estados Unidos- intensificaram-se a partir da década de 1980 por ocasião de ajustes em sua regulamentação, esse movimento é aquecido na Europa justamente pela integração dos mercados financeiros dos países europeus, e da introdução do Euro como moeda comum. Nesse sentido, reforça Pujals (2005), ao considerar o início de onda de F&A bancárias a partir da década de 1990 no continente europeu. Mas, segundo o autor, apesar de a década de 1990

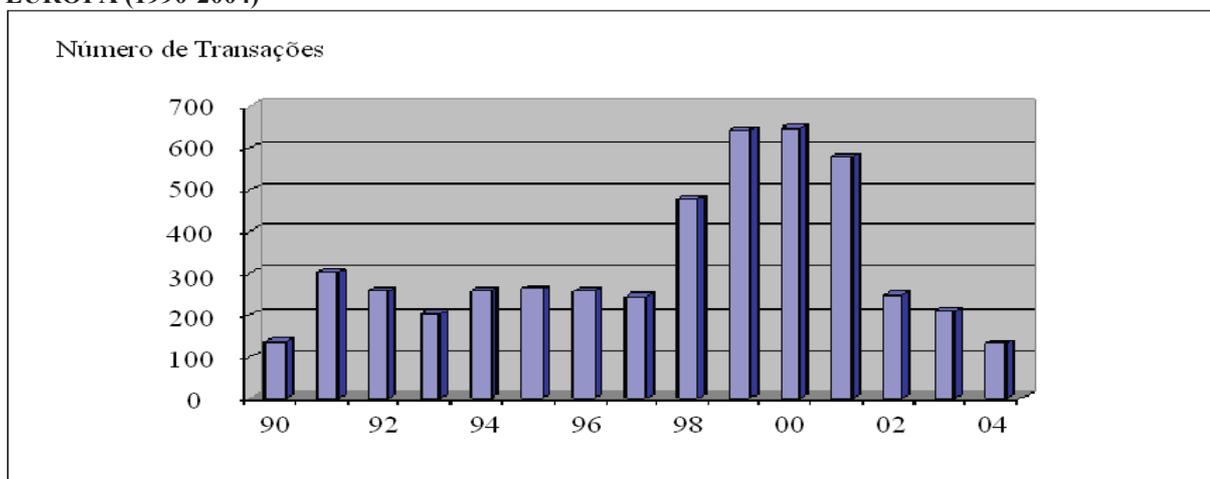
¹⁴ Excluídos os anos de 1980, 1998 e 1999 dos totais comparáveis por não serem apresentados os valores para todos os países do grupo. Portanto, considera-se para efeitos de análise e conclusões, o período de 1990 a 1997.

ser aquela que trouxe atividade intensa às F&A no continente, já a partir do ano 2000 é iniciada desaceleração da quantidade de transações.

Calomiris (1999) apud Azofra, Olalla e Olmo (2007, p. 274-275) complementarmente, coloca que as F&A bancárias tem sido um dos principais fenômenos mundiais dos últimos tempos, que iniciado sempre nos Estados Unidos, rapidamente torna-se tendência em países desenvolvidos, como os países europeus. O movimento da década de 1990 na Europa teria iniciado também por consequência de reflexos da onda iniciada na América ainda nos anos 1980, além das próprias mudanças pelas quais o próprio continente europeu passava.

Com relação à ligação entre a desregulamentação e a ocorrência das F&A, foco de nossa pesquisa, a eliminação efetiva em 1992, das barreiras ao movimento da força de trabalho, bens, serviços e capital (livre circulação de pessoas, bens e serviços), a implantação da posterior Segunda Diretiva de Coordenação Bancária e, mais recentemente, a introdução do Euro, tornaram a região europeia um ambiente muito mais competitivo e dinâmico. (CALOMIRIS, 1999 apud AZOFRA; OLALLA; OLMO, 2007, p. 274- 275, tradução nossa).

FIGURA 2.7 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE F&A ENTRE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO NA EUROPA (1990-2004)



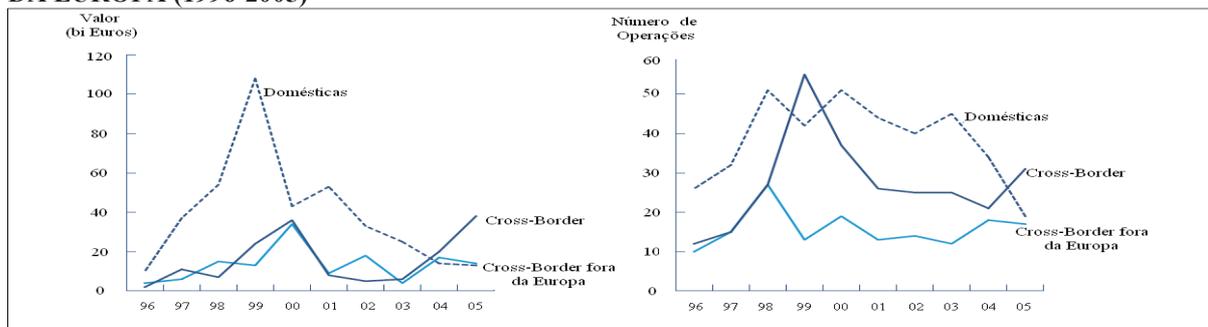
Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Azofra, Olalla e Olmo (2007).

Na análise da figura 2.26, percebe-se o impacto da implantação do Euro em 1999 e em 2002 (em 1999 por ser introduzida a nova moeda escrituralmente e em 2002 pela circulação de papel moeda entre os países-membros) sobre o número de F&A na Europa. O movimento relativamente estável até 1998 é alterado substancialmente em 1999, ficando evidente o crescimento das transações *cross-border* dentro da Europa com redução de atividade e estabilização a partir do ano 2000. Em 2001 é publicado pelo *Group of Ten*,

relatório de consolidação no setor financeiro, que descreve os impactos da consolidação bancária sobre a comunidade europeia, o qual também mostra ainda um grande mercado para as F&A na Europa por ser explorado.

O período pós-2001 é marcado na Europa pela queda na atividade de F&A bancárias, assim como em outros setores da economia. Em 2001, o continente sofre inevitável impacto do evento ocorrido nos Estados Unidos em 11 de setembro e das quebras de bolsas (Bolha da Internet). Essa década marcou os países europeus com crescimento abaixo do esperado, assim como ocorreu em países da Ásia e América Latina, por exemplo. O impacto desse baixo crescimento sobre o volume de F&A é direto, sendo que somente por volta de 2006 o continente europeu registra mesmo nível de atividade do período pré-2001, em que as operações de F&A mostram ligeira evolução, até quando novamente são interrompidas em 2008 por ocasião da crise financeira americana que se alastrou pelos principais mercados financeiros mundiais. Importante ressaltar que em 2004, novas normas do Acordo de Basileia II fizeram com que instituições financeiras procurassem adequação de capital no intuito da redução de riscos, acontecimento que estimulou muitas instituições a se unirem por meio de F&A (FIGUEIRA; NELLIS; PARKER, 2009, p. 876).

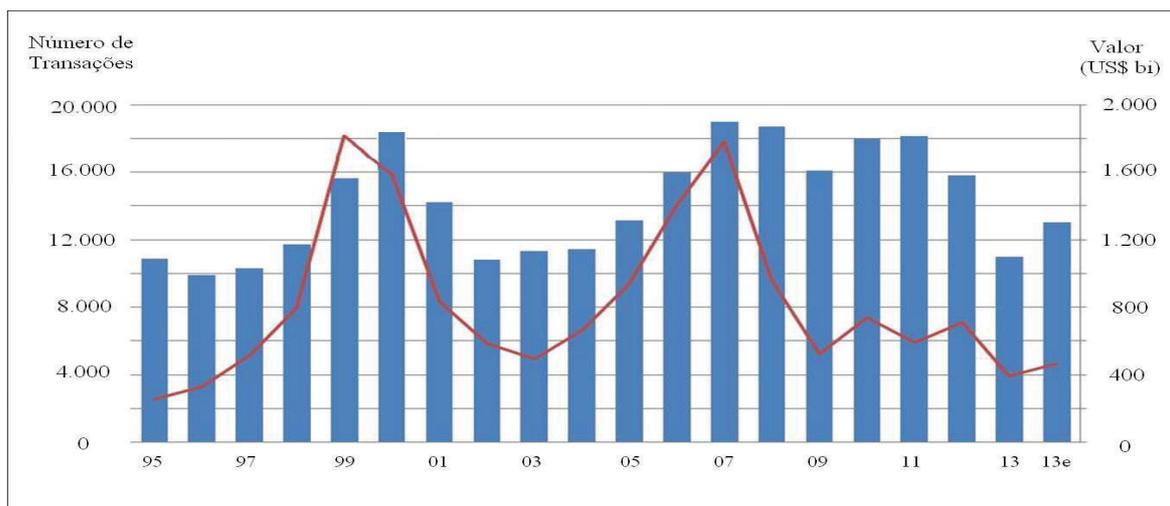
FIGURA 2.8 - FUSÕES E AQUISIÇÕES DOMÉSTICAS VS. *CROSS-BORDER* NA EUROPA E FORA DA EUROPA (1996-2005)



Fonte: PwC (2006), traduzido pelo autor.

FIGURA 2.9 - FUSÕES E AQUISIÇÕES BANCÁRIAS NA EUROPA (1995 A 2013¹⁵)

¹⁵ Dados reais até 4 de novembro de 2013. Devido à ausência de dados concretos para o final do ano, são apresentadas as projeções em “13e”.



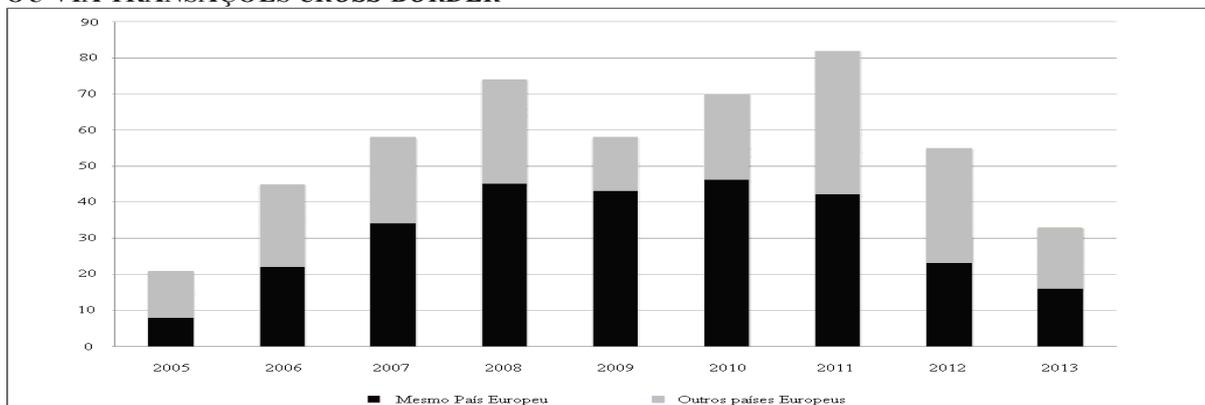
Fonte: IMAA (2013), traduzido pelo autor.

Apesar da queda do número de transações observada no período após 1999 e depois após a crise financeira de 2008, Ekkayokkaya, Holmes e Paudyal (2009) afirmam que o setor financeiro da Europa hoje em dia é intensamente internacionalizado e cada vez mais caminha a uma consolidação via transações de F&A. Após a queda da atividade de F&A entre IF na Europa a partir de 2008, como pode ser observado na figura 2.27, ainda nos anos 2010 e 2011 o continente contempla a realização de em média 18.000 transações por ano. Já em 2012, o número continua a cair, atingindo uma marca de pouco menos de 16.000 operações, e no ano de 2013, até início de novembro, haviam sido registradas aproximadamente 11.000 F&A entre IF, demonstrando grande declínio em relação ao ano de 2007, de pelo menos 42% em um período menor que seis anos. Se analisados os valores envolvidos, após a crise de 2008 o continente europeu demonstra uma redução ainda mais dramática do movimento, com uma queda de pouco mais de US\$ 1,4 trilhão transacionados entre os valores observados em 2007 e em 2013, implicando retração de 77% quando comparados os referidos anos.

Embora a cooperação entre países e instituições tivesse colaborado para evitar o colapso do sistema financeiro da Europa, a década de 2010 inicia-se também em grave crise no continente, o que levou aos Governos a adotarem medidas que evitassem a intensidade da prevista retração. Mesmo assim no ano seguinte países menos desenvolvidos começam a mostrar sinais de fragilidade financeira. Em 2012 foram aprovadas leis em Parlamento que visaram regular mais fortemente a utilização de derivativos por instituições financeiras, por acreditar-se que este tenha sido o motivo da crise internacional, iniciada em 2008, da qual ainda os países não tinham se recuperado (UNIÃO EUROPEIA, 2013). Desta maneira, desde

o início da década de 2000, o continente europeu experimentou crescimentos e recessões na atividade de F&A em instituições financeiras.

FIGURA 2.10 - NÚMERO DE BANCOS EUROPEUS COMPRADOS POR BANCOS DO MESMO PAÍS OU VIA TRANSAÇÕES *CROSS-BORDER*



Fonte: Sapir e Wolff (2013, p.4), adaptado pelo autor.

Nos últimos anos, as transações que eram realizadas quase na totalidade domesticamente ou dentro da zona do Euro, passaram a ter representatividade daquelas transações realizadas com bancos de fora da zona, em ambas as situações: sendo os bancos europeus os adquirentes ou mesmo adquiridos (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2008). A internacionalização dos bancos da Europa é uma tendência segundo Sapir e Wolff (2013), que estudaram as transformações recentes do mercado bancário da região e afirmam que o mercado financeiro europeu e outros mercados financeiros internacionais tiveram seu crescimento similar ao crescimento dos respectivos PIB, e nos últimos anos. Nota-se que nos últimos anos os ativos e passivos estão cada vez mais internacionalizados dentro do continente (esse fenômeno cresceu mais de 600% em relação ao crescimento do PIB médio da zona do Euro). No Reino Unido, o entrelaçamento das instituições financeiras com instituições estrangeiras cresceu mais de 1.000% em relação ao crescimento do PIB do país (SAPIR; WOLFF, 2013, p.3).

TABELA 2.14 - CONCENTRAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS POR PAÍS DA ZONA DO EURO (2013)

<i>País</i>	<i>Instituições Financeiras</i>	<i>Ranking</i>	<i>Participação no Total</i>
-------------	---------------------------------	----------------	------------------------------

<i>País</i>	<i>Instituições Financeiras</i>	<i>Ranking</i>	<i>Participação no Total</i>
Alemanha	1.886	1	31,44%
Áustria	749	2	12,49%
Itália	710	3	11,84%
França	633	4	10,55%
Irlanda	469	5	7,82%
Finlândia	323	6	5,39%
Espanha	302	7	5,04%
Holanda	262	8	4,37%
Portugal	150	9	2,50%
Luxemburgo	140	10	2,33%
Chipre	135	11	2,25%
Bélgica	104	12	1,73%
Grécia	52	13	0,87%
Estônia	34	14	0,57%
Eslováquia	28	15	0,47%
Malta	27	16	0,45%
Eslovênia	23	17	0,38%
<i>Zona do Euro</i>	<i>5.998</i>		

Fonte: Banco Central Europeu (2013).

2.1.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS- IMPACTOS DAS F&A NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

O presente estudo tem como objetivo a detecção de possíveis ganhos de eficiência gerados através de transações de F&A envolvendo instituições financeiras brasileiras. Desta forma, antes da investigação empírica, faz-se importante o levantamento bibliográfico sobre o tema em âmbito internacional. Esta seção será dedicada à apresentação de estudos que tiveram como objetivo analisar os impactos dos eventos de F&A entre IF em todo o mundo, independentemente da natureza desses impactos, sejam sobre a eficiência, sobre a riqueza dos acionistas, sobre lucratividade, entre outros possíveis focos, sendo priorizadas as publicações de trabalhos que mostram evidências empíricas do que ocorreu nos maiores mercados financeiros mundiais, os Estados Unidos e Europa, sem prejuízo de algumas observações em outros continentes. Os estudos elaborados com base na realidade brasileira serão apresentados mais à diante.

2.1.5.1 Evidências Empíricas dos Impactos das F&A em IFs- Estados Unidos

A literatura sobre Fusões e Aquisições nos Estados Unidos é vasta. O surgimento das ondas neste país lhe confere a possibilidade de ter testemunhado diferentes épocas e diferentes fatores motivadores para a ocorrência deste fenômeno ao longo da história. O quadro abaixo

traz estudos voltados à análise de desempenho de empresas do setor financeiro após terem passado por processos de F&A nos Estados Unidos desde 1966.

TABELA 2.15 - ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE IMPACTO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EM IFS NOS ESTADOS UNIDOS

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Conclusões</i>
Cohen e Reid	1966	116 F&A entre instituições financeiras dos Estados Unidos	pueram afirmar que os parâmetros de crescimento dos grandes bancos envolvidos em F&A tiveram forte influência dos eventos
Smith	1971	entre bancos ocorridos numa região dos Estados Unidos (1960 a 1965)	médias de indicadores das instituições para o período pós-fusão foram consideradas iguais às do período pré-fusão
Staff, Davidson III e McDonald	1986	nove dos maiores 20 bancos do Texas- Estados Unidos (1978 a 1983)	<i>CAR- Cumulative Abnormal Returns</i> não foram significantes
Neely	1987	26 aquisições bancárias	baixos retornos anormais são observados tanto para adquirentes quanto para adquiridos
Porth	1992	fusões horizontais nos Estados Unidos (1971 a 1984)	fusões ocorridas no período não implicaram melhorias na eficiência das empresas em termos de lucro
Peristani	1997	bancos americanos (1980 a 1990)	as fusões ocorridas implicaram ganhos significativos de eficiência para as instituições financeiras envolvidas, no entanto, para a eficiência de escala nas instituições adquirentes houve queda altamente significativa de Eficiência-X (em <i>Bank Holding Companies</i>)
Akhavain, Berger e Humpfrey	1997	<i>megamergers</i> nos Estados Unidos (anos 80)	fusões puderam melhorar lucros de bancos fundidos através da melhoria da eficiência dos custos
Kane	2000	bancos americanos (1991 a 1998)	(a) preços das ações das instituições adquirentes não foram afetados ou caíram após os anúncios de F&A; (b) os bancos gigantes dos Estados Unidos ganham valor ao se tornarem ainda maiores, ganhando mais valor quando absorvem um concorrente do mesmo estado
DeLong e DeYoung	2007	216 grandes instituições financeiras (1987 a 1999)	refutada a existência de ganhos de performance no período pós-transação
Knapp, Gart e Chaudhry	2006	<i>holdings</i> financeiras (1987 a 1998)	(a) as transações geraram perdas em termos de lucratividade, tendo havido também queda na variável de qualidade do crédito; (b) mudanças em receita de tarifas foram correlacionadas com as mudanças nos retornos obtidos, porém não foi significante num modelo de regressão
Cornett, McNutt e Tehranian	2006	134 transações década de 1990	a performance operacional de longo prazo das instituições e outras medidas de lucratividade são melhoradas no pós-fusão bancária
Gleason, Mathur e Wiggins III	2006	233 aquisições e 226 <i>joint ventures</i>	(a) no longo prazo essas transações internacionais podem gerar ganho de valor aos shareholders; (b) aquisições mostraram-se impactantes sobre a existência de retornos anormais, especialmente naquelas em que houve expansão para mercados emergentes.

Continua

Conclusão

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Conclusões</i>
Weiguo e Ming	2008	bancos americanos e chineses (1999 a 2006)	(a) há mais impacto das F&A em bancos chineses que em bancos americanos; (b) em bancos chineses, foi notada em grande parte dos casos manutenção de performance operacional ou melhoria da mesma, tendo apenas uma das instituições apresentado piora de desempenho em mais de um período analisado
Al-Sharkas, Hassan e Lawrence	2008	440 fusões	tiveram melhoria significativa do valor das ações enquanto empresas-alvo
Al- Sharkas, Hassan e Lawrence	2008	bancos americanos e chineses (1999 a 2006)	instituições mostraram-se mais eficientes quanto a custos e receitas
Fraser e Zhang	2009	bancos americanos (1980 a 2001)	evidências encontradas foram uma melhor alocação de força de trabalho e a manutenção do nível de perdas por default em operações de crédito
Hagendorff e Keasey	2009	bancos americanos e europeus	(a) encontram evidências de que bancos europeus mostram melhorias significantes de níveis de custos no período de três anos após as transações; (b) bancos americanos possuíram a característica de aumento de receitas de juros e receitas não vinculadas a juros
Bendeck e Walter	2011	bancos americanos e europeus	(a) empresas-alvo tiveram retornos anormais ocasionados pelas transações de F&A, ao passo que o valor das ações dos bancos adquirentes é reduzido quando esses já atuam no mercado do banco-alvo anteriormente à transação; (b) houve ganhos anormais por parte da concorrência no anúncio das aquisições
Dilshad	2013	18 eventos de F&A nos Estados Unidos (2001 a 2010)	(a) os resultados deste estudo mostraram que F&A no setor bancário tendem a ser positivas para os adquirentes para um período curto de tempo; (b) Também retrata que os bancos-alvo apresentaram retornos anormais significativos no dia do anúncio da fusão, porém mostra que o desempenho dos bancos adquiridos não melhorou depois das transações
Meisel	2013	bancos americanos (1993 a 1997)	os bancos que participaram de F&A incrementaram ganhos, especialmente propiciando maiores valorizações para os <i>shareholders</i> no período pós-transação

Fonte: Elaborado pelo Autor.

2.1.5.2 Evidências Empíricas do Impacto de F&A em IFs- Europa

O continente europeu, ainda que participante da quarta à sexta ondas de F&A mundiais, iniciou-se mais fortemente no movimento mundial de F&A a partir da década de 1980, diferentemente dos Estados Unidos, país que no início do século XX já possuía até mesmo publicações de estudos sobre os impactos desses eventos sobre as empresas e o mercado onde atuavam. Sobre a literatura disponível e sobre o estudo das F&A europeias, Beitel e Schiereck (2001) afirmam:

F&A entre instituições bancárias de qualquer tipo têm sido quase que exclusivamente estudadas por mais de 20 anos nos Estados Unidos. Uma amostra de mais de 100 estudos relacionados a bancos mostra que mais de 85% dos trabalhos cobrem os Estados Unidos. Pouca pesquisa contribuiu para o entendimento das F&A na Europa. (BEITEL; SCHIERECK, 2001, p. 4, tradução nossa).

Naturalmente a grande maioria dos estudos por volta de 2001, ainda era voltada à descrição da realidade norte-americana. O setor financeiro dos Estados Unidos sempre foi um dos setores que mais impulsionaram a ocorrência de ondas de F&A no país, ocorrendo antes mesmo do período pré- guerras mundiais. Por outro lado, a Europa começa a ver a ocorrência desse tipo de fenômeno mais concretamente a partir da segunda metade da década de 1980 em vários setores, incluindo o setor financeiro, fato que pôde propiciar a investigação sobre o tema em maior escala. Por consequência, os estudos empíricos sobre F&A no setor financeiro europeu contemplados por este trabalho terão comumente ocorrido após essa década de 1980, valendo a pena ressaltar que em geral, o fenômeno existe naquele continente há praticamente 30 anos, tornando-o relativamente novo para que tenha uma base consolidada de estudos que lhe expliquem plenamente.

O panorama do mercado bancário europeu tem sentido profunda reestruturação desde a metade dos anos 1980, ainda mudando substancialmente. As mudanças foram motivadas e ainda são por um enorme progresso tecnológico, desregulamentação e integração europeias, aumento do controle por parte de shareholders, implementação da União Monetária Europeia (União Europeia), corrente globalização e crescimento da competição de dentro do setor bancário e de intermediários não-bancários. (BEITEL; SCHIERECK, 2001, p. 3, tradução nossa).

Em uma abordagem não empírica, mas prospectiva, pertinente ao tema aqui abordado, Altunbas et al. (1996) exploraram a questão da implicação da variação de custos em decorrência de F&A hipotéticas entre instituições financeiras na Europa. Os autores, às vésperas do início do Euro no continente em 1999, estariam sendo motivados especialmente pelas informações veiculadas de que reduções de custo poderiam ser esperadas após a implementação do *EU's Single Market Programme* (Mercado Comum) para instituições financeiras em F&A *cross-border*. Resultados variados foram obtidos através das simulações aplicadas, desde a redução extrema de custos observada em possíveis associações entre bancos alemães e italianos, até o aumento substancial de custos como foi o caso de transações entre bancos franceses e alemães. Devido aos resultados ambíguos encontrados entre as diversas previsões realizadas, e sua respectiva potencialidade (de redução ou aumento extremos de custos), como conclusão de seu trabalho, os autores recomendaram que os grandes bancos procurassem parceiros estratégicos para F&A com cuidado redobrado.

Pode ser notada, assim como na literatura sobre fusões e aquisições nos Estados Unidos, grande variedade de resultados. Na tabela a seguir são apresentados alguns estudos empíricos para o caso europeu.

TABELA 2.16 - ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE IMPACTO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EM IFS NA EUROPA

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Conclusões</i>
Beitel e Schiereck	2001	bancos europeus (1985 a 2000)	(a) F&A impactaram positivamente sobre os valores dos ativos das empresas-alvo, não havendo retornos anormais para as empresas adquirentes; (b) para as empresas combinadas, em mais de 60% dos casos houve criação de valor (c) confirma alguns estudos prévios, de que transações europeias são geralmente criadoras de valor para os acionistas
Huizinga, Nelissen e Vander	2001	52 bancos que participaram de transações ocorridas entre 1994 e 1998	(a) os custos das instituições envolvidas tornaram-se mais eficientes; (b) o grau relativo de eficiência de lucros melhora marginalmente
Koetter	2008	bancos da Alemanha	(a) os níveis de eficiência de lucro apresentaram-se entre 1,6% e 3,3% maiores que a média dos bancos que não passaram por F&A; (b) especialmente, a mudança média da variável PE (eficiência de lucros, <i>profit efficiency</i>), foi substancialmente maior comparado com os bancos que não se fundiram
Figueira e Nellis	2009	bancos da Alemanha, França, Itália, Espanha e Reino Unido (1998 a 2004)	indicadores de eficiência foram melhorados nos períodos pós-transação
Asimakopoulos e Athanasoglou	2009	Europa (1990 a 2004)	houve criação de valor, sendo direcionada especialmente para os acionistas das empresas adquiridas
Ekkayokkaya et al.	2009	963 transações (1990 a 2004)	no período pré- Euro, os bancos adquirentes possuíam ganhos maiores nos processos de F&A, ao passo que o desenvolvimento do mercado bancário com a implantação do Euro mostrou-se negativo para os retornos de instituições adquirentes
Beccalli e Frantz	2009	714 transações na Europa (1991 a 2005)	(a) tiveram leve decaída no ROE; (b) detectada acentuada melhoria em eficiência de custos
Ismail, Davidson e Frank	2009	bancos europeus (1992 a 1997)	(a) o ROE não apresenta evidência significativa de que tenha havido mudanças na rentabilidade no período pós-evento; (b) O ROA apontou uma queda para 0,6% abaixo da média do mercado após as fusões
Clougherty e Duso	2009	bancos europeus (década 2000)	percebidos ganhos anormais aos adquirentes
Liargovas e Repousis	2010	bancos gregos (1996 a 2009)	mostram que os eventos em si não provocam qualquer impacto sobre os ganhos médios para os adquirentes nem para os adquiridos

Continua

Conclusão

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Conclusões</i>
Killic	2011	10 operações de adquirentes comprando bancos turcos	(a) as operações de F&A não impactaram a performance dos bancos no período pós-transação; (b) o grupo de instituições que passaram por F&A tiveram o mesmo patamar de crescimento que empresas que não passaram por F&A
Saqib, Bodt e Lobeze	2013	bancos europeus a partir de 2007	bancos de investimento aumentam a exposição ao risco nas transações de F&A enquanto os bancos de varejo melhoram o perfil de risco da instituição
Andries, Mehdian e Stoica	2013	bancos romenos (2004 a 2008)	identificados ganho de eficiência

Fonte: Elaborado pelo Autor.

2.1.5.3 Evidências Empíricas- Outros Países

Conforme pode ser observado, é imensa a diversidade de opiniões acerca do real impacto de F&A sobre a eficiência de instituições financeiras nos Estados Unidos e na Europa. Pesquisadores têm se dedicado à observação desses possíveis efeitos desde o início do último século e resultados de suas pesquisas tem variado de acordo com o período e com a amostra selecionada. A seguir, alguns estudos a respeito de F&A ao redor do mundo, com exceção dos Estados Unidos e Europa que já foram tratados anteriormente, e do Brasil, que possuirá uma seção própria mais adiante.

TABELA 2.17- ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE IMPACTO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EM OUTROS PAÍSES

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Conclusões</i>
Hoshino	1982	IF japonesas	foi possível diferenciar os indicadores entre os períodos observados, ou seja, as F&A impactaram nos indicadores observados para as organizações, em algumas variáveis especificamente operacionais
Hoshino e Turnbull	2002	25 instituições financeiras japonesas fusionadas no período entre 1983 e 1998	(a) há efeitos positivos das transações sobre os indicadores daquelas instituições no período posterior às F&A: despesas de pessoal, razão entre empréstimos e depósitos, as taxas de retorno depois de impostos e depósitos por agência; (b) houve efeitos negativos na relação de patrimônio líquido e também sobre o indicador de despesas correntes sobre receitas correntes
Jayadev e Sensarma	2007	mercado financeiro indiano	imediatamente após os anúncios os valores patrimoniais (equity) são reduzidos

Continua

Conclusão

Lee e Nagano	2008	Japão e Coréia do Sul	para o período posterior às transações de F&A às instituições envolvidas foi conferida melhoria de produtividade, confirmando segundo o autor, estudos prévios que utilizam uma abordagem da fronteira estocástica na análise da melhoria de produtividade de empresas do setor financeiro
Ravichandran e Alkhatlan	2010	IFs indianas e árabes	(a) o desempenho das variáveis sugere que os bancos tendam a melhorar em diversos sentidos após a concentração (F&A); (b) a questão da rentabilidade é colocada em jogo após a ocorrência de fusões
Singh	2009	bancos indianos (após o ano 2000)	F&A na Índia para aquele período não parecem de maneira geral influenciar na eficiência de custos das instituições financeiras
Oladepo	2010	Nigéria	evidências de que no mercado estudado a consolidação bancária ocasionou impactos positivos sobre a eficiência da competitividade e da intermediação financeira (atividade de captação e empréstimo)
Mejía e Del Toro	2012	instituições financeiras da Colômbia (a partir de 2000)	as medidas de rentabilidade dos bancos colombianos vêm levemente decaindo após a intensa dessa consolidação
Sinha, Kaushik e Chaudhary	2010	mercado financeiro indiano (2000 a 2008)	(a) que as empresas envolvidas em F&A tiveram gerado valor, inclusive mostrando melhorias em lucros antes de impostos; (b) é notado que em 64% das ocasiões houve mudanças negativas na razão de dívidas sobre patrimônio dos bancos após as operações
Joshua	2011	21 instituições nigerianas	mostraram mais eficientes financeiramente no período pós-transação que no período pré-transação
Oghojafor e Adebisi	2012	cinco instituições financeiras nigerianas (2005)	indicadores Capital e Lucro demonstraram diferentes estatisticamente e incrivelmente superiores nos períodos pós-transação
Shobhana e Deepa	2012	Índia (1991 a 2005)	em três dos seis casos analisados houve geração de riqueza, em dois houve queda dos valores e em um caso não foi impactado pelo anúncio da Fusão ou Aquisição
Shah e Deo	2013	17 eventos na Índia	(a) os anúncios de F&A não impactaram nos valores dos ativos das empresas adquirentes; (b) para as empresas adquiridas, em todas as situações foram observados retornos anormais positivos
Lee, Liang e Huang	2013	49 instituições financeiras de Taiwan (1994 e 2008)	as F&A não podem incrementar imediatamente após o seu acontecimento a eficiência operacional do banco adquirente
Reedy	2013	Índia	o impacto da Fusão sobre o valor para os <i>shareholders</i> não foi afetado negativamente

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Diferentes realidades vêm sendo observadas, diferentes métodos de análise têm sido empregados, mas devido esses acontecimentos serem relativamente recentes na história (pouco mais de cem anos) não existe uma base sólida de estudos empíricos e conclusões num

mesmo sentido, que permitam generalizações sobre esse fenômeno através da construção de uma teoria bem definida.

Após a descrição dos principais acontecimentos no setor financeiro internacional e suas relações com a ocorrência e as características das F&A entre empresas desse setor (especialmente nos principais mercados financeiros do mundo como os Estados Unidos e a Europa), é importante a realização do levantamento do histórico do mercado financeiro brasileiro, mercado que teve seus principais acontecimentos e mudanças ocorridos a partir da década de 1980, com o fim do Regime Militar.

2.2 HISTÓRICO DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO (SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL- SFN)

A presente seção tem como objetivo a contextualização do fenômeno de F&A entre instituições financeiras no Brasil, especialmente com relação aos fatos ocorridos na economia e no sistema financeiro nacional.

O Sistema Financeiro Nacional- SFN terá aqui o tratamento de sua evolução em termos de composição e regulação feito sob uma abordagem histórica. Para melhor compreensão dos principais acontecimentos do mercado financeiro brasileiro ao longo da história, é adotada uma divisão da história do país em quatro períodos distintos: pré-1964 (reforma financeira), de 1964 a 1976 (entre a reforma financeira e criação da CVM), de 1976 a 1994 (entre criação da CVM e Plano Real) e de 1994 a 2013 (pós-Plano Real). A referida divisão se justifica pelo fato de que os quatro períodos apresentam características distintas quanto à evolução do Sistema Financeiro Nacional, em que determinadas fases foram favoráveis à expansão do número de instituições financeiras e outras fases propícias à sua retração.

2.2.1 ORGANIZAÇÃO E ESTRUTURA ATUAIS DO SFN

Atualmente, as instituições pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional são divididas em três grandes categorias, sendo que cada grupo é vinculado a um sistema normativo representado por um organismo máximo, denominado Órgão Normativo. Os Três

Órgãos Normativos vinculados ao SFN são: (a) *Conselho Monetário Nacional- CMN*; (b) *Conselho Nacional de Seguros Privados- CNSP*; e (c) *Conselho Nacional de Previdência Complementar- CNPC*.

Atuando no controle das instituições vinculadas aos três órgãos normativos, são constituídas Entidades Supervisoras, respectivamente:

(a) *Banco Central do Brasil (BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*: supervisionam o funcionamento de instituições financeiras captadoras de depósitos à vista e outras instituições financeiras, bancos de câmbio e outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros, bolsas de mercadorias e futuros e bolsas de valores (cada qual em sua competência);

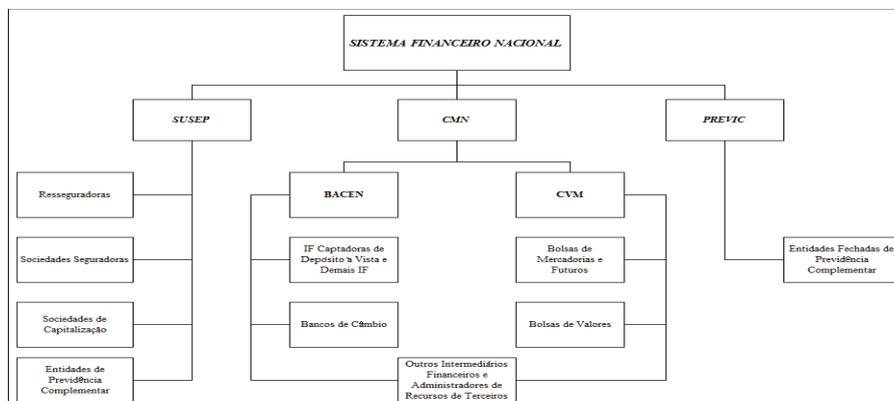
(b) *Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)*: supervisiona o funcionamento de resseguradores, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar;

(c) *Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)*: supervisiona exclusivamente entidades fechadas de previdência complementar, ou seja, fundos de pensão.

Pela delimitação adotada no presente trabalho, em que são observados eventos em instituições financeiras que passaram por F&A no país, estas sendo supervisionadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), não serão abordadas aqui, questões que envolvam os outros Órgãos Normativos que não sejam o Conselho Monetário Nacional (CMN) identificado acima pela letra (a).

Desta forma, será realizada abaixo uma breve contextualização sobre as funções de cada Entidade Supervisora, e em seguida o levantamento de alguns números atuais sobre o SFN, os quais mostram que o país passa por um momento que muitos pesquisadores consideram de alta concentração do sistema financeiro, que por sua vez teria sido possibilitada através de processos de F&A, objeto de estudo deste trabalho.

FIGURA 2.11 - ORGANOGRAMA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL- SFN



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em BACEN (2013).

O Conselho Monetário Nacional- CMN foi constituído em 1964, sendo responsável pelo SFN no que diz respeito à expedição de diretrizes e regras. É composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Segundo o BACEN (2013), “dentre suas funções estão adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa”.

Com criação concomitante com o CMN, o BACEN é o órgão que executa as normas emanadas daquele Órgão Normativo, conforme citado. É responsável pela manutenção do poder de compra da moeda do país, podendo para tanto, promover alterações que julgar necessárias quanto à quantidade de papel-moeda e moeda em circulação, controlar crédito, fiscalizar instituições financeiras, autorizar ou impedir o funcionamento delas, receber depósitos compulsórios, compra e venda de títulos, entre outros instrumentos que lhe permitam a boa gestão da moeda local (BACEN, 2013). Tanto o BACEN quanto o CMN tiveram sua criação a partir da reforma financeira que o país passou em 1964, ocasião em que foram criados outros órgãos como o Sistema Financeiro de Habitação - SFH, existente até hoje, e o extinto Banco Nacional da Habitação- BNH (Camargo, 2009, p. 29), este último tendo sido incorporado pela Caixa Econômica Federal.

A Comissão de Valores Mobiliários- CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda que tem por objetivo principal regular o mercado de valores mobiliários no país. Foi criada, diferentemente do Banco Central do Brasil, em 1976 (Camargo, 2009, p. 32). Quanto à composição do SFN, a posição obtida até outubro de 2013 é de um quadro de pouco mais de 2.000 instituições financeiras no país. Contudo, ao serem extraídas as Cooperativas de Crédito e Sociedades Administradoras de Consórcio dessa base, se verifica que o país contava no fechamento daquele mês com 602 instituições financeiras. Se por outro lado, dessas 602 instituições forem mantidas apenas os estabelecimentos bancários, esses são apenas 176, demonstrando uma quantidade relativamente baixa de instituições para um país das dimensões do Brasil.

TABELA 2.1 - INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS AUTORIZADAS A FUNCIONAR (OUTUBRO DE 2013)

<i>Segmento</i>	<i>Sigla</i>	<i>2009 Dez</i>	<i>2010 Dez</i>	<i>2011 Dez</i>	<i>2012 Dez</i>	<i>2013 Out</i>
Banco Múltiplo	BM	139	137	139	137	132
Banco Comercial	BC	18	19	20	22	22
Banco de Desenvolvimento	BD	4	4	4	4	4
Caixa Econômica Federal	CE	1	1	1	1	1
Banco de Investimento	BI	16	15	14	14	14
Banco de Câmbio	B Camb		2	2	2	3
Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento	CFI	59	61	59	58	58
Sociedade Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	CTVM	105	103	99	94	92
Sociedade Corretora de Câmbio	CC	45	44	47	57	62
Sociedade Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	DTVM	125	125	126	118	114
Sociedade de Arrendamento Mercantil	SAM	33	32	31	30	28
Sociedade de Crédito Imobiliário e Associação de Poupança e Empréstimo	SCI e APE	16	14	14	12	11
Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte	SCM	45	45	42	40	37
Agência de Fomento	AG FOM	14	15	16	16	16
Companhia Hipotecária	CH	6	7	8	7	8
	<i>subtotal</i>	626	624	622	612	602
Cooperativa de Crédito	COOP	1405	1370	1312	1254	1210
	<i>subtotal</i>	2031	1994	1934	1866	1812
Sociedade Administradora de Consórcio	CONS	308	300	284	222	200
	Total	2339	2294	2218	2088	2012

Fonte: Bacen (2013).

Ao ser analisado o controle das instituições financeiras do país, se de capital nacional ou capital estrangeiro, os números são surpreendentes. Dos estabelecimentos bancários, são de controle estrangeiro três Bancos Comerciais, sete Bancos de Investimento e 55 Bancos

Múltiplos, total de 65 bancos de 176 do SFN, as quais podem ser verificadas junto ao Banco Central do Brasil.

No aspecto da rede de atendimento bancário, o país possui aproximadamente 22 mil agências espalhadas pelo país, das quais quase 20 mil são pertencentes a apenas cinco instituições financeiras: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Caixa Econômica Federal e Santander. A concentração se dá também quando analisados os ativos totais dessas instituições. De acordo com os demonstrativos obtidos junto ao BACEN (2013), do total do Ativo do Sistema Financeiro Nacional, que é a soma de todos ativos das instituições financeiras que o compõem (R\$ 6.504.628.119), mais de 66% são administrados por essas instituições (R\$ 4.302.608.638).

Os dados acima são coincidentes com a afirmação de Corazza (2000), que no Plano Real a concentração bancária ocorreu de diversas formas, sendo através da redução do número de bancos, através da concentração de depósitos e ainda de acordo com o Índice de Herfindhal, que é uma medida numérica de concentração. Assim, observadas algumas particularidades sobre o SFN e o mercado bancário no Brasil de hoje, serão descritos a seguir os principais acontecimentos da história do país a eles relacionados, de forma que sejam compreendidos alguns fatores que influenciaram a moldagem do Sistema Financeiro Nacional ao longo do tempo, até os dias atuais.

2.2.2 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO ATÉ 1964 (LEI DA REFORMA BANCÁRIA, BACEN E CMN)

De acordo com o BACEN (2013), o mercado financeiro brasileiro começa a ser moldado já a partir de 1808, com a chegada da família real portuguesa ao país. Naquele ano foi criada a primeira instituição financeira brasileira, o Banco do Brasil, que atuou por muito tempo na figura de Banco Central (misto, pois também fazia papel de banco de depósitos). Apesar de essa ser a primeira instituição financeira concebida no país, já era existente a preocupação com relação à organização monetária, dada a criação da Casa da Moeda previamente em 1694. Em 1861 também é criada a Caixa Econômica e Monte de Socorro, antecessoras da Caixa Econômica Federal de hoje.

Nessa fase pré-Reforma Bancária de 1964, de acordo com Costa Junior (2008), o período de 1808 a 1905 foi marcado pela indefinição do padrão monetário, no período entre

1905 e 1930 houve a primeira abertura do mercado brasileiro em termos de recepção de instituições estrangeiras, tendo havido a criação da moeda bancária. Ainda, de 1930 a 1945, a legislação do país favoreceu a criação de bancos, dando ao período um caráter expansionista ao número de instituições financeiras, havendo inclusive a criação de bancos públicos federais e estaduais. Teria se iniciado em 1945 e perdurado até 1964 um período de concentração bancária.

Outro fato relevante nesse período pré-1964 foi o início da regulação das instituições financeiras pela Inspeção Geral dos Bancos (COSTA, 2002), instituída juntamente da chamada Lei Bancária de 1920 (Decreto Legislativo nº 4.182 de 13/11/1920). Daí por diante, esse órgão passou a fiscalizar bancos e casas bancárias, sendo extinto apenas no ano de 1931 com o surgimento da Fiscalização Bancária do Banco do Brasil (FAVARETTO, 2005).

Em 1945, devido à sobrecarga do Banco do Brasil quanto ao acúmulo de funções exercidas para o Governo Federal, sendo este caracterizado para alguns autores até mesmo como uma espécie de Tesouro Nacional (FAVARETTO, 2005), e ainda devido à necessidade do país da criação de um organismo capaz de assegurar a realização de políticas macroeconômicas, bem como atuar no controle da inflação, Getúlio Vargas criou através do Decreto-Lei nº 7.293 de 02/02/1945 a SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito). Para Fortuna (2009) a substituição da Inspeção Geral dos Bancos pela SUMOC ocorria em virtude dos métodos inadequados de fiscalização, incluindo a implantação de métodos para controle de volume de crédito, meios de pagamento e depósitos compulsórios. Em 1946 é promulgada nova Constituição Federal, que segundo Corazza (2000, p. 13) “permitia o livre acesso dos bancos estrangeiros ao sistema financeiro nacional, não fazendo distinção entre bancos nacionais e bancos estrangeiros. Apesar disso, a participação estrangeira ficou muito reduzida até os anos 60”.

Por sua vez, a SUMOC atuou até 1965 na promoção do mercado monetário e na preparação do país para a criação do Banco Central do Brasil, que ocorreria por ocasião da Lei da Reforma Bancária de 1964 (Lei 4.595 de 31/12/1964). Apesar da Lei 4.595 ter sido aprovada em 1964, o Banco Central teria iniciado suas atividades somente em meados de 1965, portanto data-fim da existência do órgão anterior.

Nesse período entre a Segunda Guerra Mundial e 1964 acontece a transição das estruturas simples de intermediação financeira, para um sistema bancário mais complexo no país. A criação da SUMOC é o marco do desenvolvimento do mercado bancário, após a

criação do BNDES em 1953 e outras instituições financeiras destinadas ao desenvolvimento do financiamento de infra-estrutura.

Bezerra (2005) coloca também que uma das particularidades mais importantes da Lei que entra em vigor em 1964 é o surgimento da necessidade de autorização pelo Congresso Nacional para que instituições financeiras estrangeiras se instalassem no país. Esse fato deu início a um fenômeno que ficou caracterizado como um período intenso de consolidação bancária, em que o número de instituições decaiu fortemente. De acordo com essa informação, Fortuna (2009) caracteriza o período pós-criação da SUMOC até o ano de 1965 como um período em que o Sistema Financeiro Nacional foi consolidado e saneado ao mesmo tempo, especialmente através de Fusões ou Incorporações.

2.2.3 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE 1964 A 1976 (LEI DO MERCADO DE CAPITAIS E CVM)

O grande fato que marca o início desse novo período, bem como do final do período descrito na seção anterior é a aprovação da Lei da Reforma Bancária de 1964. Para Bezerra (2005), entre 1964 e 1974 o número de instituições financeiras no Brasil foi incrivelmente reduzido, impactado pela nova legislação. Os bancos comerciais, que eram 336 em 1964 passaram a um número de 109 em 1974, fato ocorrido via processos de F&A.

De fato, foi iniciada em 1964 uma série de mudanças que dariam uma aproximação do que é hoje a estrutura do Sistema Financeiro Nacional. Houve grande modernização do sistema a partir desse ano, dada através de reformas monetárias, habitacionais e do mercado de capitais. A concentração bancária, assim como afirma Bezerra (2005), foi ocorrendo a partir de 1964 na figura de conglomerados financeiros (COSTA, 2008).

Essa modernização do sistema financeiro brasileiro é caracterizada, no entanto, por um biênio e não somente por um ano. Foi iniciado com a Lei da Correção Monetária (1964), a Lei do Plano Nacional de Habitação (1964), a própria Lei da Reforma Bancária (1964), indo ainda até a Lei do Mercado de Capitais em 1965, essa última sendo outro grande marco do SFN, a qual estabelece papéis específicos para o Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil (ambos criados através da mesma Lei) com relação à supervisão das transações referentes a valores mobiliários no país. Competia às duas instituições a supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários do país, tendo o Banco Central papel central

nessa administração, até 1976. Essas leis, de acordo com Fortuna (2009) entrariam em vigor para pôr fim a certas dúvidas acerca da identidade dos bancos, especificamente quanto à controvérsia de sua caracterização baseada no modelo europeu (atuando em todas as modalidades de intermediação financeira) ou no modelo americano (baseado em especialização).

Em 1976, a Lei 6.385 cria a Comissão de Valores Mobiliários- CVM. A criação desse novo órgão retirou do Banco Central suas atribuições sobre a regulação do mercado de valores mobiliários. Ainda em 1976 entra em vigor a Lei das S.A. (6.404 de 1976), fazendo com que o mercado financeiro e de capitais tenham modernização considerável, permitindo a partir desse ponto maior entrada de fluxo de capitais estrangeiros no país. A Lei das S.A. de 1976 trouxe ao país “regras claras sobre as características, formas de constituição, composição acionária, estrutura das demonstrações financeiras, obrigações societárias, direitos e obrigações de acionistas e órgãos estatutários e legais” (FORTUNA, 2009, p. 16).

Embora parte da década de 1970 (1966-1974) tenha sido apelidada como “O Milagre Econômico” (MENDES, 1993, p. 216), foi um período em que houve grande crescimento da inflação, o endividamento das empresas cresceu enormemente e houve o primeiro choque do Petróleo em 1973, ocasionando severas consequências ao mercado financeiro brasileiro.

A partir da segunda metade da década, o país teve desacelerada a expansão econômica iniciada em 1967, fazendo com que as bases para crescimento na década de 1980 fossem praticamente destruídas. Assim, essa segunda metade da década de 1970 é marcada pelo fenômeno que daria origem à “Década Perdida” de 1980 (EL HAJJ, 2005).

2.2.4 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE 1976 A 1994 (PLANO REAL)

A criação da CVM em 1976 é o marco para a modernização do mercado bursátil no Brasil. De acordo com Larangeira (1997), na segunda metade da década de 1970:

[...] diversificou-se a natureza dos produtos (interna e externamente à atividade bancária); os bancos passaram a operar em termos de bancos múltiplos e através de redes de agências. Com o crescimento das trocas internacionais e dos investimentos estrangeiros, verificou-se a internacionalização das atividades bancárias. Cresceu a concorrência [...] (LARANGEIRA, 1997, p. 111).

Após o término da primeira metade da década de 1970, o desaparecimento dos acordos de Bretton-Woods fizeram com que os mercados financeiros pudessem ter sua própria expansão sem vínculo com o crescimento da economia real. Desta forma, a geração de riqueza pôde começar a ocorrer através de desenvolvimento tecnológico e engenharia financeira. Para El Hajj (2005) a segunda metade da década foi marcada por intenso processo de tentativas de reversão quanto às crises internacionais, geralmente através da inflação e endividamento crescente.

Em 1979 ocorre uma mudança operacional nos processos de liquidação financeira na compra e venda de títulos do Governo, tendo sido implantada a SELIC- Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Anteriormente a esse fato, as liquidações eram realizadas via compensação, passando a serem liquidadas diretamente via contas de Reserva Bancária (BARBOSA, [19--]). No mesmo ano de 1979, ocorre o segundo choque do Petróleo, fazendo com que países latino-americanos sofressem ainda mais intensamente os efeitos da crise sentida mundialmente. O Brasil, a partir de então, entra em uma crise financeira sem precedentes e acompanhando a situação econômica do país, o setor bancário é impactado fortemente.

A entrada da década de 1980 é observada com intensificação dos problemas inflacionários do país, em que pequenos bancos acabaram abandonando suas atividades e bancos maiores permaneceram atuantes no mercado tentando enfrentar dificuldades por alguns anos. Segundo Mendes (1993, p. 216) “o estrangulamento de natureza externa e a inflexão do ciclo econômico, o crédito doméstico ao setor produtivo contraiu-se drasticamente. O montante das operações registradas ao final de 1980 representava apenas a metade, em termos reais, do nível alcançado em 1978”. Desta forma, o país que gozava de certa liquidez na década de 1970 em virtude do nível de endividamento contraído, começava a passar por crises. Torna-se importante para o Governo a emissão de títulos que o ajudassem a arcar com seus compromissos nessa década, fazendo com que o setor financeiro tivesse um papel fundamental no financiamento público (rolagem de dívida estatal) e devido a essa oportunidade de aplicação com menos riscos, as instituições desviavam-se cada vez mais de sua atividade-fim de aplicação de recursos nos setores produtivos, especialmente em capital de giro para empresas.

No final da dessa década, acontecem diversas liquidações extrajudiciais de bancos, podendo ser citados os casos do Banco Sul Brasileiro, do Comind e do Auxiliar em 1985 e em diversos bancos estaduais em 1986 e 1987. O Banco Sul Brasileiro, juntamente do Banco

Habitasul, também em dificuldades, dariam origem ao Banco Meridional através da sua compra pelo Governo Federal. O Comind e o Banco Auxiliar de São Paulo foram liquidados em 1985, com auxílio da implantação do Plano Cruzado o qual permitiu acesso a renegociações com juros mais baixos junto a credores. Quanto aos bancos estaduais, esses começaram a dar sinais de enfraquecimento em 1986, havendo necessidade de intervenção pelo Banco Central, junto ao Banco do Estado do Rio de Janeiro, Banco do Estado da Bahia, Banco do Estado do Ceará e Crédito Real de Minas Gerais nesse ano. Todo esse movimento no mercado financeiro ocorre em meio às mudanças quanto ao regime de Governo do país. Em 1985 ocorre a queda do Regime Militar, situação que deixa sob a responsabilidade do novo Governo a resolução dos problemas “herdados” do Sistema Financeiro Nacional.

No ano de 1988 ocorre a promulgação da nova Constituição Federal e reforma financeira no país. As características mais importantes para o desenvolvimento do mercado de F&A entre instituições financeiras no Brasil trazidas por essa Constituição, foram a autorização para a realização de transferência de controle de instituições financeiras entre pessoas jurídicas, o fim da carta patente (instrumento que poderia ser negociado no mercado para funcionamento de instituições financeiras, pertencente à regra da época que permitia apenas a abertura de novas instituições ao passo em que houvesse encerramento da atividade de outras existentes) e a criação dos bancos múltiplos (Resolução 1.524 de 21/09/1988 do CMN). Além de estimular a entrada de capital estrangeiro no país para investimento no setor financeiro com mais facilidade, fez com que o número de grupos bancários em 1993 fosse de quase o dobro do número de bancos comerciais verificado no ano da promulgação da Constituição, ou seja, menos de cinco anos antes (COSTA, 1995).

Mas, apesar do cenário econômico da década de 1980 tenha sido conturbado no país, a situação de alta inflação era um fator que beneficiava diretamente os bancos, o que teria contribuído com sua rápida proliferação no período. A presença de bancos comerciais era maciça, especialmente administrados pelo Estado, sendo que somente na segunda metade da década, o número de instituições financeiras quase dobrou, passando de 111 para 203 (GOLDFAJN; HENNINGS; MORI, 2003). Vários planos de estabilização da economia tiveram tentativa de implementação entre a metade da década de 1980 e o início dos anos 1990 (Plano Cruzado em 1986, Plano Bresser em 1987, Plano Verão em 1989, Plano Collor I em 1990, Plano Collor II em 1991). Esses planos tinham como principal objetivo o controle da inflação inercial estabelecida e correção de problemas gerados pelas regras de correção

monetária vigentes introduzidas em 1964, principais aliados das instituições financeiras na obtenção de receitas financeiras (chamadas de receitas inflacionárias).

Corazza (2000, p. 4) reafirma que na década de 1980 e início da década de 1990, as receitas inflacionárias das instituições financeiras do Brasil eram altíssimas, representando por exemplo a 4% do PIB do país em 1990. Esse número demonstra a magnitude da geração de receitas consideradas “ilusórias” no país, pois não são associadas aos setores reais da economia.

Os frustrados planos econômicos lançados na década de 1980 e início de 1990, por diversos motivos acabaram por fracassar, implicando a postergação da exploração desse mercado pelos bancos em funcionamento, até que finalmente as reformas introduzidas pela implementação do Plano Real em julho de 1994 sob o comando do Ministro da Fazenda e futuro Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso (FHC), conseguiram eliminar a inflação no país. O panorama já demonstrava que a quantidade de instituições financeiras era alta para as necessidades do país, bem como o número de agências bancárias. Ainda, o nível dos custos dessas instituições era muito elevado, especialmente os custos com pessoal. Assim, a implantação do Plano Real já tinha seus impactos previstos sobre o futuro do sistema financeiro (inclusive pelos banqueiros e pelo próprio Governo), pois o setor só teria crescido nas décadas anteriores devido aos desequilíbrios econômicos que estariam sendo corrigidos pela implementação do novo plano de estabilização (CORAZZA, 2000, p. 4). A estabilização trazida pelo Real tornou-se então um estímulo aos bancos a procurarem melhorias de eficiência na utilização de suas estruturas.

2.2.5 MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO DE 1994 A 2013 (APÓS PLANO REAL)

A história contemporânea do Sistema Financeiro Nacional deve ser escrita a partir do ano de 1994, ano em que foi implementado o Plano Real. A estabilização conseguida através do mesmo, tornou o mercado financeiro brasileiro mais competitivo e interessantes para instituições financeiras estrangeiras, tendo havido um natural estímulo ao crescimento de operações de F&A no setor.

Como já citado, a implantação do Plano Real em 1994 pôs fim temporário à inflação no país. A redução dos níveis galopantes de inflação, por consequência, fizeram com que muitas instituições financeiras (que haviam se multiplicado anteriormente) que costumavam

sobreviver através de receitas inflacionárias (provenientes de *floating*), passassem a enfrentar dificuldades. A queda brusca de suas receitas fez com que os bancos partissem para uma migração lógica das receitas obtidas através de juros, para receitas através de serviços prestados. Corazza (2000), o qual cita as receitas inflacionárias em 4% do PIB do Brasil, comenta que no primeiro ano após o Real (1995), esse percentual havia caído para menos de 0,1% do PIB, mostrando sério impacto sobre os resultados das IF que antes exploravam o mercado.

Logicamente, parte dos bancos não conseguiu modificar suas estruturas no curto prazo no sentido da substituição das não mais existentes receitas inflacionárias. Tendo também como um dos “custos” de implantação, o Plano Real gerou um período de estagnação ao país e adoção de elevadas taxas de juros para manutenção dos patamares de inflação, cenário que contribuiu para o crescimento acelerado da inadimplência junto aos bancos (ARIENTI, 2007). O aumento da inadimplência fez com que se instituições que ainda não haviam entrado em dificuldades pela redução de receitas financeiras, o fizessem pelas perdas realizadas na carteira de crédito.

A partir de então, com o cenário mais propício à entrada de bancos estrangeiros devido à estabilidade econômica, às dificuldades financeiras dos bancos nacionais e à flexibilização da regulamentação por parte do Governo Federal propiciada pela Constituição Federal de 1988, iniciou-se fortemente o movimento de F&A bancárias no país. Segundo Kupfer e Hasenclever (2002), de 1990 a 1999, do total dos processos de F&A no país, o setor financeiro passou de 12,4% a responder por 18,3% de seus valores negociados. No entanto, esse não teria sido o único fator que possibilitou a entrada de instituições financeiras estrangeiras no país. No mesmo sentido, para Arienti (2007), resumem-se em dois fatores os que possibilitaram o saneamento do setor financeiro no Brasil a partir de 1994-1995: a concentração bancária e a internacionalização do setor motivada pela entrada de investidores estrangeiros. A concentração bancária e a entrada de bancos estrangeiros teria ocorrido na maioria das vezes por meio de transações de F&A.

Segundo Salviano Jr. (2004, p. 69), as dificuldades com grandes bancos como o Econômico, Nacional e Bamerindus nos anos de 1994 e 1995, levaram o Governo Federal à criação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional- PROER, através do qual era incentivada a “incorporação de instituições financeiras insolventes por outras instituições”, havendo a adoção de outras práticas pelo Governo em complemento junto ao SFN. Com a implementação do programa, o número de instituições

(bancos comerciais e múltiplos) que era de 241 em 1993 passou para 201 em 1998 (SALVIANO JR., 2004, p. 70).

De acordo com Maia (2003, p. 4), a existência do PROER foi justificada por dois princípios: “a preservação da estabilidade do sistema de pagamentos, via garantia dos depósitos dos aplicadores e a penalização das más políticas bancárias, via transferência do controle acionário das instituições socorridas pelo programa”. Ainda, o autor pontua que o programa consistia na análise do banco quebrado e separação do que era considerada a parte “boa” daquilo que era “ruim”, dando a destinação da primeira para um banco que estivesse interessado em comprá-la, saneando a outra parte através da liquidação pelo Banco Central. As transações no âmbito do PROER no triênio 1995-1997 somou R\$ 20,4 bilhões, ou 2,7% do PIB médio desses anos.

Como o PROER foi um programa de auxílio, este concedia linhas de crédito para saneamento das instituições problemáticas. A dívida com o PROER consistia no valor necessário para que o balanço patrimonial da instituição financeira problemática pudesse ser fechado de modo permitir a liquidação extrajudicial pelo BACEN. De acordo com Maia (2003, p. 6), essa dívida contraída deveria ser lastreada em títulos e direitos creditórios que garantissem com o valor de face 120% da operação de crédito concedida pelo PROER, consistindo encargo financeiro a taxa de 2% como spread sobre a remuneração do título. O programa em si foi predominantemente aplicado no auxílio ao setor financeiro privado, mas também ofereceu ajuda a bancos federais que se dispusessem a assumir carteiras habitacionais de bancos falidos, tendo sido encerrado em 1997, com a realização da última operação em seu domínio.

TABELA 2.19 - RECURSOS LIBERADOS NO ÂMBITO DO PROER POR TIPO DE OPERAÇÃO

<i>OPERACÕES</i>	<i>Modelo</i>	<i>Porte Instituições</i>	<i>Valor (R\$ mi)</i>	<i>Banco Adquirente</i>	
				<i>Doméstico</i>	<i>Estrangeiro</i>
<i>PROER</i>	Modelo Geral 1	Bancos Grandes	14.070	3	1
	Modelo Geral 2	Bancos Pequenos e Médios	1.251	4	0
	Caixa Econômica Federal	Carteira Imobiliária	5.038		
<i>Total</i>			<i>20.359</i>	<i>7</i>	<i>1</i>

Fonte: BACEN (2013).

Podem ser citadas como destaques entre as operações realizadas na época do PROER as mais expressivas a seguir: aquisição do Banco Econômico pelo Banco Excel formando o

Banco Excel Econômico em 1995 (por sua vez vendido ao Banco Bilbao Vizcaya), aquisição do Banco Nacional pelo Unibanco a partir de 1995, a compra do Banco Bamerindus pelo HSBC em 1997 e a incorporação das carteiras hipotecárias dos bancos Econômico, Banorte e Bamerindus pela Caixa Econômica Federal.

Abaixo, na tabela 2.39, podem ser vistas todas as liberações de recursos realizadas no âmbito do PROER, classificadas por datas e qual foi o enquadramento legal utilizado para as respectivas liberações. Como pode-se observar, a maior operação de saneamento do programa foi realizada para auxílio na incorporação do Banco Nacional entre 1995 e 1996, cujo somatório de liberações fez um total de quase R\$ 6 bilhões. No total, o PROER englobou sete instituições financeiras no período de 1995 a 1998, situação que envolveu mais de R\$ 16 bilhões em recursos públicos, equivalente a 0,9% do PIB.

TABELA 2.20 - VALORES CONCEDIDOS NO PROER POR DATA DE LIBERAÇÃO

<i>Instituição</i>	<i>Data</i>	<i>Valor (R\$ mil)</i>	<i>Enquadramento</i>
Banco Nacional	20/11/95	4.190.000	Circular 2.636/95
	7/12/1995	797	Circular 2.636/95
	22/12/95	670.85	Circular 2.636/95
	19/01/96	240.3	Circular 2.636/95
<i>Total</i>		<i>5.898.150</i>	
Banco Crefisul	25/03/96 (1)	120	Circular 2.672/96
<i>Total</i>		<i>120</i>	
Banco Econômico	2/5/1996	391.056	Circular 2.672/96
	2/5/1996	2.954.262	Circular 2.636/95
	10/5/1996	392.79	Circular 2.636/95
	22/05/96	230.813	Circular 2.636/95
	20/06/96	508.92	Circular 2.636/95
	8/7/1996	414.35	Circular 2.636/95
	7/8/1996	334.04	Circular 2.636/95
<i>Total</i>		<i>5.226.231</i>	
CEF	2/5/1996 (2)	1.703.962	Circular 2.636/95
	2/9/1996 (3)	786.644	Circular 2.636/95
	31/03/96 (4)	2.547.384	Circular 2.636/95
<i>Total</i>		<i>5.037.990</i>	
Banco Banorte	27/05/96	476.04	Circular 2.636/95
<i>Total</i>		<i>476.04</i>	
Banco Mercantil	3/6/1996	472.9	Circular 2.636/95
	7/8/1996	57.235	Circular 2.636/95
<i>Total</i>		<i>530.135</i>	
Banco Pontual	23/09/96 (5)	125	Circular 2.672/96
<i>Total</i>		<i>125</i>	
Bamerindus	31/03/97	2.500.000	Circular 2.748/97
	23/05/97	445.5	Circular 2.636/95
<i>Total</i>		<i>2.945.500</i>	
<i>Total PROER</i>		<i>20.359.046</i>	

Fonte: Câmara dos Deputados (2013).

À mesma época, outro programa do Governo Federal voltado à melhoria do setor financeiro do país foi lançado o segundo programa de reestruturação das IF, o PROEF- Plano de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais de 1995, o qual segundo Goldfajn, Hennings e Mori (2003), foi criado inicialmente para reestruturação do Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco Meridional, que em virtude de sua carteira de crédito de baixa qualidade, teriam acumulado prejuízos constantes, especialmente para a Caixa no caso de financiamentos imobiliários. Essas instituições teriam consumido dos cofres públicos mais de US\$ 8 bilhões. A segunda fase do programa teria incluído além da Caixa e do Banco do Brasil, dois bancos de desenvolvimento federais, o Banco da Amazônia e o Banco do Nordeste, com o intuito de torná-los mais competitivos no novo mercado.

Contudo, a nova conjuntura e as dificuldades trazidas pelo advento do Plano Real (além das crises de identidade que já estavam sendo vividas pelos bancos estaduais) não afetaram somente as instituições financeiras privadas do país. O setor financeiro público estadual, à época da aprovação da Constituição Federal de 1988 por exemplo, segundo Salviano Jr. (2004), detinha bons *shares* do setor financeiro nacional. Eram responsáveis por 10% dos ativos e depósitos do SFN, 17% dos saldos das operações de crédito e 6% do patrimônio líquido de todas as instituições financeiras do país, e acabaram sofrendo os impactos do novo cenário econômico brasileiro. As dificuldades enfrentadas por esses bancos estaduais foram desde o impacto do Plano Real à falta de eficiência de seu aparato na oferta de produtos bancários os pudessem situar como bancos de mercado, prontos para a competição.

Assim, devido ao crescimento da crise bancária entre bancos controlados pelos estados da Federação, 1996 é lançado terceiro programa do gênero, o PROES- Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária:

A proposta fundamental do PROES era, após tantos programas de ajustamento frustrados, reduzir ao mínimo a presença de instituições financeiras controladas por governos estaduais no sistema financeiro. Uma característica importante do programa é o fato de a adesão do estado ser voluntária, diferentemente da solução de liquidação. Por um lado, isso dá ao estado a possibilidade de participar ou não do programa, e escolher sua modalidade de participação, e por outro, faz com que ele partilhe o ônus político dessa decisão. (SALVIANO JR., 2004, p. 81).

O PROES, diferentemente do PROER, foi elaborado com o objetivo da concessão de linhas de crédito patrocinadas pelo Governo Federal aos estados, para que pudessem intervir nas instituições financeiras por eles controladas através de algumas modalidades, como a

promoção de sua extinção, privatização, transformação em instituição não-financeira, venda ao Governo Federal para futura privatização ou extinção, ou até mesmo para seu saneamento (SALVIANO JR., 2004).

Tendo sido financiado através da emissão de títulos públicos federais, o PROES durante seu período de vigência chegou a destinar aproximadamente de R\$ 74 bilhões em recursos aos estados, tendo em São Paulo a maior aplicação, que somou aproximadamente R\$ 36 bilhões do total. Comparado ao volume aplicado pelo PROER, o PROES teve um desembolso por parte do Governo de aproximadamente duas vezes mais recursos, tornando-se o maior programa da história do SFN.

TABELA 2.21- ESTADOS PARTICIPANTES DO PROES E FORMA DE REESTRUTURAÇÃO DO BANCO ESTADUAL

<i>Acionista Controlador</i>	<i>Instituição</i>	<i>Forma de estruturação</i>	<i>R\$ milhões</i>
Acre	Banacre	Liquidação Ordinária	131,07
Alagoas	Produban	Liquidação Ordinária	502,00
Amapá	Banapá	Liquidação Ordinária	28,85
Amazonas	BEA	Privatização Federal	416,92
Bahia	Baneb	Privatização Estadual	1.711,00
Ceará	BEC	Privatização Federal	984,72
Espírito Santo	Banestes	Saneado sem mudança	260,36
Goiás	BEG	Privatização Federal	601,35
Maranhão	BEA	Privatização Federal	359,43
Mato Grosso	Bemat	Liquidação Ordinária	197,11
Minas Gerais	Bemge Credireal	Privatização Estadual	4.697,19
Pará	Banpará	Saneado sem mudança	127,41
Paraná	Banestado	Privatização Estadual	5.197,63
Pernambuco	Bandepe	Privatização Estadual	1.244,40
Piauí	BEP	Privatização Federal	145,88
Rio de Janeiro	Banerj	Privatização Estadual	3.879,70
Rio Grande do Norte	Bandern	Liquidação Ordinária	104,94
Rio Grande do Sul	Banrisul	Saneado sem mudança	2.556,15
Rondônia	Beron	Liquidação Ordinária	549,20
Roraima	Baner	Extinção	39,98
Santa Catarina	BESC	Privatização Federal	2.019,91
São Paulo	NCNB	Saneado sem mudança	11.450,0
São Paulo	Banespa	Privatização Federal	36.126,50
Sergipe	Banese	Saneado sem mudança	40,98
Total			73.372,68

Fonte: BACEN (2013).

Nota-se que das vinte e quatro operações promovidas no âmbito do PROES, doze configuram-se como privatizações estaduais ou federais, dando origem ao mesmo número de F&A pelas quais bancos nacionais ou estrangeiros acabaram incorporando as instituições financeiras estaduais. Ainda, dentre as doze privatizações ocorridas pelo programa, pode-se citar grande participação de instituições estrangeiras no total do volume negociado pelos bancos.

Entre os bancos que foram privatizados pelo Governo Federal, foram adquiridas pelo Banco Bradesco S.A. as instituições BEA, Baneb e BEM. Já controlado pelo Banco Bradesco S.A. porém através de sua própria personalidade jurídica, o BCN adquire o Credireal, e no fim da lista das aquisições por bancos nacionais, o Banco Itaú S.A. adquire o BEG, o Bemge, o Banerj e o Banestado. Essas transações somaram um valor aproximado de R\$ 4,24 bilhões (36,40% do total arrecadado através de privatizações federais do programa).

O banco ABN AMRO Bank adquire o Paraiban e o Bandepe, e o Banco Santander S.A. adquire a instituição negociada pelo maior valor do programa, o Banespa- Banco do Estado de São Paulo. As aquisições feitas por bancos estrangeiros corresponderam a aproximadamente R\$ 7,42 bilhões (63,60% do total arrecadado pelas privatizações federais no PROES). Contudo, somente a aquisição do Banespa correspondeu ao valor de alienação de R\$ 7,16 bilhões, o que confere a somente essa operação o percentual de 61,36% do total das receitas no âmbito do PROES em privatizações promovidas pelo Governo Federal.

Como visto, a participação maciça de instituições estrangeiras nas privatizações de bancos no Brasil. Contudo, essa entrada de capital estrangeiro no país não teria ocorrido sem que houvesse mudanças internas de regulação. Para Coutinho e Amaral (2010), a aprovação da já comentada Emenda Constitucional seis em 1995 foi o principal fator que possibilitou esse movimento no mercado, fazendo com que o capital estrangeiro e nacional tivessem o mesmo tratamento no mercado financeiro nacional. Ainda colocam que o mercado interno sofrendo de problemas de liquidez não seria capaz de promover as aquisições das estatais problemáticas, fato que teria estimulado o Governo Federal e o CMN à flexibilização das regras anteriores de restrição quanto a investimentos internacionais.

Portanto, esse período pós-Plano Real de intensas modificações no sistema financeiro do Brasil mostrou-se a continuação das tendências introduzidas pela reforma financeira e promulgação da Constituição Federal de 1988. A nova conjuntura econômica trouxe impactos inevitáveis sobre instituições financeiras ineficientes, estabelecendo uma seleção natural no mercado. Ao mesmo tempo, implementação dos programas de reestruturação do Sistema

Financeiro Nacional- PROER, PROEF e PROES- fizeram com que o mercado financeiro fosse totalmente remodelado ganhando mais flexibilidade, tendo se desenvolvido a ponto de ser considerado um dos sistemas financeiros mais organizados do mundo (e exemplo do Sistema de Pagamentos Brasileiro). Esse marco do SFN, composto de todas as variáveis acima expostas, comandam uma nova configuração do mercado bancário no país, especialmente no que se refere à concentração bancária e internacionalização.

TABELA 2.22- EVOLUÇÃO DA CONCENTRAÇÃO ESTRANGEIRA SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DO SFN (1999-2005)

<i>Segmento</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>
<i>Bancos Múltiplos com Controle Estrangeiro</i>	16,71	19,57	21,3	23,03	19,76	19,98	17,13
<i>Bancos Múltiplos com Participação Estrangeira</i>	2,51	3,54	2,08	6,49	3,24	0,66	1
<i>Bancos Comerciais com Controle Estrangeiro</i>	0,09	0,12	0,16	0,26	0,05	0,04	0,01
<i>Filiais de Bancos Estrangeiros</i>	1,77	1,88	2	1,44	1,17	0,92	0,48
<i>Bancos de Investimento</i>	0,28	0,3	0,25	2,45	0,01	0,89	0,78
<i>Patrimônio Total do Grupo (% SFN)</i>	<i>21,36</i>	<i>25,41</i>	<i>25,79</i>	<i>33,67</i>	<i>24,23</i>	<i>22,49</i>	<i>19,4</i>

Fonte: BACEN (2013).

TABELA 2.23- EVOLUÇÃO DA CONCENTRAÇÃO ESTRANGEIRA SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DO SFN (2006-2012)

<i>Segmento</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
<i>Bancos Múltiplos com Controle Estrangeiro</i>	13,38	13,8	17,64	16,32	14,84	13,07	13,37
<i>Bancos Múltiplos com Participação Estrangeira</i>	0,83	0,5	0,04	0,26	6,1	1,74	2,31
<i>Bancos Comerciais com Controle Estrangeiro</i>	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
<i>Filiais de Bancos Estrangeiros</i>	0,33	0,3	0,22	0,24	0,22	0,28	0,28
<i>Bancos de Investimento</i>	0,81	0,97	0,87	0,81	0,57	0,39	0,99
<i>Patrimônio Total do Grupo (% SFN)</i>	<i>15,36</i>	<i>15,58</i>	<i>18,78</i>	<i>17,64</i>	<i>21,74</i>	<i>15,49</i>	<i>14,65</i>

Fonte: BACEN (2013).

Conforme dados das tabelas 2.41 e 2.42, percebe-se crescimento da participação estrangeira no patrimônio líquido do total do SFN, especialmente ao longo da execução do PROES que ocorreu a partir do ano de 1998. O patrimônio líquido do SFN que era concentrado em pouco mais de 19% em empresas estrangeiras nesse ano, passa a ser dominado em quase 34% no ano de 2002. Esse movimento de aumento da presença dos bancos estrangeiros no país também reflete, segundo Camargo (2009) as pressões dos órgãos credores do país ora endividado, como o FMI (o qual exigia o cumprimento de metas baseadas em ideologias neoliberais).

As crises de balanço de pagamentos dos países emergentes, no final dos anos 90, forneceram argumentos para que o FMI aumentasse a pressão sobre os governos nacionais, a fim de que estes aceitassem a presença dos bancos estrangeiros. A reestruturação e a modernização dos sistemas bancários domésticos passaram a ser vistas como necessárias, e estas passavam pela abertura de mercados aos bancos estrangeiros (CAMARGO, 2009, p. 14).

Embora tenha sido verificada a crescente presença estrangeira no Brasil a partir de 1988, da implementação do Plano Real e outras medidas liberais, fatos que vinham estimulando claramente a economia brasileira no sentido de sua estabilização econômica, no último ano de governo de Fernando Henrique Cardoso (2002) é iniciada nova crise no Brasil. Conforme já citado em outras seções, a crise de 2002 foi ocasionada principalmente pela fuga do capital para o exterior motivada pela desconfiança do investidor estrangeiro com relação ao Governo que iniciar-se-ia em 2003 (do PT- Partido dos Trabalhadores), o qual de esquerda radical, utilizava em seu discurso eleitoral a promessa de suspensão de pagamentos da dívida externa, por tratar-se da principal causa dos problemas sociais do Brasil.

Os acontecimentos políticos relatados convergem com os dados empíricos coletados e exibidos nas tabelas acima, as quais mostram que de 2002 a 2006 o patrimônio líquido do SFN perde participação de empresas estrangeiras em aproximadamente dezoito pontos percentuais no período, retrocedendo a níveis de antes da promulgação da Constituição de 1988. Com o passar dos anos e especialmente com o amadurecimento do Governo do PT, a confiança do exterior com relação ao Brasil melhora e o fluxo de capitais para o país cresce, mas as instituições estrangeiras nunca mais recuperam sua participação no total do patrimônio líquido que possuíam em 2002.

Em substituição às injeções de capital estrangeiro que o SFN vinha recebendo até 2002, a partir de 2003 intensifica-se o aumento de capital privado no país. O patrimônio líquido dos bancos privados nacionais que somava aproximadamente R\$ 80 bilhões em 2003, em 2008 já era de R\$ 286 bilhões. Quanto aos bancos públicos, que tinham um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 16 bilhões em 2001, vêm recebendo aportes de capital ou mesmo retenção dos lucros obtidos (Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil, principalmente) a partir de então, situação que lhes confere no final de 2012 a soma de um patrimônio líquido de mais de R\$ 103 bilhões.

TABELA 2.24 - CLASSIFICAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DO SFN POR ORIGEM DO CAPITAL (2001-2012) EM R\$ BILHÕES

<i>Origem de Capital</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Privados Nacionais</i>	52	58	80	86	98	109	195	286	301	353	401	479
<i>Controle Estrangeiro</i>	31	39	42	44	44	43	46	99	101	106	116	120
<i>Públicos</i>	16	19	25	28	33	39	46	52	58	76	89	103
Banco do Brasil	9	9	12	14	17	21	24	30	36	50	58	66
Caixa Econômica Federal	4	5	6	7	8	9	11	13	13	15	20	25
Bancos Públicos - Outros	4	5	6	8	9	9	12	9	9	10	11	12
Total	100	116	147	158	176	191	287	437	460	535	605	702

Fonte: Banco Central do Brasil (2013).

TABELA 2.25 - CLASSIFICAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DO SFN POR ORIGEM DO CAPITAL (2001-2012) EM PERCENTUAIS

<i>Origem de Capital</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Privados Nacionais</i>	52	50	54	54	56	57	68	65	65	66	66	68
<i>Controle Estrangeiro</i>	31	34	29	28	25	22	16	23	22	20	19	17
<i>Públicos</i>	16	17	17	18	19	21	16	12	13	14	15	15
Banco do Brasil	9	8	8	9	10	11	8	7	8	9	10	9
Caixa Econômica Federal	4	4	4	4	5	5	4	3	3	3	3	4
Bancos Públicos - Outros	4	5	4	5	5	5	4	2	2	2	2	2
Total	100											

Fonte: Banco Central do Brasil (2013).

O capital estrangeiro sobre o total do SFN apresentou-se menos participativo em toda a série estudada (aproximadamente 16%) no ano de 2007, porém teve forte recuperação desse ano a 2008 (representando 23% do SFN, dobrando o seu valor absoluto, valendo a pena ressaltar que não se pode identificar a partir dos dados da tabela se essa evolução trata-se de investimentos *inward* ou de reinvestimento de lucros obtidos por instituições estrangeiras já operantes no Brasil). Esse fato é congruente com o cenário internacional entre 2007 e 2008, que às vésperas da crise financeira iniciada nos Estados Unidos com o mercado *subprime*, possuía extrema liquidez e estimulava, portanto, se não o envio de valores aos países emergentes como forma de diversificação, sua manutenção onde estavam alocados.

A referida crise torna a arrefecer o movimento do crescimento de participação do capital estrangeiro no Sistema Financeiro Nacional. Mantém-se estável a partir de 2008, partindo de R\$ 99 bi nesse ano para R\$ 120 bi em 2012 (crescimento médio de 5,3% ao ano). Esse movimento corrobora o que a identificação de efeitos dessa crise para as instituições financeiras e para o Brasil. O principal problema que teria surgido com ela seria a redução da liquidez mundial e dos créditos externos, seguido de desvalorização cambial em decorrência da falta de investimentos financeiros e ainda a queda nos preços das *commodities* comercializadas pelo país.

Com efeito, a crise do mercado financeiro internacional iniciada em 2008 (da qual ainda não se sabem os verdadeiros impactos que poderão ocorrer sobre as economias emergentes no futuro) acabou não devastando instituições financeiras brasileiras e subsidiárias de estrangeiras com operação no país, provavelmente em virtude da falta do entrelaçamento dessas com as estruturas mais complexas e a utilização exarcebada de derivativos financeiros promovidas pelos Estados Unidos e Europa. Mas, reflexos da falta de liquidez internacional teriam se dado no Brasil especialmente pela escassez de financiamento externo a bancos privados, os quais transferiram essa falta de liquidez ao mercado interno na redução da concessão de crédito PF e PJ.

Outro fator que favoreceu o Brasil durante essa crise é a existência de um sistema financeiro eficientemente regulado, situação diferente da revelada nos países desenvolvidos, os quais por falta de acompanhamento sistemático do setor (como os princípios dos Acordos de Basiléia) acabaram por comprometer a saúde de seus mercados por um período de tempo. Por outro lado, já sentindo efeitos da crise no país, o Governo Federal adota uma série de medidas anticíclicas para combater possível recessão no país.

Por tratar-se de uma crise de liquidez mundial, as bases dessas medidas tomadas pelo Governo estão na promoção da liquidez do mercado interno. Desta forma, viu como solução mais prática na época a redução dos compulsórios recolhidos pelo Banco Central, de modo que esse dinheiro retido pudesse irrigar o sistema financeiro novamente, gerando consumo e manutenção da atividade econômica do país. À época da crise de 2008, a taxa básica de juros da economia do Brasil- SELIC- girava em torno de 13,75% ao ano, assim o Comitê de Política Monetária, visando dar apoio às medidas necessárias para se evitar a crise, levaram aos poucos essa taxa para uma baixa histórica de 7,25% a.a. em 2012.

Em 2012, atingido os níveis de juros básicos mais baixos da série histórica, o Governo utiliza-se de dois dos quatro maiores participantes do Sistema Financeiro Nacional para aumento da oferta de crédito no país: a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil. Esses dois bancos dos quais o Governo detém o controle (100% sobre a Caixa e majoritário do Banco do Brasil) lançam programas de para a oferta de crédito e serviços bancários mais acessíveis (tarifas de serviços mais baixas) denominados “Programa Caixa Melhor Crédito”, da Caixa e “Bom para Todos”, do Banco do Brasil. Esses dois programas visaram a manutenção do volume de crédito concedido no país durante o período próximo à crise, em virtude dos bancos privados estarem além de sofrendo problemas de liquidez, contendo as concessões para mitigação de riscos próprios.

A partir disto, o Governo Federal atuou na oferta de crédito no país, sem abdicar da adimplência, que se demonstrou estável posteriormente (atuou complementarmente à oferta de crédito privado que tornou-se mais escasso em virtude da crise). A partir desses dois bancos também estimula a economia com seus próprios gastos em saneamento, habitação, infraestrutura e outros programas de aceleração do crescimento (os PAC), além do estímulo ao consumo da “linha branca” e automóveis (oferta de crédito pelos bancos federais e redução de impostos, como o IPI).

Desta forma o setor financeiro do Brasil, não tendo sofrido tão severamente os efeitos da crise financeira de 2008 como o próprio país que a originou, observou manutenção de seu curso normal até o momento. De 2007 a 2012, o patrimônio líquido das instituições financeiras nacionais passa de R\$ 195 bilhões para R\$ 479 bilhões, respondendo ao final desse período por um *share* de 68% de todo o patrimônio do SFN.

TABELA 2.26 - QUANTIDADE DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS AUTORIZADAS A FUNCIONAR: BM, BC E BI (1993-2012)

<i>Segmento</i>	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2
	<i>Dez</i>									
Banco Múltiplo (BM)	206	210	205	194	180	174	169	163	153	143
Banco Comercial (BC)	35	34	35	38	36	28	25	28	28	23
Banco de Investimento (BI)	17	17	17	23	22	22	21	19	20	23
Total	258	261	257	255	238	224	215	210	201	189

<i>Segmento</i>	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<i>Dez</i>									
Banco Múltiplo	141	139	138	137	135	140	139	137	139	137
Banco Comercial	23	24	22	21	20	18	18	19	20	22
Banco de Investimento	21	21	20	18	17	17	16	16	14	14
Total	185	184	180	176	172	175	173	172	173	173

Fonte: Banco Central do Brasil (2013).

Nota-se que durante o período aqui analisado (após 1994) o número de bancos de funcionamento autorizado pelo BACEN (entre bancos múltiplos, bancos comerciais e bancos de investimento), foram objeto de um forte movimento de consolidação até o ano de 2007. Na tabela acima, sua última evolução é observada de 1993 para 1994, a partir de quando esse número de 261 instituições é reduzido paulatinamente para 172 em 2007 (redução de quase 35%). Esse número de estabelecimentos autorizados (bem como a participação das IF estrangeiras no patrimônio líquido), se estabiliza em 2007, número que se mantém até 2012 com margem de erro de três estabelecimentos para cima ou para baixo.

Por fim, é interessante colocar que desde 1964 o sistema financeiro brasileiro não testemunha alterações tão significativas como as implementadas a partir de 1994 com a introdução do Plano Real. Para Moura (1998):

São cinco, pelo menos, os componentes desse processo de mudanças no setor financeiro: a) o ajustamento "involuntário" no número de empresas decorrentes de intervenções do Banco Central, b) o processo "voluntário" de consolidação do setor bancário, c) a abertura controlada do setor financeiro ao capital externo, d) a diminuição no tamanho do setor bancário controlado pelo setor público e, por último, e) as mudanças no ambiente regulatório no qual opera o sistema financeiro. Vejamos rapidamente as razões para cada uma dessas modificações. (MOURA, 1998, p. 1).

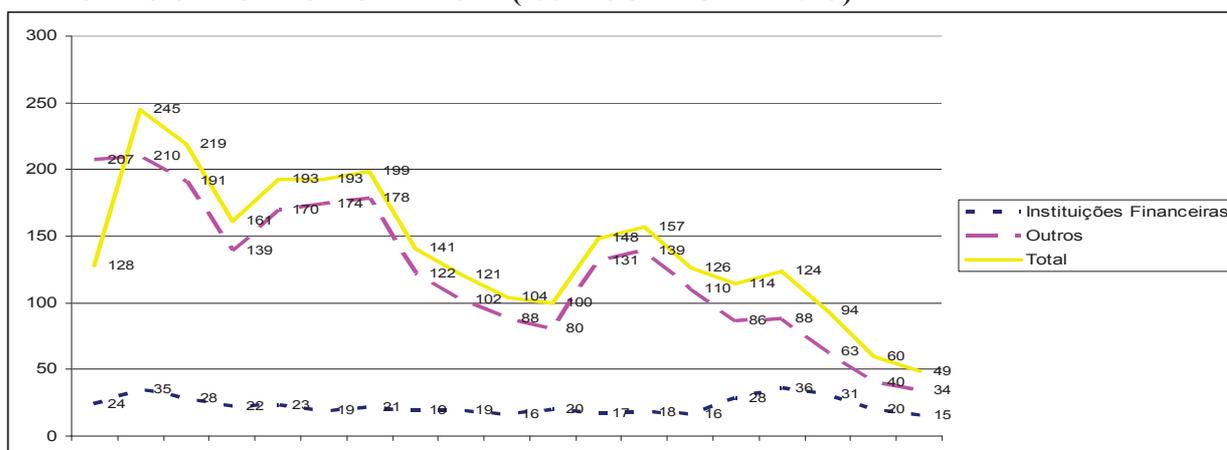
Os cinco componentes do processo de mudanças do qual Moura (1998) fala tratam-se das intervenções e programas de reestruturação do SFN (PROER, PROES e PROEF), do processo de consolidação observado (redução do número de estabelecimentos em funcionamento ao longo do tempo), abertura do setor financeiro ao capital externo dado pela Emenda Constitucional 6, diminuição da participação do estado no setor financeiro que foi verificado através dos planos de desestatização (especialmente PROES) e mudanças no ambiente regulatório que incluem adesão aos princípios de Basiléia, segregação de atividades dentro das instituições financeiras e outros.

Enfim, os principais acontecimentos da história do Sistema Financeiro tiveram sido descritos, desde a criação do Banco do Brasil em 1808 até os dias de hoje. Justifica-se essa reflexão pela necessidade de se entender o *background* do tema que é objeto de estudo deste trabalho, ou seja, F&A entre Instituições Financeiras no Brasil realizadas a partir do Plano Real. Desta forma, a seguir será descrito o fenômeno específico para empresas desse setor, em todo o período coberto pela pesquisa, especificamente de 1994 a 2013.

2.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES DAS INSTITUIÇÕES INCLUÍDAS NA AMOSTRA

Como já visto, o fenômeno das F&A entre bancos no Brasil tornou-se mais intenso por volta da implementação do Plano Real. Percebe-se que nos últimos tempos, os ramos de atividade que vinham liderando a quantidade de transações no país tem sofrido uma queda considerável do número de operações. Isto pode indicar a consolidação de alguns setores da economia, conforme observado na figura 2.31.

FIGURA 2.12 - F&A DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E DOS QUATRO MAIORES SETORES NO BRASIL (1994- JUNHO DE 2013)



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em KPMG (2013b).

Apesar de as instituições financeiras no Brasil terem apresentado um número de transações de F&A em 2012 em menor patamar que qualquer outro registro da série histórica a partir de 1994, percebe-se que ao longo do tempo o número de operações mantém-se praticamente constante. Abaixo, na tabela 2.46, encontram-se os números de F&A entre instituições financeiras (que incluem bancos e estabelecimentos não-bancários), e sua evolução desde o ano do início do Plano Real.

TABELA 2.27 - COMPARAÇÃO DA QUANTIDADE DE F&A ENTRE IF VS. 4 MAIORES SETORES NO BRASIL

Ramo	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
<i>Instituições Financeiras</i>	12	35	28	22	23	19	21	19	19	16
<i>Outros</i>	116	210	191	139	170	174	178	122	102	88
Total	128	245	219	161	193	193	199	141	121	104

Ramo	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	Total
<i>Instituições Financeiras</i>	20	17	18	16	28	36	31	20	15	415
<i>Outros</i>	80	131	139	110	86	88	63	40	34	2261
Total	100	148	157	126	114	124	94	60	49	2676

Fonte: KPMG (2013b).

Conforme delineamento da amostra, das instituições financeiras (todas as instituições pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional) foram retiradas todas as empresas que não fossem submetidas à regulação do Banco Central do Brasil. Desta forma, a amostra foi composta de instituições financeiras bancárias, sendo bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, caixas econômicas e outros tipos de bancos, como os bancos de câmbio por exemplo (embora não encontrados eventos sobre esse tipo de IF).

2.4 ESTUDOS EMPÍRICOS- IMPACTO DE F&A NO ÂMBITO DO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO

A literatura sobre impactos de F&A sobre o desempenho de instituições financeiras no exterior é vasta quando comparada ao caso do Brasil. Como visto, o fenômeno em âmbito mundial ocorre há muito mais tempo que no país, tendo essa característica devido ao baixo nível de desenvolvimento do mercado financeiro nacional e da presença de regulação estrita com relação à receptividade de capital estrangeiro para investimento e também quanto à própria moldagem do Sistema Financeiro por vontade do próprio mercado (a criação e a transferência de controle de instituições financeiras eram altamente reguladas).

Desta forma o mercado financeiro no Brasil passa por alguns marcos regulatórios, como a Reforma Bancária de 1965, a queda do Regime Militar em 1985, a Assembleia Constituinte de 1988, a implementação do Plano Real em 1994 e a Emenda Constitucional 6 de 1995, que juntos permitiram que esses eventos de F&A pudessem ser mais frequentes no país entre IF. Com o Plano Real veio a estabilização inflacionaria e o movimento de adaptação das instituições financeiras à nova realidade, de modo que sua crescente associação com empresas do setor tornava-se um fator importante para a própria sobrevivência no mercado. A partir daí também é observado o crescimento da entrada de instituições financeiras estrangeiras no país, estimuladas pela flexibilização de regras pela E.C. 6/1995.

Por este motivo, a apresentação de estudos empíricos que se dedicaram a descrever os possíveis impactos das F&A sobre as instituições financeiras que operam no Brasil, é concentrada no período pós-Plano Real. Primeiro por que foi a época de maior ocorrência do fenômeno, e segundo devido à implantação da nova moeda que passou a permitir a comparação de dados contábeis de períodos mais afastados sem prejuízo dos significados dos valores corroídos ou inflados pelos efeitos da inflação da época. O quadro abaixo mostra os diferentes estudos sobre as relações entre eficiência e fusões e aquisições encontrados na literatura.

TABELA 2.28 - ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE IMPACTO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Metodologia</i>	<i>Resultados</i>
Guzmán	2002	trinta e três bancos (1996 a 2000)	teste de Wilcoxon para amostras pareadas, Teste <i>t</i> para diferenças entre médias e teste do sinal	(a) não demonstraram variações significativas de desempenho especificamente quando o desempenho das instituições financeiras é medido com relações de despesas; (b) melhora de indicadores de rentabilidade para as empresas adquirentes
Campos	2002	sessenta instituições financeiras no Brasil (1994 a 1999)	construção da fronteira assumindo uma forma funcional translog e análise envoltória de dados	a ausência de melhoria dos níveis de eficiência total é explicada pelos problemas econômicos associados ao cenário brasileiro da época
Silva e Jorge Neto	2002	bancos brasileiros no período pós-Plano Real (1995 a 1999)	utilização de função translog para estimar uma fronteira estocástica de custo e investigação da existência de economias de escala	houve economia de escala para os bancos do sistema nacional, especialmente ganhando em eficiência aqueles de capital estrangeiro que recentemente haviam entrado no país
Goldner e Araújo	2005	vinte e sete bancos que participaram de F&A no período compreendido entre 2000 e 2004	modelo de regressão uma variável <i>dummy</i> para a ocorrência de F&A	F&A não impactam as variáveis explicadas ROE e ROA (médias dos indicadores anteriores e posteriores ao evento não foram estatisticamente diferentes)
Brito, Batistela e Famá	2005	três bancos que passaram por processos de F&A de 1997 a 2003	estudo de eventos, observando retornos anormais nas ações dos bancos	os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos (não sendo significativamente superiores aos retornos anormais negativos, os retornos anormais positivos não implicaram portanto, ganho de riqueza)
Nakane e Weintraub	2004	242 bancos comerciais (1990 a 2002)	modelos lineares (<i>inputs e outputs</i>)	efeitos positivos entre produtividade e <i>market share</i> (quanto maior o <i>market share</i> , maior a produtividade) bem como um efeito negativo do número de bancos sobre a produtividade (quanto mais bancos no mercado, pior a produtividade), colocando que a melhor produtividade do setor é provocada pelas privatizações
Faria, Paula e Marinho	2006	Bradesco, Itaú, Unibanco, Santander, ABN Amro e HSBC (1995 a 2005)	análise envoltória de dados	houve ganho em termos de eficiência da intermediação (operacional) e não observação do mesmo fenômeno quando analisada a eficiência de receitas
Araújo et al.	2007	100 bancos brasileiros (1995 a 2004)	regressão para as variáveis explicadas ROE e ROA	não foi possível identificar relações de causalidade entre a ocorrência de F&A para essas instituições financeiras estudadas e a respectiva ocorrência de retornos anormais
Faria Jr. e Paula	2009	seis bancos, maiores privados varejistas do setor no país (1998 a 2008)	análise envoltória de dados	que bancos nacionais chegaram a uma melhora de eficiência após os eventos de F&A para intermediação financeira e para geração de receitas e resultados, ao contrário dos bancos de capital estrangeiro que, quando não apresentaram involução em seus indicadores de eficiência
Poeta, Souza e Murcia	2010	Itaú-Unibanco (2007 a 2009)	estudo qualitativo e exploratório sobre indicadores	perda de eficiência em termos de lucro e em termos operacionais
Coutinho e Amaral	2010	setenta bancos atuantes no Sistema Financeiro Nacional	análise de fronteira estocástica	não mostraram-se mais eficientes em termos de custos

Continua

Conclusão

<i>Autor (es)</i>	<i>Ano</i>	<i>Amostra</i>	<i>Metodologia</i>	<i>Resultados</i>
Staub, Silva e Tabak	2010	todo o Sistema Financeiro Nacional (2000 a 2007)	análise envoltória de dados	(a) ineficiência de custos de bancos no Brasil é maior que de outros países como Estados Unidos e da Europa; (b) bancos estrangeiros detentores de capital de bancos no Brasil foram considerados os menos eficientes entre todas as instituições
Tecles e Tabak	2010	cento e cinquenta bancos (2000 a 2007)	análise envoltória de dados	grandes bancos tiveram uma alta performance tanto em eficiência de custos quanto de lucros depois de eventos de F&A
Oliveira et al.	2011	bancos brasileiros (janeiro de 2008 a junho de 2009)	análise envoltória de dados	demonstraram manutenção ou melhoria de índices de eficiência
Pessanha et al.	2012	bancos brasileiros (1994 a 2009)	modelo de análise de intervenção, acrescentando a um modelo ARIMA efeitos de variáveis exógenas	é possível afirmar que as F&A podem ser consideradas uma intervenção positiva nas métricas de rentabilidade
Lopes	2012	cinco instituições financeiras estrangeiras que atuam no mercado brasileiro	análise envoltória de dados	ausência de ganhos de eficiência
Resende	2012	Itaú-Unibanco	teste <i>U</i> de Mann-Whitney	concluiu que os indicadores de adequação de capital, de eficiência de gestão e de liquidez tiveram uma situação favorável após a fusão, tendo sido observado o contrário para as variáveis de qualidade dos ativos e rentabilidade, em que foram observadas em situação pior que no período prévio à transação
Barros e Wanke	2014	bancos brasileiros	modelo bayesiano de fronteira eficiente	bancos analisados foram beneficiados com ganhos em eficiência no período

Fonte: Elaborado pelo Autor.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 CLASSIFICAÇÃO DO ESTUDO

A construção metodológica do presente estudo segue as necessidades impostas pelo próprio problema de pesquisa, que busca a identificação de possíveis relações entre eventos de F&A e variações significantes em níveis de eficiência de instituições financeiras no Brasil:

Por se tratar de uma pesquisa em que se buscam evidências sobre as consequências do fenômeno das F&A sobre a eficiência das IF, cujos resultados poderão colaborar em processos decisórios futuros, configura-se como um estudo de natureza Aplicada. O trabalho, portanto gerará “conhecimentos para aplicação prática, dirigidos à solução de problemas específicos, envolvendo verdades e interesses locais” (SILVEIRA; CORDOVA, 2009, p. 35).

Dentre os três tipos de objetivos que podem motivar a pesquisa listados por Gil (2007), esta é caracterizada quanto aos seus objetivos como Explicativa, e ainda como *ex-post facto*, ou seja, busca explicações sobre relações entre fenômenos a partir de acontecimentos do passado: aqui se compara a eficiência em dois períodos distintos do tempo, sendo o primeiro de 36 meses antes da ocorrência das F&A, e o segundo, do mesmo período após essas transações.

Diversas possibilidades de se investigar variações de eficiência das instituições financeiras podem ser encontradas na literatura internacional. Foi adotada para o presente trabalho a comparação de 17 indicadores de eficiência calculados com base nos demonstrativos financeiros mensais enviados pelas instituições financeiras ao Banco Central do Brasil, entre os momentos anterior e posterior aos eventos de F&A. Os cálculos são objetivos e padronizados para todas as observações que terão tratamento adequado feito após sua obtenção, enquadrando-se como um estudo Quantitativo (POLIT; BECK; HUNGLER, 2004). Os indicadores de eficiência aqui citados, serão descritos apropriadamente na seção 3.4.

Quanto aos métodos utilizados, devido às peculiaridades já apresentadas, o presente estudo será baseado numa metodologia de comparação das variáveis de eficiência através de técnicas estatísticas. De acordo com Gil (2007) dentre os métodos de pesquisa das Ciências Sociais mais utilizados está o método Comparativo, o qual “investiga indivíduos, classes,

fenômenos ou fatos com vistas a ressaltar diferenças entre eles [...] possibilitando o estudo comparativo de grandes grupamentos sociais, separados pelo espaço e pelo tempo.” Da mesma forma, o Método Estatístico possibilita “determinar em termos numéricos a probabilidade de acerto de determinada conclusão, bem como a margem de erro de um valor obtido.” Segundo Marconi e Lakatos (2003, p. 107), o método Comparativo pode ser bem utilizado tanto em análises qualitativas quanto em análises quantitativas, e o método estatístico permite a generalização de evidências a partir das amostras analisadas, inclusive transformando um conjunto complexo de variáveis em representações simples.

Portanto, a pesquisa aqui realizada parte do princípio da comparação do comportamento de determinadas variáveis de eficiência em dois intervalos de tempo através da utilização de técnicas estatísticas que permitam a extração de conclusões a partir de dados numéricos e num intervalo de confiança, sobre as relações entre as F&A e possíveis variações de eficiência das instituições financeiras que as promoveram.

3.2 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA

O estudo pretende explicar variações de indicadores de eficiência de *instituições financeiras bancárias que passaram por processos de F&A no Brasil, como adquirentes (no caso de aquisições) ou como dominantes (no caso de fusões), a partir da implantação do Plano Real das quais possam ser obtidos pelo menos três anos completos de demonstrativos financeiros mensais para análise.*

A delimitação da amostra se dá pela observância de todas as premissas expressas acima, cujas justificativas seguem:

(a) *Instituições Financeiras Bancárias*: De acordo com a Lei 4.595 (Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional) de 1964, “são consideradas instituições financeiras as pessoas jurídicas, públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros” (BACEN, 2013). A partir da aplicação dessa premissa, são excluídas transações promovidas por instituições não financeiras, mesmo que tenham adquirido alguma empresa do setor. Ainda, são mantidas na amostra as instituições financeiras que se reportem ao Banco Central do Brasil: bancos múltiplos, bancos comerciais, caixas econômicas e outros bancos;

(b) *Passaram por F&A*: Inerente ao objeto do estudo, as IF da amostra deverão ter passado por transações de F&A. Neste sentido foi realizado um levantamento junto a empresas especializadas em F&A, consultorias, institutos, órgãos reguladores e publicações anteriores, em das operações de F&A no mercado bancário brasileiro;

(c) *A partir do Plano Real*: O Plano Real (julho de 1994) é adotado como o início de um sistema financeiro e economia estáveis no país, permitindo a comparação de dados numéricos livres de efeitos de níveis de inflação descontrolados, fato observado antes de sua implementação. A primeira justificativa para sua escolha como limitador da amostra é a facilidade de manipulação de dados sem que haja necessidade de correções de valores ao longo do tempo, sendo que existe o risco de mesmo com ajustes, os números não representarem a realidade. A segunda justificativa trata-se do fato da década anterior até 1993 ter sido marcada por dificuldades no setor financeiro do país, sendo que as F&A ocorridas nesse período tiveram um caráter mais voltado ao saneamento do setor do que de estratégia empresarial. Importante colocar que somente a partir de 1988, com a Reforma Bancária ocorrida (Resolução CMN 1.524), o setor financeiro teve operações de F&A facilitadas, situação em que foi permitida expansão, criação de bancos múltiplos e maiores participações de capital estrangeiro no setor;

(d) *três anos de demonstrativos financeiros*: O número de três anos foi obtido a partir de uma quantidade mínima de dados adotada para a realização de testes estatísticos, de 36 meses (antes e depois das F&A). Em virtude de o estudo englobar 36 meses de dados anteriores às transações, são analisados os eventos datados de no mínimo janeiro de 1998 (situação em que é possível a análise com segurança, de demonstrativos padronizados de janeiro de 1995 a dezembro de 1997). Por outro lado, a mesma quantidade de observações deve ser feita após os eventos, situação que permite a análise de transações que tenham ocorrido no máximo até janeiro de 2010 (análise de dados de janeiro de 2007 a dezembro de 2009). A partir dessa premissa também são excluídas aquisições ou fusões que tenham ocorrido através de empresas novas (as quais não podem ser analisadas pela ausência de demonstrativos) ou que tenham ocorrido fora do Brasil entre empresas estrangeiras (situação em que não há reflexo legal sobre as instituições constituídas independentemente no Brasil, a menos que tenham promovido as associações em território nacional).

A partir da adoção das premissas acima, foi obtido um grupo de sessenta transações, em que foram envolvidas como adquirentes ou dominantes um quantitativo de dezenove

instituições financeiras. O detalhamento acerca das IF participantes, os meses e anos de dos respectivos anúncios são descritos na tabela 3.1 abaixo.

TABELA 3.1 - TRANSAÇÕES INCLUÍDAS NO ESTUDO E ATRIBUIÇÃO DE SEUS CÓDIGOS

<i>IF Adquirida/ Incorporada</i>	<i>IF Adquirente/ Dominante</i>	<i>Data (Mês)</i>	<i>Código Transação</i>
Banco Real	ABN AMRO Bank	jul/98	ABN1
Bandepe	ABN AMRO Bank	nov/98	ABN2
Paraiban	ABN AMRO Bank	nov/01	ABN3
Banco Sudameris	ABN AMRO Bank	abr/03	ABN4
Interamerican Express	American Express Bank	mai/02	AMX1
Banco Excel Econômico	Banco Bilbao Vizcaya	abr/98	BBV1
BESC	Banco do Brasil	out/08	BBR1
Nossa Caixa	Banco do Brasil	nov/08	BBR2
Votorantim	Banco do Brasil	jan/09	BBR3
Banco Mappin	Banco General Electric	fev/98	GEM1
Bank Boston	Bank of America	out/03	BOA1
Banco Pontual	BCN	nov/98	BCN1
Banco das Nações	BCN	ago/00	BCN2
BCR- Crédito Real do R.S.	Bradesco	abr/98	BRA1
Baneb	Bradesco	jun/99	BRA2
Boavista Interatlântico	Bradesco	abr/00	BRA3
Banco Mercantil de São Paulo	Bradesco	jan/02	BRA4
BEA	Bradesco	jan/02	BRA5
Banco Cidade	Bradesco	fev/02	BRA6
Banco BBV Brasil	Bradesco	jan/03	BRA7
Banco Zogbi	Bradesco	nov/03	BRA8
Banco Intercap	Bradesco	dez/04	BRA9
Dibens	Bradesco	jun/05	BRA10
BEC	Bradesco	dez/05	BRA11
Amex	Bradesco	mar/06	BRA12
BMC	Bradesco	jan/07	BRA13
Ibi	Bradesco	jun/09	BRA14
Panamericano	Caixa Econômica Federal- CaixaPar	dez/09	CEF1
Banco de Investimento Garantia	Credit Suisse	jun/98	CRS1
Corretora Hedging Griffó	Credit Suisse	dez/06	CRS2
Banco Emblema	Grupo Seculus- Semear	mai/04	SEM1
Banco CCF	HSBC Bank	jul/00	HSB1
Lloyd TSB	HSBC Bank	out/03	HSB2
Banco Indusval Multistock	HSBC Bank	ago/04	HSB3
Banco Matone	HSBC Bank	nov/04	HSB4
BEMGE	Itaú	set/98	ITA1
Banestado	Itaú	out/00	ITA2

Continua

Conclusão

<i>IF Adquirida/ Incorporada</i>	<i>IF Adquirente/ Dominante</i>	<i>Data (Mês)</i>	<i>Código Transação</i>
BEG	Itaú	dez/01	ITA3
BBA Creditanstalt	Itaú	nov/02	ITA4
Banco Fiat	Itaú	dez/02	ITA5
Banco AGF	Itaú	out/03	ITA6
BEMGE	Itaú	fev/04	ITA7
Bank Boston	Itaú	mai/06	ITA8
Unibanco	Itaú	nov/08	ITA9
Concórdia	Rendimento	out/09	REN1
Banco Sul América	Rural	mai/03	RUR1
Meridional (Bozano Simonsen)	Santander	fev/00	SAN1
Banespa	Santander	nov/00	SAN2
ABN AMRO	Santander	out/07	SAN3
Pecúnia	Société Générale	mar/06	SOC1
Cacique	Société Générale	fev/07	SOC2
Banco América do Sul	Sudameris	abr/98	SUD1
Banco Dibens	Unibanco	mar/98	UNI1
Credibanco	Unibanco	fev/00	UNI2
Banco Bandeirantes	Unibanco	jul/00	UNI3
Banco Fininvest	Unibanco	dez/00	UNI4
Banco Investcred	Unibanco	ago/01	UNI5
Creditec Financeira	Unibanco	nov/03	UNI6
BNL do Brasil	Unibanco	jun/04	UNI7
Banco Morada	Unibanco	abr/05	UNI8

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Risk Bank (2013).

3.3 COLETA DE DADOS

A coleta de dados pertinentes ao processamento das variáveis quantitativas de eficiência do presente trabalho (a serem especificadas na seção 3.4), consistiu na obtenção de balancetes mensais de todas as instituições do Sistema Financeiro junto ao Banco Central do Brasil a partir do surgimento do Plano Real até o dezembro de 2012, conforme delimitação temporal adotada.

Os demonstrativos foram obtidos de forma bruta, ou seja, os arquivos disponibilizados continham informações contábeis de todas as instituições financeiras do SFN obrigadas à prestação dessas informações ao BACEN para cada mês. De acordo com o COSIF- Plano Contábil das Instituições Financeiras do Sistema Financeiro Nacional, o qual

regula as normas de apresentação de informações contábeis dessas instituições, os balancetes devem conter dados sobre as contas ativas, passivas, de resultado credoras e devedoras.

Desta forma, procedeu-se à seleção de demonstrativos mensais de cada instituição da amostra estudada a partir do arquivo consolidado, atribuindo então a cada transação de F&A a respectiva cobertura de 36 balancetes anteriores e 36 balancetes posteriores ao seu mês de anúncio. Tais demonstrativos, como será visto à diante, contemplam as informações necessárias para o cálculo dos indicadores do presente trabalho.

3.4 ANÁLISE DE DADOS

Neste estudo foi adotada a metodologia proposta por McConnell e Muscarella (1985) que estudaram efeitos de decisões de investimento sobre o valor de mercado de empresas, expresso pelo valor das ações. Os autores adotaram um procedimento de comparação de médias de retornos diários dos ativos em dois períodos a partir da adoção da data da publicação da nova decisão de investimento pela empresa como data do evento (data zero). O comportamento médio dos retornos dos ativos foi medido para os dias -1 ao 0¹⁶ e para o período compreendido entre os dias -60 e +60 (exceto -10 ao +10) para cada firma individualmente e posteriormente em seção cruzada, ou *cross section*¹⁷, permitindo a construção de uma base de dados de retornos médios diários dos ativos das empresas para a janela de 121 dias. As conclusões acerca dos possíveis impactos das decisões de investimento anunciadas sobre o comportamento do preço dos ativos foram extraídas através dos resultados do Teste *t* e do Teste Binomial de Sinais, que compararam as médias dos retornos *cross section* dos dois dias próximos ao evento (-1 e 0), à média dos retornos *cross section* do período de 100 dias (-60 ao -11 e +11 ao +60), este último considerado como uma representação do retorno padrão (médio) dos ativos.

¹⁶ Os autores explicam que possíveis reflexos das decisões de investimento sobre os preços das ações podem ocorrer instantaneamente em dois dias: no dia anterior à sua publicação, quando ocorre seu anúncio, e no dia da própria publicação oficial, nos casos em que a empresa anuncia a decisão após o fechamento do mercado bursátil, fazendo com que o impacto sobre os valores dos ativos ocorra no dia seguinte.

¹⁷ As médias *cross section*, ou médias de seção cruzada, que formaram a base de dados do estudo de McConnell e Muscarella (1985) foram estimadas do dia -60 a +60 através do cálculo diário da soma dos retornos dos ativos de cada empresa dividida pelo número de empresas. Assim, cada um dos 121 retornos diários *cross section* incorporou a tendência dos ativos de todas as empresas incluídas no trabalho.

De forma semelhante, o presente trabalho investigou possíveis mudanças de patamar de determinados indicadores de eficiência de um grupo de instituições financeiras após a ocorrência de eventos de F&A, os quais foram caracterizados pelas suas respectivas *datas de anúncio*¹⁸. A partir do cálculo das variáveis para cada um dos sessenta eventos para os meses -36 ao -1 e +1 a +36 (n variáveis, $1 \leq n \leq 17$), em que cada evento utilizou como base de cálculo as informações contábeis da IF adquirente/dominante que o originou, foram obtidas suas médias mensais *cross section*.

De acordo com o esquema exibido na figura 3.1, a coluna t refere-se aos meses analisados (-36 a +36) separados pelo mês do evento, excluído da análise. As colunas seguintes, identificadas por $F\&A1$, $F\&A2$... $F\&A60$ são correspondentes às séries de variáveis calculadas individualmente para cada um dos sessenta eventos (conforme descrito anteriormente na delimitação da amostra). Com base nesse quadro de setenta e dois indicadores (meses -36 a -1 e +1 a +36) ordenados mensalmente para cada uma das sessenta transações com uma mesma “data zero”, foram extraídas as médias horizontais *cross section*, que por sua vez representam o nível de eficiência médio das IF nas especificações de cada variável n , no período de setenta e dois meses. Os 17 conjuntos (um por variável) de setenta e dois meses de médias *cross section* de indicadores serão denominados amostras.

FIGURA 3.1 - ESQUEMA PARA OBTENÇÃO DAS AMOSTRAS E SUBAMOSTRAS DAS VARIÁVEIS (VARIÁVEL N: VARI À VARI17)

	t (mês em relação ao de ocorrência da F&A)	$F\&A1$ $F\&A2$... $F\&A60$	SEQUÊNCIA para a VARIÁVEL n ($1 \leq n \leq 17$), da média de todas as transações em cada mês	Meses da Amostra VARIÁVEL n	Subamostras da VARIÁVEL n (a serem comparadas)	
EVENTO	Antes	-36 -35 ... -1	indicadores calculados para cada uma das 60 F&A dos meses -36 a -1 em relação à data do evento	$\sum(F\&A1 : F\&A60) / 60; t=-36$ $\sum(F\&A1 : F\&A60) / 60; t=-35$... $\sum(F\&A1 : F\&A60) / 60; t=-1$	72 meses, excluído o mês do evento ($t=-36$ a $t=1$ e $t=1$ a $t=36$)	36 meses, anteriores ao evento ($t=-36$ a $t=-1$)
	Após	1 ... 35 36	indicadores calculados para cada uma das 60 F&A dos meses 1 a 36 em relação à data do evento	$\sum(F\&A1 : F\&A60) / 60; t=1$... $\sum(F\&A1 : F\&A60) / 60; t=35$ $\sum(F\&A1 : F\&A60) / 60; t=36$		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Finalmente, cada uma das amostras referentes às n variáveis foi dividida nos dois períodos de interesse, denominados subamostras: n subamostras dos meses -36 a -1, que

¹⁸ Entende-se neste estudo a data do anúncio como o mês do anúncio, ou mês “zero”, o qual é excluído da análise estatística.

refletem o comportamento mensal médio de todas as IF no período anterior às F&A, e n subamostras dos meses +1 a +36, referentes ao período posterior a esses eventos. Para cada uma das n variáveis, a comparação entre as medidas centrais das subamostras foi realizada através do Teste t para Diferenças entre Médias quando da detecção de normalidade da distribuição de sua amostra de origem. Nos outros casos, as subamostras foram submetidas ao Teste U de Mann-Whitney para Diferenças de Medianas.

A hipótese nula do estudo preconiza que não há variação significativa na eficiência das IF após as F&A, expressa pelas medidas de tendência central das subamostras de cada variável n . Nesse sentido, é necessário que para se responder ao problema de pesquisa seja testada essa hipótese nula por $n=17$ vezes. Abaixo segue a formulação do teste de hipóteses (\bar{X} para teste paramétrico e \tilde{X} para teste não-paramétrico):

$$\text{Se } \tilde{X}_{N [+1;+36]} - \tilde{X}_{N [-36;-1]} = 0 \Rightarrow \text{Rejeita-se } H_0$$

$$\text{Se } \tilde{X}_{N [+1;+36]} - \tilde{X}_{N [-36;-1]} \neq 0 \Rightarrow \text{Não Rejeita-se } H_0$$

ou

$$\text{Se } \bar{X}_{N [+1;+36]} - \bar{X}_{N [-36;-1]} = 0 \Rightarrow \text{Rejeita-se } H_0$$

$$\text{Se } \bar{X}_{N [+1;+36]} - \bar{X}_{N [-36;-1]} \neq 0 \Rightarrow \text{Não Rejeita-se } H_0$$

em que:

$$\tilde{X}_{N [-36;-1]} = \text{mediana da subamostra da variável } n \text{ no período pré-evento}$$

$$\tilde{X}_{N [+1;+36]} = \text{mediana da subamostra da variável } n \text{ no período pós-evento}$$

$$\bar{X}_{N [-36;-1]} = \text{média da subamostra da variável } n \text{ no período pré-evento}$$

$$\bar{X}_{N [+1;+36]} = \text{média da subamostra da variável } n \text{ no período pós-evento}$$

Quanto à escolha dos indicadores de eficiência a serem analisados, Guzmán (2002) apresentou os impactos das F&A sobre a *performance* operacional bancária no Brasil, observando possíveis presenças de diferenças significantes entre 19 indicadores do período anterior e posterior a processos de F&A incluídas em sua amostra. O presente estudo utilizou variáveis propostas por Guzmán (2002), com a realização de pequenos ajustes, de forma que pudesse ser analisado o maior número de eventos possível, especialmente com relação às

instituições financeiras que não possuíam capital aberto, mas que também estiveram presentes no histórico de F&A no país (excluídas portanto de seu trabalho pela especificidade da formatação dos indicadores). As adaptações, supressões e adições com relação à sua base de indicadores, poderão ser verificadas ao se comparar sua descrição nas seções 3.4.1.1 à 3.4.1.17 com a descrição das variáveis de seu trabalho.

Através da revisão da literatura sobre o tema desta pesquisa, nota-se que grande parte dos pesquisadores, ao estudarem o comportamento de indicadores de eficiência, o fazem utilizando categorização de acordo com o tipo de eficiência a que suas variáveis se referem. Por serem muito comumente encontradas na bibliografia existente, aqui serão as 17 variáveis classificadas em três tipos principais de eficiência, adotados em muitos trabalhos acadêmicos: *Categoria I- Eficiência de Lucros*, *Categoria II- Eficiência Operacional* e *Categoria III- Eficiência Gerencial*:

Categoria I- Eficiência de Lucros

- VAR1- Resultado Bruto da Intermediação Financeira/ Ativo Total
- VAR2- Resultado Operacional/ Ativo Total
- VAR3- ROE- Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido
- VAR4- ROA- Lucro Líquido/ Ativo Total

Categoria II- Eficiência Operacional

- VAR5- Despesas Operacionais/ Receitas Operacionais
- VAR6- Despesas Operacionais/ Ativo Total
- VAR7- Despesas Totais/ Ativo Total
- VAR8- Despesas Administrativas/ Operações de Crédito
- VAR9- Despesas da Intermediação Financeira/ Passivos
- VAR10- Outras Despesas Operacionais/ Despesas Totais
- VAR11- Outras Despesas Operacionais/ Ativo Total
- VAR12- Despesas Totais/ Receitas Totais
- VAR13- Despesas Operacionais Não Vinculadas a Juros/ Ativo Total
- VAR14- Despesas Totais/ Ativo Total
- VAR17- Índice de Eficiência Operacional

Categoria III- Eficiência Gerencial

VAR15- Lucro Líquido Antes de Impostos/ Patrimônio Líquido

VAR16- Lucro Líquido Antes de Impostos/ Ativo Total

3.4.1 PROCESSAMENTO DAS VARIÁVEIS

O processamento dos dados dos demonstrativos financeiros das instituições passa por dois procedimentos principais até a obtenção das amostras e subamostras de valores calculados para cada uma das 17 variáveis (conforme descrito anteriormente):

I- cálculo dos indicadores de eficiência dos bancos, por setenta e dois meses, em cada ocorrência de F&A pelas quais passaram, procedimento que forneceu uma base aproximada de 73 mil indicadores (setenta e dois meses, por 17 variáveis, por sessenta eventos de F&A); e

II- cálculo das médias mensais *cross section* para cada variável, para a formatação das 17 amostras de setenta e dois meses cada, o que resultou numa redução da massa de aproximadamente 73 mil para pouco mais de 1,2 mil indicadores.

As seções a seguir conterão descrição da metodologia de cálculo para cada variável de eficiência das 17 adotadas no estudo, especificamente no que se refere ao procedimento I (cálculo dos indicadores próximos às 60 transações da amostra) citado acima.

3.4.1.1 Variável VARI- Resultado Bruto da Intermediação Financeira / Ativo Total

A *VARI-Resultado Bruto da Intermediação Financeira / Ativo Total*, foi calculada considerando-se como Resultado Bruto da Intermediação Financeira das IF a soma das contas contábeis do COSIF de Receitas e Despesas da Intermediação Financeira¹⁹. Com relação às Receitas de Intermediação Financeira, foram adotadas as contas do plano de contas COSIF Rendas de Operações de Crédito (71100001), Rendas de Arrendamento Mercantil

¹⁹ As contas contábeis de Despesas no plano do COSIF são acompanhadas de sinal negativo, bastando sua soma junto às contas de Receitas para a obtenção de valores de contas de Resultado.

(71200004), Rendas de Operações com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (71500003), Rendas de Câmbio (71300007), além da conta Resultado de Aplicações Compulsórias (71400000), que por ter caráter de conta de resultado foi somada sem contrapartida de custo operacional como as demais contas do grupo. Para as Despesas Financeiras foram adotadas as contas Despesas de Captação (81100008), Despesas por Obrigações de Empréstimos e Repasses (81200001), Despesas de Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007) e Despesas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (81500000). O valor dos Ativos Totais é dado pela conta COSIF Total do Ativo (39999993).

$$VAR 1 = \left\{ \left[\left(\begin{array}{c} 71100001 \\ \sum 71200004 \\ 71500003 \\ 71300007 \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} 81100008 \\ \sum 81200001 \\ 81400007 \\ 81500000 \end{array} \right) \right] + 71400000 \right\} / 39999993$$

A utilização da razão destes dois valores, Resultado da Intermediação Financeira e Ativo Total como indicador de eficiência, parte do princípio de que a intermediação é a principal atividade da instituição financeira, e os ativos totais são a soma de todos os bens aplicados na atividade somados aos direitos referentes à ponta ativa da intermediação. Representa a descrição de quão bem a empresa está operando seus ativos em busca de resultados.

A melhoria de eficiência para o indicador se dá quando o mesmo é aumentado, e a queda de eficiência é constatada quando é reduzido. Indica, portanto, a capacidade da instituição financeira em ter resultado na forma de intermediação financeira através dos ativos aplicados na atividade, podendo ser entendido como a “quantidade de reais que a empresa gerou no período em forma de resultado de intermediação financeira, para cada R\$ 1,00 aplicado em forma de ativo”.

3.4.1.2 Variável VAR2- Resultado Operacional / Ativo Total

A VAR2- Resultado Operacional/ Ativo Total é calculada através da divisão do valor obtido pela soma das contas de Despesas Operacionais e Receitas Operacionais, dividido pelo

valor do Total do Ativo. As Receitas Operacionais, de acordo com a (BACEN,1987), englobam os ganhos e lucros ao passo que as despesas abrangem as despesas propriamente ditas, perdas e prejuízos. São receitas e despesas típicas da atividade bancária. As contas de Resultado Operacional (Receitas Operacionais, 71000008 e Despesas Operacionais, 81000005) englobam entre Receitas Operacionais, as Rendas de Operações de Crédito (71100001), Rendas de Arrendamento Mercantil (71200004), Rendas de Câmbio (71300007), Rendas de Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (71400000), Rendas de Títulos de Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos (71500003), Rendas de Prestação de Serviços (71700009), Rendas de Participações (71800002) e Outras Rendas Operacionais (71900005). Outras Rendas Operacionais (71900005), por sua vez, são representadas por rendas operacionais que “constituam efetiva receita da instituição, no período, para cuja escrituração não exista conta específica, bem como para a reclassificação dos saldos credores apresentados por contas de resultado de natureza devedora, decorrentes do registro da variação cambial incidente sobre operações passivas com cláusula de reajuste cambial”. (BACEN 1987 e 2002).

Entre as Despesas Operacionais (81000005) são incluídas as Despesas de Captação (81100008), Despesas por Obrigações de Empréstimos e Repasses (81200001), Despesas de Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007), Despesas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (81500000), Despesas de Participações (81600003), Despesas Administrativas (81700006), Aprovisionamento e Ajustes Patrimoniais (81800009) e Outras Despesas Operacionais (81900002), sendo o último grupo representado por aquelas despesas operacionais que obedecem à mesma sistemática da escrituração de Outras Receitas Operacionais, descrita anteriormente.

Mensurando a dimensão do Resultado Operacional em relação ao volume dos Ativos das instituições refletido na conta Total do Ativo (39999993), a Variável *VAR2* pode representar melhor eficiência à medida que se eleva, e menor eficiência quando é reduzida. Da mesma forma que a *VARI*, a *VAR2* indica uma medida de eficiência da utilização dos ativos das instituições, sendo que quanto maior ela for, melhor.

$$VAR\ 2 = \left[\begin{array}{c} \left(\begin{array}{c} 71100001 \\ 71200004 \\ 71500003 \\ \Sigma\ 71300007 \\ 71700009 \\ 71800002 \\ 71900005 \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \Sigma\ 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right) \end{array} \right] / 39999993$$

O Resultado Operacional é a medida de resultado da atividade da empresa em seu principal objeto social, ou seja, em geral as instituições financeiras apresentam como resultado operacional tudo aquilo que é Resultado da Intermediação Financeira e da Prestação de Serviços. Esta medida de Resultado Operacional sobre Ativo Total implica uma medida que deve ser entendida como “quanto é gerado em forma de Resultado Operacional para cada R\$ 1,00 de Ativo aplicado na atividade.” A comparação entre os períodos é necessária para que haja conclusões a respeito da melhoria de eficiência, sendo que não existe medida estática que indique limites de uma boa ou má relação entre os valores.

3.4.1.3 Variável VAR3- ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)

A VAR3- ROE (*Return on Equity* ou *Retorno sobre o Patrimônio Líquido*) é calculada pela divisão do Lucro Líquido após Imposto de Renda, obtido pela soma das Contas de Resultado Credoras (70000009) e das Contas de Resultado Devedoras (80000006) do COSIF (a soma das contas credoras e devedores já inclui o cômputo dos impostos, fornecendo o resultado líquido das instituições), pelo Patrimônio Líquido (60000002) das empresas.

O plano de contas COSIF, que padroniza a apresentação de informações contábeis para as instituições financeiras no Brasil estabelece dentro do Capítulo II- Passivo das Normas do Sistema Financeiro, os grupos de contas iniciados pelos numerais 4 a 9 (4-Circulante e Exigível em Longo Prazo, 5-Resultados de Exercícios Futuros, 6- Patrimônio Líquido, 7- Contas de Resultado Credoras e 8-Contas de Resultado Devedoras e 9-Compensação). Contudo, esse plano não apresenta uma rubrica específica para exibição do Lucro Líquido dessas instituições.

Para a obtenção do Lucro Líquido após impostos, que é o caso do numerador do indicador que está sendo descrito, basta serem somados os grupos de contas 7- Contas de

Resultado Credoras e 8- Contas de Resultado Devedoras. A obtenção do Lucro Líquido pelo numerador citado acima é verificada ao se analisar mais a fundo a composição do grupo 8- Contas de Resultado Devedoras. Em geral, essa conta reflete as despesas operacionais, as despesas não operacionais, alguns rateios e ajustes internos e finalmente o pagamento do imposto de renda, fazendo com que a soma das contas devedoras e credoras permitam conhecer o resultado dos bancos após IR.

Desta forma, quando somadas as contas credoras e devedoras, o saldo que se obtém (positivo no caso de lucro e negativo no caso de prejuízo) é comprovadamente após o pagamento de impostos, o qual deverá de acordo com a metodologia para o indicador, ser dividido pelo total do patrimônio líquido.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 114), o ROE mede o retorno do recurso aplicado diretamente na empresa pelos seus proprietários. Demonstra o quanto é obtido de Lucro Líquido para cada unidade monetária impressa na atividade pelos sócios. É dado pela relação observada entre o Lucro Líquido e o Total do Patrimônio Líquido. Com relação à sua operacionalização no presente trabalho,

$$VAR3 = \left(\frac{\sum 70000009}{80000006} \right) / 60000002$$

3.4.1.4 Variável VAR4- ROA (Retorno sobre o Ativo)

Da mesma forma que a VAR3, a VAR4- ROA (Retorno sobre o Ativo), pode ser interpretada como melhor eficiência da instituição à medida que é aumentada ou como perda de eficiência se diminuída. Através desse indicador é obtida a medida de rentabilidade ou de eficiência, sendo aqui tratada como uma medida especificamente de eficiência dos ativos aplicados na atividade bancária em termos de sua capacidade para geração de lucros líquidos (aqui sendo classificado na *Categoria I- Eficiência de Lucros*). Portanto, é obtida através da divisão do Lucro Líquido após Imposto de Renda pelo Ativo Total das IFs.

De acordo com Matarazzo (2003) e Gitman (2004), o ROA é dado pela divisão do Lucro Líquido após Impostos pelo Ativo Total. Assim, as contas correspondentes do plano de contas COSIF a serem utilizadas no presente estudo, de acordo com as especificidades da apresentação dos demonstrativos contábeis de bancos, serão as Contas de Resultado Credoras

(70000009), as Contas de Resultado Devedoras (80000006), cuja soma (dado sinal negativo do total das Contas de Resultado Devedoras) demonstra o Lucro Líquido das instituições financeiras, e finalmente a conta do Ativo Total (39999993). Assim, o cálculo é operacionalizado da seguinte forma:

$$VAR4 = \left(\sum \begin{matrix} 70000009 \\ 80000006 \end{matrix} \right) / 39999993$$

Esse indicador demonstra-se de elevada importância no estudo de variação de eficiência de lucros das instituições, tendo sido utilizada por inúmeros pesquisadores que investigaram seu comportamento em função dos eventos de F&A, como foi o caso de Porth (1992), Cornett, McNutt e Tehranian (2006), Ismail, Davidson e Frank (2009) e Goldner e Araújo (2005), por exemplo.

3.4.1.5 Variável VAR5- Despesas Operacionais/ Receitas Operacionais

A *VAR5- Despesas Operacionais/ Receitas Operacionais* é a primeira das 11 estabelecidas na *Categoria III- Eficiência Operacional*. Também é a primeira de três que se configuraram razões de despesas (juntamente das *VAR6- Despesas Operacionais/ Ativo Total* e *VAR7- Despesas Totais/ Ativo Total*). Essa lógica de razão de despesas como medidores de eficiência operacional de instituições financeiras foi utilizada anteriormente, de acordo com Guzmán (2002), Linder e Crane (1993), Rose (1995) e Pilloff (1996).

A Variável *VAR5* é obtida através da divisão do módulo do valor da conta de Despesas Operacionais (81000005) pelo valor da conta de Receitas Operacionais (71000008) do COSIF, ou pelo resultado dessa divisão com seus sinais originais, multiplicado pelo fator (-1). Devido à apresentação da conta COSIF 81000005 de despesas operacionais com sinal negativo, tal ajuste é requerido para obtenção da forma percentual desejada para o estudo.

O sentido da utilização desse indicador entre os indicadores que medem eficiência operacional das instituições financeiras está na observação do “nível de despesas operacionais, comparado ao nível de receitas operacionais geradas”. Desta forma, uma evolução do valor do indicador implica perda aos bancos em termos de eficiência operacional, pois em linhas gerais, as receitas operacionais estariam sendo geradas a partir de um volume

de despesas operacionais relativamente mais alto. Por outro lado, quanto menor o valor desse indicador, maior eficiência é identificada, pois para um dado nível de receitas operacionais, o banco estaria sendo menos sacrificado em termos de despesas operacionais para sua geração.

Esse indicador compara, portanto, o esforço operacional despendido ao retorno auferido também em termos operacionais, de modo que quanto maior a distância entre os valores observados das despesas e das receitas operacionais, maior a eficiência calculada para as instituições financeiras. Seu cálculo através dos demonstrativos financeiros obtidos junto ao BACEN foi operacionalizado conforme abaixo:

$$VAR\ 5 = \left[\left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \Sigma\ 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right) / \left(\begin{array}{c} 71100001 \\ 71200004 \\ 71500003 \\ \Sigma\ 71300007 \\ 71700009 \\ 71800002 \\ 71900005 \end{array} \right) \right] * (-1)$$

3.4.1.6 Variável VAR6- Despesas Operacionais / Ativo Total

A *VAR6- Despesas Operacionais/ Ativo Total* pode ser entendida como uma medida de eficiência em termos de despesas operacionais em função do volume dos ativos das instituições financeiras. Em outras palavras, esse indicador é interpretado quanto à razão do volume de despesas decorrentes da operação ou atividade-objeto dos bancos pelo volume de ativos mantidos em suas carteiras. Assim, demonstra-se mais eficiente aquela IF que mostrar capacidade de manutenção de um nível alto de ativos apresentando um nível baixo de despesas operacionais (indicador mais baixo). Do contrário, uma IF pouco eficiente mostra altos gastos operacionais para manutenção de seus ativos (indicador mais alto).

Seu cálculo, portanto, compreende a divisão da conta COSIF de Despesas Operacionais (81000005) em módulo, pelo valor Total do Ativo (39999993), ou pela sua divisão em seus valores originais e multiplicação de seu resultado pelo fator (-1). A conta de Despesas Operacionais, numerador do indicador, abrange as Despesas de Captação (81100008), Despesas por Obrigações de Empréstimos e Repasses (81200001), Despesas de

Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007), Despesas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (81500000), Despesas de Participações (81600003), Despesas Administrativas (81700006), Aprovisionamento e Ajustes Patrimoniais (81800009) e Outras Despesas Operacionais (81900002).

Em suma, a *VAR6* evidencia, portanto o nível de esforços operacionais (traduzidos nas despesas operacionais) em relação ao Ativo Total das instituições, sendo que quanto maior o indicador, menor a eficiência constatada e, quanto menor o indicador, maior eficiência a ser atribuída às IF. Esse indicador também foi utilizado por Guzmán (2002) e Bressan (2009), sendo operacionalizado da seguinte forma:

$$VAR\ 6 = \left[\left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \sum 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right) / 39999993 \right] * (-1)$$

3.4.1.7 Variável VAR7- Despesas Totais / Ativo Total

O último indicador de razão de despesas utilizado, a *VAR7- Despesas Totais/ Ativo Total*, foi obtido através de um numerador configurado pela soma das contas de Despesas Operacionais (81000005), que engloba a soma das contas Despesas de Captação (81100008), Despesas por Obrigações de Empréstimos e Repasses (81200001), Despesas de Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007), Despesas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (81500000), Despesas de Participações (81600003), Despesas Administrativas (81700006), Aprovisionamento e Ajustes Patrimoniais (81800009) e Outras Despesas Operacionais (81900002), e das Despesas Não Operacionais (83000003), a qual totaliza as contas Prejuízos em Transações com Valores e Bens (83100006), Prejuízos na Alienação de Investimentos (83110003), Prejuízos na Alienação de Participações Societárias (83130007), Prejuízos na Alienação de Valores e Bens (83150001) e Outras Despesas Não Operacionais (83900000). Por ser uma medida de eficiência dos ativos das instituições, é

utilizada como denominador a conta Total do Ativo (39999993). Para obtenção do indicador em forma percentual do ativo das empresas analisadas, multiplica-se o resultado da operação pelo fator (-1), dada a utilização dos indicadores de despesas em seus sinais originais negativos, os quais divididos por denominadores positivos gerariam razões negativas.

A utilização desse indicador como medida de eficiência operacional dos bancos estudados é feita no sentido de se captarem efeitos semelhantes ao da *VAR6*, contudo incluindo não somente o efeito das despesas operacionais, mas sim de todas as despesas dessas organizações. Assim, a *VAR7* tem como objetivo mostrar uma espécie de relação de despesas totais para de manutenção dos ativos dos bancos, de modo que quanto maior seu valor, menor a eficiência operacional, e vice-versa. Seu cálculo se dá conforme abaixo:

$$VAR\ 7 = \left[\left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \sum 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} 83100006 \\ 83110003 \\ \sum 83130007 \\ 83150001 \\ 83900000 \end{array} \right) / 39999993 \right] * (-1)$$

3.4.1.8 Variável *VAR8*- Despesas Administrativas / Operações de Crédito

A *VAR8*- Despesas Administrativas/ Operações de Crédito visa a constatação dos níveis de eficiência operacional das IF no emprego de despesas administrativas (sendo as mais representativas as despesas com pessoal, honorários e aluguéis, por exemplo) em busca da aplicação e manutenção de suas carteiras de crédito.

As operações de crédito, que são juntamente das rendas de prestação de serviços, uma das principais fontes de renda das instituições financeiras brasileiras, tiveram expansão significativa observada nos últimos anos. Assim, a importância do estudo do indicador *VAR8* que utiliza como denominador o total da carteira de crédito dos bancos, é relacionada ao interesse sobre o conhecimento dos esforços em termos de contratação de pessoal, remuneração a diretores ou expansão de rede (expressos em contas de despesas operacionais) empregados para que essa expansão tivesse ocorrido nos últimos anos.

Como Despesas Administrativas (81700006), são consideradas no plano de contas contábeis COSIF as despesas de água, energia e gás (81703003), despesas de aluguéis (81706000), despesas de arrendamento de bens (81709007), despesas de comunicações (81712001), despesas de contribuições filantrópicas (81715008), despesas de honorários (81718005), despesas de manutenção e conservação (81721009), despesas de material (81724006), despesas de pessoal (81727003 à 81736001), despesas de remuneração de estagiários (81737000), despesas de processamento de dados (81739008), despesas de promoções e relações públicas (81742002), despesas de propaganda e publicidade (81745009), despesas de publicações (81748006), despesas de seguros (81751000), despesas de serviços do sistema financeiro (81754007), despesas de serviços de terceiros (81757004), despesas de vigilância e segurança (81760008), despesas de serviços técnicos especializados (81763005), despesas de transportes (81766002), despesas tributárias (81769009), despesas de viagens ao exterior (81772003), despesas de viagens no país (81775000), despesas de multas do BACEN (81777008), despesas de taxa de administração do fundo (81781001) e outras despesas administrativas (81799000). A soma dessas despesas administrativas é então relacionada ao total das operações de crédito, demonstrado pelas instituições em conta específica COSIF Operações de Crédito (16000001). O fator (-1) também é utilizado para padronização dos coeficientes em formato percentual positivo, dado caráter negativo de seu numerador.

Quando a variável *VAR8* tem crescimento observado ao longo do tempo, deve ser interpretada como um crescimento dos esforços para aplicação de recursos e manutenção da carteira de crédito da instituição, daí menor eficiência. Já numa situação em que é observada a redução do indicador, a interpretação a ser dada ao fenômeno é de identificação de níveis menores de esforços operacionais para manutenção da carteira de crédito, o que implica ganho em eficiência operacional. Dada a consolidação das contas de despesas administrativas em 81700006, a operacionalização para o cálculo da *VAR8* segue o seguinte padrão:

$$VAR8 = \left(\frac{81700006}{16000001} \right) * (-1)$$

3.4.1.9 Variável *VAR9*- Despesas da Intermediação Financeira / Passivos

A *VAR9- Despesas da Intermediação Financeira/ Passivos* deve ser compreendida de modo geral, como a relação dos custos da principal atividade bancária (a intermediação financeira) em relação ao volume dos passivos totais (exigibilidades de curto e longo prazo). Desta forma, o aumento desse indicador pode indicar perda de eficiência às IF em relação a custos, pois as despesas de intermediação financeira teriam se tornado mais representativas quando comparadas ao valor total dos passivos das companhias analisadas. Por outro lado, a redução do indicador mostra ganhos em termos de eficiência operacional de custos, pois para um determinado volume de passivos mantido pelas IF, essas teriam passado a arcar com menos ônus pela manutenção desses em suas carteiras.

Esse indicador pode ser interpretado como o custo das dívidas contraídas para realização de intermediação financeira, dividido pelo volume desses passivos contraídos. Seria o mesmo que dividir o valor total do custo com remunerações pagas aos depósitos de clientes pelo total da carteira passiva com captações de clientes. No entanto, além de considerar esse tipo de operação (captação em forma de depósitos), a variável *VAR9* considera também as outras formas de promover a intermediação que não através apenas da captação de valores.

Para fins do cálculo da variável, e segundo o plano contábil das instituições financeiras, entende-se por Despesas da Intermediação Financeira a soma das Despesas de Captação (81100008), Despesas por Obrigações de Empréstimos e Repasses (81200001), Despesas de Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007) e Despesas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (81500000). Quanto aos Passivos, foi considerada a conta COSIF Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo (40000008). Em virtude do sinal das contas de despesas da intermediação financeira ser negativo, a operacionalização da variável incluiu a multiplicação pelo fator (-1), como segue:

$$VAR\ 9 = \left[\left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ \sum 81300004 \\ 81400007 \\ 81500000 \end{array} \right) / 40000008 \right] * (-1)$$

3.4.1.10 Variável *VAR10- Outras Despesas Operacionais / Total de Despesas*

O cálculo da *VAR10- Outras Despesas Operacionais/ Total de Despesas* foi especialmente motivado pela necessidade de se compreender a proporção da conta Outras Despesas Operacionais (81900002) dentro do total de despesas das instituições financeiras. Para Guzmán (2002, p. 40), essa categoria de despesas é considerada como da atividade acessória do objeto principal dos bancos, compreendendo algumas contas como de despesas de pessoal, administrativas e tributárias, por exemplo, que não puderam ser enquadradas na conta convencional de Despesas Operacionais devido a suas especificidades que não as permitiram ser registradas dessa maneira.²⁰ Essas despesas estariam sendo classificadas como Outras Despesas Operacionais por não possuírem classificação própria no plano de contas COSIF. Para fins de cálculo, é considerado o valor da conta Outras Despesas Operacionais (81900002), dividido pela soma das contas Despesas Operacionais (81000005) e Não operacionais (83000003), que representam as despesas totais (operacionais e não operacionais) dos bancos.

Esta relação de Outras Despesas Operacionais, que de acordo com o BACEN, tem como objetivo o registro das despesas operacionais que constituam despesa efetiva da instituição que não tenham conta específica para lançamento e também reclassificação de saldos devedores apresentados por contas de resultado de natureza credora decorrentes de registro da variação cambial sobre operações ativas com cláusula de reajuste cambial, sobre Despesas Totais, indica a participação desse grupo de despesas representado pelo numerador sobre o total dos gastos das IF. Importante ressaltar que as despesas operacionais são consideradas aquelas originadas em operações de intermediação financeira ou de prestação de serviços, que não sejam decorrentes de operações relacionadas ao Ativo Permanente (após MP 449/2008 Imobilizado e intangível) e não representem constituição de provisões, não representem despesas administrativas e não representem taxas pagas a prestadores de serviços terceirizados (BACEN, 2008).

Com isso, o cálculo da variável é executado de acordo com as contas COSIF constantes no procedimento abaixo:

²⁰ “As Despesas Operacionais para com Terceiros não contêm as com o Pessoal e nem as Tributárias e estão constituídas pelos valores apresentados sob o título de Outras Despesas Operacionais, conforme o COSIF (sua maior parcela – cerca de 50%), também sem possibilidade de maiores detalhamentos, mais as Despesas com Processamento de Dados, Serviços de Terceiros, Comunicações, Serviços Técnicos Especializados, Serviços do Sistema Financeiro, Manutenção e Conservação de Bens, Transporte etc. e as Despesas Não Operacionais, menos as recuperações. Incluem também as Despesas com Aluguéis, pela imaterialidade de seu valor (deveriam estar, a rigor, na Distribuição do Valor Adicionado). As Despesas Tributárias e com Recursos Humanos estão evidenciadas à parte.” (FIPECAFI, 2006)

$$VAR10 = 81900002 / \left(\sum \begin{matrix} 81000005 \\ 83000003 \end{matrix} \right)$$

Em virtude de essas Outras Despesas Operacionais serem classificadas como Guzmán (2002) e o BACEN as descrevem, ou seja, como despesas decorrentes de atividades acessórias ao objeto dos bancos, uma variação positiva do indicador evidencia perda de eficiência operacional às IF, ao passo que a redução desse indicador implica ganho de eficiência às mesmas. Isto, por que o aumento dessas despesas ainda que consideradas como operacionais, porém de atividades que não sejam diretamente ligadas ao negócio principal das instituições, pode ser considerado como ineficiência de suas estruturas que não foram capazes de internalizar a totalidade de rotinas operacionais. Nesse exemplo de perda de eficiência, esta é caracterizada pelo fato de que quando o percentual de outras despesas operacionais aumenta em relação ao total das despesas dos bancos, a sua operação (a que as despesas operacionais se referem) foi identificada como mais onerosa para as instituições, especialmente com gastos imprevisíveis que nem possuem previsão no plano de contas para que possam ser corretamente escriturados.

3.4.1.11 Variável VAR11- Outras Despesas Operacionais / Ativo Total

Em complemento à análise iniciada pela VAR10- Outras Despesas Operacionais / Despesas Totais, a VAR11- Outras Despesas Operacionais / Ativo Total, mede a relação desses itens contabilizados como outras despesas operacionais, cuja definição foi vista na seção 3.4.1.10, sobre o total do ativo das instituições financeiras. Seu cálculo se dá através da divisão da conta Outras Despesas Operacionais (81900002) pelo valor da conta Total do Ativo (39999993), com o resultado multiplicado pelo fator (-1). A metodologia de cálculo segue os padrões a seguir:

$$VAR11 = (81900002 / 39999993) * (-1)$$

Com o mesmo raciocínio de interpretação da VAR10, aqui o ganho de eficiência operacional se dá para esta variável quando o indicador se reduz, e as perdas desse tipo de eficiência podem ser observadas quando o seu valor aumenta.

3.4.1.12 Variável VAR12- Despesas Totais / Receitas Totais

A análise feita através da observação das variações do total das despesas sobre o total das receitas das instituições financeiras é caracterizada como uma medição de eficiência operacional ao passo que suas despesas são entendidas como um tipo de *inputs* da atividade bancária e as receitas como se fossem *outputs*, que seria uma análise do volume de insumos consumidos (despesas) e do volume de insumos produzidos (receitas). A observação do comportamento dessa variável é feita no sentido de se entender qual o nível de despesas as instituições financeiras possuem para geração de um determinado nível de receitas, ou seja, o indicador fornecerá uma noção de quantos reais em despesa são verificados para cada R\$ 1,00 de receita gerada pelos bancos.

Sendo as variáveis deste estudo comparadas não com indicadores de mercado, mas sim com os indicadores observados para as mesmas empresas antes dos eventos de F&A, caso esses eventos impactem em sua eficiência operacional, serão significantes as diferenças identificadas entre os dois períodos. Os números fornecidos por este indicador mostram então, quanto da receita auferida é gasto em forma de despesas totais.

Importante ressaltar que o conceito desse indicador aproxima-se do conceito de margem quando seu resultado é subtraído de 1. Analogamente, esse novo valor seria um tipo de margem sobre as receitas dos bancos. Portanto, um aumento das despesas totais em proporção maior que de receitas totais faria com que o indicador fosse aumentado, e esse indicador expresso pela VAR12 aumentado, subtraído de 1, implicaria uma menor margem para a atividade das instituições financeiras.

O contrário também é verdadeiro, sendo que se as despesas totais são reduzidas relativamente ao comparar-se com o movimento das receitas totais, haveria uma redução desse indicador. Esse indicador dado pela VAR12 já reduzido pela variação descrita, quando subtraído de 1, demonstra o aumento de margem sobre a receita auferida.

Seu cálculo é feito através da divisão das despesas totais sobre as receitas totais. Por sua vez, as despesas totais podem ser classificadas como despesas operacionais e despesas não operacionais. São incluídas nessas últimas, as contas de outras despesas operacionais e outras despesas não operacionais, de forma que as despesas descritas contemplem 100% dos gastos incorridos pelas instituições financeiras da amostra analisada. Em termos práticos, de acordo com o plano contábil das instituições financeiras do Brasil, serão utilizadas no presente cálculo as contas Despesas Operacionais (81000005), Despesas Não Operacionais (83000003), Receitas Operacionais (71000008) e Receitas Não Operacionais (73000006). Das contas a serem utilizadas para a mensuração da variável VAR12, as Despesas Operacionais, as Despesas Não Operacionais e as Receitas Operacionais já tiveram suas descrições detalhadas em seções anteriores. Quanto às Receitas Não Operacionais (73900003), essas são constituídas pelas contas Lucros em Transações com Valores e Bens (73100009), Lucros na Alienação de Investimentos (73110006), Lucros na Alienação de Participações Societárias (73130000), Lucros na Alienação de Valores e Bens (73150004), Outras Receitas Não Operacionais (73900003), Ganhos de Capital (73910000), Rendas de Aluguéis (73920007), Reversão de Provisões Não Operacionais (73990006) e outras Rendas Não Operacionais (73999007). A operacionalização da VAR12 é feita de acordo com as referidas contas, multiplicando-se o resultado pelo fator (-1), conforme abaixo:

$$VAR\ 12 = \left[\left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \sum 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} 83100006 \\ 83110003 \\ \sum 83130007 \\ 83150001 \\ 83900000 \end{array} \right) \right] / \left[\left(\begin{array}{c} 71100001 \\ 71200004 \\ 71500003 \\ \sum 71300007 \\ 71700009 \\ 71800002 \\ 71900005 \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} 73100009 \\ 73110006 \\ 73130000 \\ \sum 73150004 \\ 73910000 \\ 73920007 \\ 73990006 \\ 73999007 \end{array} \right) \right] * (-1)$$

Portanto, para ser analisada essa representatividade das despesas em relação às receitas dos bancos, as despesas constituem o numerador e as receitas o denominador da razão. Seu resultado é multiplicado pelo fator de correção (-1) devido ao sinal negativo dos valores das contas de despesas, que divididos pelos valores positivos dados pela soma das contas de receitas gerariam sinais negativos aos indicadores.

3.4.1.13 Variável VAR13- Despesas Operacionais Não Vinculadas a Juros / Ativo Total

Para o cálculo da *VAR13- Despesas Operacionais Não Vinculadas a Juros/ Ativo Total*, variação de um indicador de eficiência operacional utilizado por Guzmán (2002, p. 40) em seu cálculo foram utilizadas como despesas operacionais não vinculadas a juros as contas de Despesas de Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007), Despesas de Participações (81600003) e Despesas Administrativas (81700006), somadas em módulo e divididas pelo Total do Ativo (39999993). Assim, a variável foi configurada conforme abaixo:

$$VAR\ 13 = \left[\left(\begin{array}{c} 81300004 \\ \sum \\ 81400007 \\ 81600003 \\ 81700006 \end{array} \right) / 39999993 \right] * (-1)$$

Aqui se decidiu a retirada das contas não operacionais, adotadas por Guzmán (2002) para que o comportamento do indicador pudesse representar com mais clareza a eficiência operacional das instituições em análise. Não se trata de uma crítica ao método empregado, mas sim à modificação do indicador de acordo com os objetivos deste estudo.

O comportamento dessa variável deve ser observado sob a ótica da caracterização de despesas operacionais não vinculadas a juros como a classe de despesas que podem ser mais facilmente controladas dentro das instituições financeiras, especialmente as Despesas Administrativas e as Despesas de Participações (essas sobre o lucro, aos empregados e dirigentes, podendo ser participações de acionistas minoritários, ou mesmo de fundos de previdência). Quando se é observado o total de despesas desse tipo numa crescente em ritmo maior que o crescimento do total dos ativos, por exemplo, pode-se inferir que está havendo perda de eficiência operacional para as empresas. Quando o ativo cresce em ritmo mais acelerado que essas despesas ou é reduzido em percentuais menores que elas, é configurado ganho de eficiência operacional.

3.4.1.14 Variável VAR14- Despesas Totais / Ativo Total

A análise da *VAR14- Despesas Totais/ Ativo Total* consistiu na exploração das grandezas dos valores pagos em termos de juros, em relação ao valor total dos ativos das IF. Diferencia-se da *VAR13*, a qual considerou apenas as despesas operacionais não vinculadas a juros sobre os ativos das empresas, ou seja, excluiu do total das despesas, as não operacionais de qualquer natureza e as operacionais vinculadas a juros.

Desta forma, para a formação do numerador do indicador, esse foi projetado através da soma das contas Despesas Não Operacionais (83000003) e Despesas Operacionais (81000005). O denominador é composto pela conta Total do Ativo (3999993), sendo que o valor obtido deve ser multiplicado por (-1), devido aos sinais das contas de despesas distorcerem a variável:

$$VAR\ 14 = \left\{ \left[\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \Sigma\ 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right] + \left[\begin{array}{c} 83100006 \\ 83110003 \\ \Sigma\ 83130007 \\ 83150001 \\ 83900000 \end{array} \right] / 3999993 \right\} * (-1)$$

Qualquer elevação do nível de despesas em relação ao total do ativo das instituições analisadas (sejam vinculadas a juros ou não) é atribuível teoricamente à perda de eficiência operacional. A *VAR14*, bem como a *VAR13*, são medidas de despesas sobre o ativo, situação em que ambas significam perda de eficiência em seu aumento e ganho de eficiência em sua redução. A *VAR14* possui uma característica que lhe faz um pouco mais temida quanto a uma evolução em relação à variável anterior: enquanto a *VAR13* abrange apenas a relativização de contas não vinculadas aos juros sobre o ativo total (havendo então possibilidade para ganhos relativos a outros tipos de despesas, como as vinculadas aos juros ou as não operacionais, por exemplo), a proposta *VAR14* abrange todas as despesas da atividade bancária. Sua queda ou elevação mostram claramente a variação de eficiência em termos de despesas dessas empresas. Os ganhos são vistos quando da redução e as perdas quando do seu aumento.

Este é penúltimo indicador dedicado à descrição das variações de eficiência operacional dos bancos da amostra. A seguir, os próximos dois indicadores tratarão de retratar o desempenho gerencial observado nas empresas incluídas no estudo, especificamente em termos de sua capacidade para geração de resultados. Por fim, a última variável a ser estudada será um Índice de Eficiência Operacional (que embora esteja classificado sob o nº 17, é pertencente à *Categoria II- Eficiência Operacional*).

3.4.1.15 Variável VAR15- Resultado Antes de Imposto de Renda / Patrimônio Líquido

A *VAR15- Resultado do Exercício antes de Imposto de Renda/ Patrimônio Líquido* é a primeira das duas variáveis que demonstrarão o desempenho das organizações deste trabalho sob a ótica estabelecida pela *Categoria III- Eficiência Gerencial*. Por tratar-se de uma medida de desempenho gerencial, o indicador diferencia-se do cálculo do ROE (*Return on Equity*) convencional já apresentado sob outra variável, ao considerar em seu cálculo não o lucro líquido das instituições financeiras, mas sim seu lucro líquido antes de impostos (LAIR- Lucro Antes de Imposto de Renda).

O fato da “devolução” dos tributos pagos ao lucro líquido da empresa torna o valor dessa soma uma quantia mais aproximada do que seria a *performance* de seu corpo gerencial. Para Gitman (2004), esse procedimento propicia ao indicador calculado a eliminação do efeito tributário sobre o lucro. Desta forma, no intuito de se medir o desempenho da gerência quanto ao aproveitamento dos recursos colocados à disposição pelos acionistas ou qualquer outro tipo de investidores que possuam recursos nas empresas aplicados na forma de patrimônio líquido, o cálculo do indicador obedece à mesma sistemática do ROE da *VAR3* no que se refere à soma das Contas de Resultados Credoras (70000009) e Devedoras (80000006) para obtenção do Lucro Líquido. No entanto, como já citado, para a *VAR15* é restituído o imposto de renda ora cobrado na apuração do resultado, através da soma da conta COSIF Imposto de Renda (894000009) ao seu numerador novamente (com sinal negativo, para que não haja novamente o desconto de imposto, ao invés da devolução do mesmo:

$$VAR 15 = \left[\left(\sum \begin{matrix} 70000009 \\ 80000006 \end{matrix} \right) - (894000009) \right] / 60000002$$

O presente indicador segue o mesmo padrão da *VAR3*, no sentido de que o aumento desse ROE antes de Impostos, expresso na *VAR15*, demonstra mais eficiência da gerência dos bancos adquirentes no momento após as transações de F&A (o que é frequentemente alegado como sinergia em processos de F&A, em que após as operações, as Administrações de pior desempenho seriam eliminadas). Um recuo do indicador implica, portanto, que a gerência da empresa adquirente não apresentou melhoria de eficiência em sua atuação.

3.4.1.16 Variável *VAR16*- Resultado Antes de Imposto de Renda / Ativo Total

Igualmente à *VAR15*, esta variável *VAR16* é dedicada à medição do desempenho da gerência dos bancos adquirentes no período pós-transação. Resumidamente, essa variável segue os padrões do ROA convencional, exceto pelo fato da devolução dos valores pagos a título de imposto de renda ao numerador do indicador, de forma que a gerência possa ter seu desempenho caracterizado independentemente da carga tributária que incide sobre os lucros empresariais.

Como já explicitado, a obtenção do LAIR é dada pela soma das Contas de Resultado Credoras (70000009), Contas de Resultado Devedoras (80000006) e subtração da conta de sinal negativo Imposto de Renda (89400009). Com o cálculo do LAIR realizado, a variável é calculada através de sua divisão pelo Total do Ativo (39999993):

$$VAR16 = \left[\left(\sum \begin{matrix} 70000009 \\ 80000006 \end{matrix} \right) - (89400009) \right] / 39999993$$

Como o ROA convencional, que mostra melhor rentabilidade do ativo quando é aumentado e queda na rentabilidade quando é reduzido, a *VAR16* indica melhoria de eficiência gerencial quando cresce e piora de performance dos gerentes quando é observado em patamares inferiores no período pós-F&A.

3.4.1.17 Variável *VAR17*-Índice de Eficiência Operacional

Quanto ao Índice de Eficiência Operacional, *VAR17*, este foi incluído por último na lista das variáveis adotadas no trabalho embora seja pertinente sua junção aos demais da *Categoria II- Eficiência Operacional*, dedicada a descrever mudanças em termos operacionais para as IF que passaram por F&A no período estudado.

É importante ressaltar que o índice de eficiência operacional aqui adotado é o índice proposto por Assaf Neto (2002), que diverge de tantas outras metodologias de cálculo apresentadas tanto na literatura quanto no mercado financeiro. A metodologia de mercado, por exemplo, apresenta o índice de eficiência operacional como sendo a medida de despesas operacionais sobre o total das receitas da atividade bancária (essas receitas podem incluir uma combinação variada de receitas, porém o que é mais comum na prática de mercado é a adoção das receitas da intermediação financeira, receita de prestação de serviços e outras rendas operacionais). Em outras palavras, o índice de eficiência operacional é o indicador de despesas sobre as receitas operacionais. Dentre os grandes bancos brasileiros esse índice varia em torno de 0,4 a 0,6, implicando que aproximadamente 50% das receitas de suas atividades operacionais são consumidas em forma de despesas operacionais. Assim, quanto menor esse indicador, maior a eficiência do banco e quanto maior esse valor for, menos eficiente ele será.

Segundo Assaf Neto (2002), para instituições financeiras, o Índice de Eficiência Operacional é calculado através da divisão do valor das despesas operacionais pelas receitas de intermediação financeira, dando um caráter de produtividade ao indicador. Desta forma, ao operacionalizar essa variável *VAR17*, são entendidas pelo COSIF como Despesas Operacionais (81000005) as Despesas de Captação (81100008), Despesas por Obrigações de Empréstimos e Repasses (81200001), Despesas de Arrendamento Mercantil (81300004), Despesas de Câmbio (81400007), Despesas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (81500000), Despesas de Participações (81600003), Despesas Administrativas (81700006), Provisão e Ajustes Patrimoniais (81800009) e Outras Despesas Operacionais (81900002), e as Receitas da Intermediação Financeira descritas de acordo com as Circulares 3.316 e 3.383 do BACEN como sendo as contas Rendas de Operações de Crédito (71100001), Rendas de Arrendamento Mercantil (71200004), Resultado de Operações com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Derivativos (71600006), Rendas de Câmbio (71300007) e Resultado de Aplicações Compulsórias (71400000).

A mensuração do índice de eficiência operacional, o qual pode ser interpretado como a medida do valor de despesas operacionais apresentadas para cada R\$ 1,00 de receita auferida, é feita de acordo com o proposto por Assaf Neto (2002):

$$IEOp. = \frac{Despesas\ Operacionais}{R.\ Intermed.\ Financeira}$$

A *VAR17* (Índice de Eficiência Operacional), quanto mais elevada se apresentar, implica menor eficiência às instituições. Quanto mais reduzida, maior será a eficiência apresentada. Uma das propriedades desse indicador é a fronteira estabelecida pela razão de valor 1. Quando o indicador é calculado abaixo desse valor, isso implica que o banco estudado é capaz de arcar com todas as despesas operacionais através do valor auferido na forma de receita de intermediação financeira. Quando o valor calculado é acima de 1, implica que a instituição deve fazer esforços no sentido da redução de despesas operacionais ou mesmo do aumento da receita de intermediação financeira, de forma que o índice esteja sempre abaixo de 1 ou dele o mais próximo possível. A operacionalização desta variável se deu conforme as contas do COSIF abaixo, ressaltando que a multiplicação pelo fator (-1) se faz necessária para a correta mensuração do índice como alternativa à realização das operações das contas em seu valor de módulo.

$$VAR\ 17\ (IEOp.) = \left[\left(\begin{array}{c} 81100008 \\ 81200001 \\ 81300004 \\ 81400007 \\ \sum 81600003 \\ 81500000 \\ 81700006 \\ 81800009 \\ 81900002 \end{array} \right) / \left(\begin{array}{c} 71100001 \\ \sum 71200004 \\ 71500003 \\ 71300007 \end{array} \right) \right] * (-1)$$

3.4.2 TÉCNICAS ESTATÍSTICAS

O presente trabalho envolve um problema de pesquisa cujas possíveis respostas podem ser obtidas através da comparação de um conjunto de indicadores de eficiência de instituições financeiras da amostra selecionada, entre dois períodos distintos: antes e depois das transações de F&A. Importante ressaltar que as instituições que fazem parte da amostra são aquelas que obrigatoriamente atuaram nessas operações na condição de adquirentes ou dominantes.

Descritas as 17 variáveis escolhidas para expressar em termos numéricos as diferentes formas de eficiência dos bancos em questão (eficiência de lucros, custos, operacionais e de gerência), essas serão submetidas a testes que busquem evidências da presença ou ausência de diferenças significantes em suas medidas de tendência central (médias ou medianas), entre os momentos anterior e posterior às F&A.

No entanto, antes da submissão aos testes, é necessário que seja descrito o modo como foram obtidas essas séries de dados médios para cada uma das 17 variáveis. Esta análise abrange a comparação de um período de 36 meses antes e um período de mesma duração após os eventos. Desta forma, a cada variável adotada é atribuída uma série de 72 valores mensais a elas relacionados, os quais representam em termos médios o comportamento das IF que contribuíram com pelo menos uma das sessenta F&A incluídas no estudo.

Por sua vez, essa série de 72 meses atribuída às variáveis como média dos bancos, é simplesmente uma sequência mensal de médias de indicadores calculados para todas as transações englobadas pelo trabalho. Assim, essa série de 72 meses (que descreve o comportamento de cada uma das 17 variáveis como conjunto de instituições), a qual será submetida aos testes de diferenças em cada variável, é dada por meses numerados de -36 a 36 (excluído o mês zero, ou o mês da transação), em que o mês -36 é aquele mais distante do evento de F&A em relação ao passado e o mês 36 é aquele mais distante do evento no período posterior.

Essa média dos bancos referida acima é calculada quando feita a transposição de todas as F&A e seus 17 indicadores calculados para 36 meses antes e depois, a uma “data zero”, de modo que no momento da transposição de todas as 60 transações, essas sejam posicionadas lado a lado, permitindo que os meses -36, -35,...-1 e 1,...,35,36, antes caracterizados pelos meses reais de acontecimento em relação à data das transações, sejam os

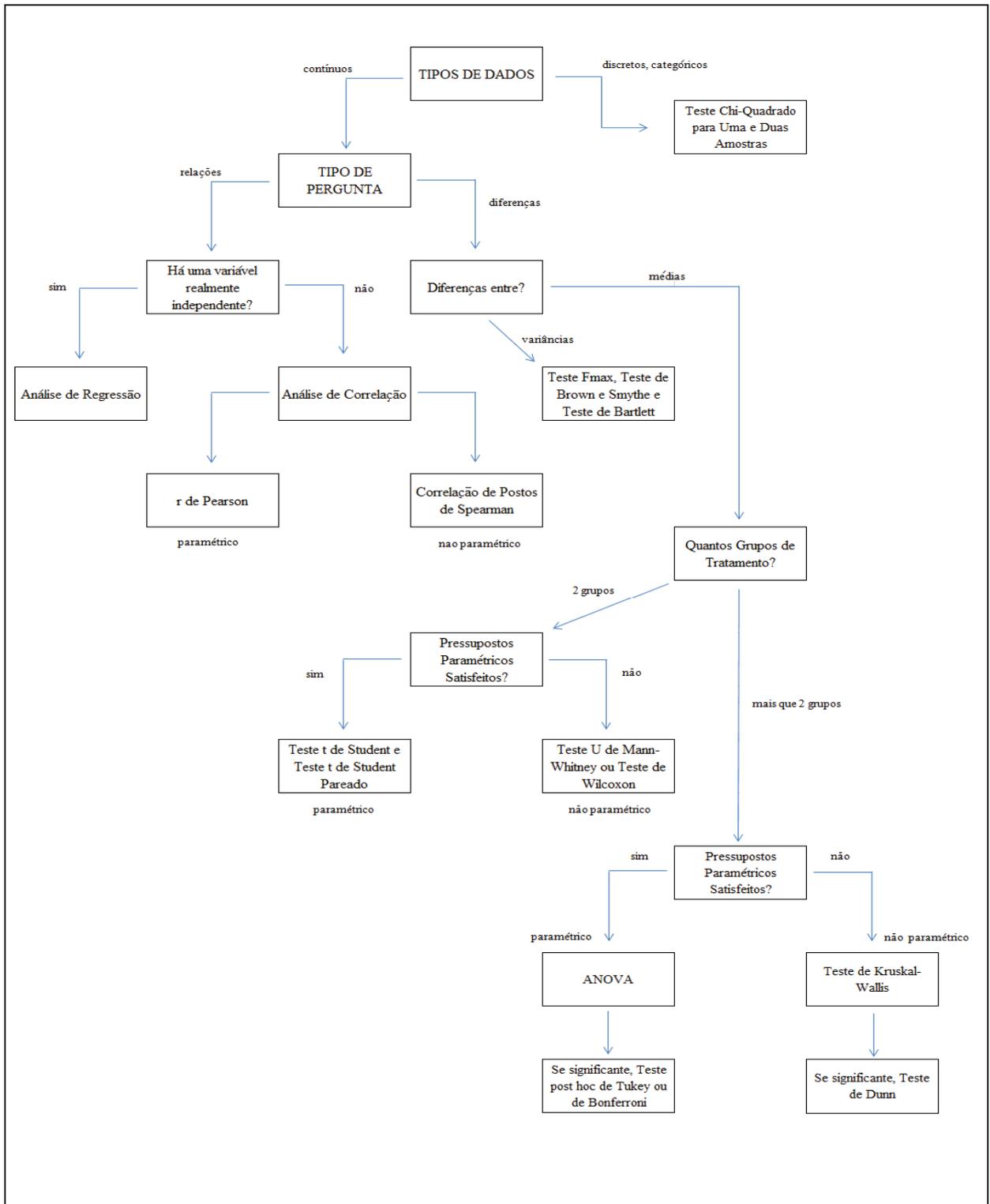
mesmos meses para todo o grupo. Com isto, o primeiro indicador (mês -36) da série de 72 meses de uma variável qualquer das 17, é a média do primeiro indicador (-36) para todas as sessenta operações de F&A estudadas. O mês de número 10 na série de 72 meses dessa variável é a média dos meses número 10 de todas as 60 F&A transpostas a uma mesma data teórica, e assim por diante.

Conforme informado anteriormente, os procedimentos para a obtenção dos dados a serem testados permitiu a redução do número de indicadores de 73.000 para indicadores calculados para todas as transações, para apenas pouco mais 1.200.

Quanto às técnicas estatísticas a serem aplicadas, a situação ideal é a realização de testes paramétricos, que supõem o conhecimento de determinadas distribuições e seus parâmetros. Contudo, a massa de dados deve ser comparada primeiramente aos padrões de uma distribuição normal para que possam ser submetidas a testes dessa natureza. Com relação a isso, os dados devem passar por um teste de aderência, de modo que as variáveis cujas distribuições puderem ser comparadas a distribuições normais possam ser testadas através do Teste t de Student e as que não puderem ser consideradas de distribuição normal, pelo Teste não paramétrico de Mann-Whitney, que compara ao invés das médias, as medianas das amostras. Esta metodologia pode ser checada na figura 3.2, que contém o fluxograma para as decisões acerca de testes estatísticos adequados a cada situação.

Ainda depois de serem testadas quanto à normalidade das distribuições, as amostras assim consideradas terão as subamostras (de 36 indicadores antes e 36 indicadores depois, para cada uma das 17 variáveis) analisadas quanto à igualdade de suas variâncias. Essa análise é pressuposto para que seja aplicado o teste paramétrico de diferenças de médias entre duas amostras. As que tiverem variâncias comparáveis (significativamente iguais) finalmente poderão passar pelo Teste t de Student, sendo que se houver amostras que passaram pelo teste de normalidade, mas não conferiu igualdade às variâncias a comparar, essas deverão seguir às técnicas não paramétricas como as variáveis de distribuição não normal. É importante destacar que embora a análise seja feita entre períodos antes e depois dos eventos, não será utilizado o Teste de Wilcoxon, o qual prevê o emparelhamento ou pareamento das observações, procedimento que não faz parte do presente estudo. Os resultados dos referidos testes serão exibidos no Capítulo 4- Análise dos Resultados.

FIGURA 3.2 - FLUXOGRAMA PARA ESCOLHA DOS TESTES ESTATÍSTICOS



Fonte: Elaborado pelo Autor.

3.4.2.1 Testes de Aderência à Normalidade e Testes para Diferenças entre Variâncias

No intuito de se identificarem padrões de distribuição normal em amostras, existem disponíveis na estatística diversos testes que permitem comparar comportamentos de dados coletados empiricamente a modelos teóricos desejados (a distribuição normal, por exemplo). Por tratar-se da principal distribuição de probabilidade da Estatística, a distribuição normal oferece ao pesquisador uma gama de diferentes métodos de testar sua relação com amostras. Dentre os métodos mais utilizados podem ser citados os testes de aderência à normalidade de Anderson-Darling, Cramer-von Mises, Lilliefors, Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, por exemplo.

A principal razão para que as amostras do presente estudo sejam totalmente testadas quanto à normalidade de sua distribuição, pode ser traduzida pela necessidade da identificação do teste mais adequado para a detecção de diferenças em suas medidas de tendência central, especificamente entre os momentos antes e depois das transações de F&A. Através da correta escolha do teste, serão obtidas estatísticas de melhor qualidade que auxiliarão na produção de respostas mais assertivas para o problema de pesquisa posto.

Leotti, Bick e Riboldi (2005), que elaboraram estudo comparativo dos testes de normalidade citados acima, testaram através de simulações o poder de cada um deles, chegando à conclusão de que no caso de todas as distribuições não normais simuladas, o teste de Shapiro-Wilk foi superior aos demais em termos de acertos na sua detecção. Por outro lado, o teste de Kolmogorov-Smirnov demonstrou-se como o de poder mais baixo, em relação aos demais. Já para os casos de distribuições normais nas simulações, os testes apresentaram acertos em níveis semelhantes, à exceção do teste de Kolmogorov-Smirnov, que apresentou resultados inferiores aos demais. Em seu trabalho foram testadas as distribuições Normal, Gama, Qui-Quadrado e Exponencial. Semelhante estudo foi realizado por Razali e Wah (2011), que também mediram a capacidade dos testes de Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov, Lilliefors e Anderson Darling, concluindo que:

Em geral pode ser concluído que, dentre os quatro testes considerados, o de Shapiro-Wilk foi o mais poderoso para todos os tipos de distribuição testadas e tamanhos de amostra, enquanto o teste de Kolmogorov-Smirnov foi considerado o menos assertivo. (RAZALI; WAH, 2011, p. 32, tradução nossa).

Tomando como base as evidências empíricas citadas, de que o Teste de Shapiro-Wilk demonstrou-se mais eficiente que os demais testes de aderência à normalidade, este foi adotado no presente estudo em conjunto dos gráficos *QQ-Plots (Quantile-Quantile Plots)* de desvios à normalidade de cada variável e dos respectivos Histogramas. Todo esse conjunto de técnicas permitem a segura identificação das séries cujas diferenças possam ser submetidas a métodos paramétricos, e das séries que possam ser melhor testadas através de técnicas não paramétricas.

Complementarmente à investigação dos tipos de distribuição, as subamostras²¹ serão submetidas ao Teste *F* para Diferenças entre Variâncias. Este se faz necessário antes do direcionamento das mesmas para o Teste *t* para Diferenças entre Médias, que requer o atendimento a alguns pressupostos básicos para sua utilização, incluindo a igualdade de variâncias dos grupos comparados.

3.4.2.1.1 Teste de Aderência à Normalidade de Shapiro-Wilk (W)

Para testar a normalidade das amostras, foi escolhido o teste de Shapiro-Wilk, através do qual é calcula a estatística *W*, que comparada aos valores críticos identifica se amostras aleatórias de tamanho *n* são provenientes de uma distribuição normal ou não. De acordo com Shapiro e Wilk (1965, p. 592-593) é obtida:

$$W = \frac{R^4 \hat{\sigma}^2}{C^2 S^2} = \frac{b^2}{S^2} = \frac{(a'y)^2}{S^2} = \frac{\left(\sum_{i=1}^n a_i y_i \right)^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{x})^2} \therefore$$

²¹ Conforme seção 3.4, são chamadas de subamostras neste estudo os dois períodos de 36 meses obtidos através da divisão das 17 amostras de 72 meses cada, as quais “cercam” os eventos das F&A em dois períodos iguais (-36 a -1 e +1 a +36).

$$W = \frac{\left(\sum_{i=1}^n a_i y_i \right)^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{x})^2}$$

em que:

$$R^2 = m'V^{-1}$$

$$C^2 = m'V^{-1}V^{-1}m$$

$$a' = (a_1, \dots, a_n) = \frac{m'V^{-1}}{(m'V^{-1}V^{-1}m)^{\frac{1}{2}}}$$

$$b = R^2 \hat{\sigma} / C$$

e

$m' = (m_1, m_2, \dots, m_n)$ = vetor de valores esperados de uma estatística normal padrão

$V = (v_{ij})$ = matriz de covariância $n \times n$ correspondente

Segundo Shapiro e Wilk (1965), C é uma constante normalizante que é a melhor estimativa linear enviesada para o formato da regressão linear dos valores ordenados y_i , com os valores esperados m_i , de padrão estatístico normal. Assim, se a amostragem partir de uma população normal, o numerador e o denominador da estatística W estarão inferindo o mesmo valor, ou seja, a variância (utilizada como denominador no cálculo de W). Diferente ocorre quando a amostra não é retirada de uma população de distribuição normal, sendo observada a estimativa do numerador e do denominador em valores diferentes.

Ainda, os autores (p. 610), afirmam que o teste por eles proposto possui diversas qualidades, sendo muito simples de ser realizado quando se possui a tabela das estatísticas disponível, sendo ainda muito sensível contra um número grande de alternativas, ainda que para um grupo de até 20 observações. Para os mesmos, os resultados obtidos durante a configuração deste teste, foram iniciados em um trabalho originado a partir de estudos a respeito de *probability plottings*. Desta forma, consideraram que os resultados do teste proposto podem ser vistos como um suplemento ao *normal probability plotting*, não podendo ser considerados como seu substituto, definitivamente.

A utilização do Teste de Shapiro-Wilk seguirá o raciocínio formulado nas seguintes hipóteses:

H_0 : a variável tem distribuição normal

H_1 : a variável não tem distribuição normal

Comparando-se o valor de $W_{\text{calculado}}$ com o valor de W_{α} (consultado na tabela), e considerando-se que valores pequenos de $W_{\text{calculado}}$ indicam não normalidade, tem-se que a normalidade é verificada quando $W_{\alpha} < W_{\text{calculado}}$ para um nível de significância α adotado. Em termos práticos, o presente estudo foi realizado com base no *p-value*²², de forma que:

Se *p-value* < α , rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ distribuição da amostra não é normal

Se *p-value* > α , não rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ distribuição da amostra é normal

3.4.2.1.2 Teste F para Diferenças entre Variâncias

Partindo da premissa que as amostras estudadas compreendidas pela janela de 72 meses são divididas em duas subamostras de 36 meses independentes (36 meses antes e 36

²² O *p-value* é conhecido como uma probabilidade de quando a hipótese nula não for rejeitada, de que seja observada uma amostra na direção da hipótese alternativa, ou seja, quanto maior for, maior será a probabilidade de confirmação da validade da hipótese alternativa, e menor probabilidade de confirmação da hipótese nula do teste.

meses depois dos eventos, e não pareadas), é imprescindível que sejam conhecidas antes de terem suas medidas de tendência central comparadas entre si, as suas variabilidades (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2005). O teste utilizado para a comparação destas variabilidades, ou das variâncias, é o Teste F para Diferenças entre Duas Variâncias.

A estatística F é calculada através da divisão da variância da primeira amostra pela variância da segunda amostra, de modo que qualquer valor calculado diferente de 1 implica diferença entre as variâncias das subamostras:

$$F = \frac{S_1^2}{S_2^2}$$

em que:

S_1^2 = variância da amostra 1

S_2^2 = variância da amostra 2

n_1 = tamanho da amostra 1

n_2 = tamanho da amostra 2

$n_1 - 1$ = graus de liberdade da amostra 1

$n_2 - 1$ = graus de liberdade da amostra 2

Desta forma, o Teste F para Diferenças de Variâncias pode ser realizado através da observação da tabela de valores críticos, sendo que para Levine, Berenson e Stephan (2005, p. 357), a hipótese nula de igualdade das variâncias é rejeitada quando a estatística do Teste F calculada for maior que o valor crítico da cauda superior, F_S a partir da distribuição F com $n_1 - 1$ graus de liberdade no numerador para a amostra 1, e $n_2 - 1$ graus de liberdade no denominador, a partir da amostra 2. A hipótese nula também é rejeitada se a estatística do

Teste F se posicionar abaixo do valor crítico da cauda inferior F_1 , da distribuição F , com n_1-1 e n_2-1 graus de liberdade no numerador e no denominador, respectivamente. Portanto:

H_0 : as variâncias são iguais ($\sigma_1^2 = \sigma_2^2$, ou seja, $\sigma_1^2 / \sigma_2^2 = 1$)

H_1 : as variâncias são diferentes ($\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$, ou seja, $\sigma_1^2 / \sigma_2^2 \neq 1$)

Para a rejeição da hipótese nula do teste, a qual indica a igualdade das variâncias das subamostras, é necessário que os valores encontrados pela estatística F estejam acima do valor crítico da cauda superior ou abaixo do valor crítico da cauda inferior. Assim, a regra para rejeição dessa hipótese será:

Se $F > F_S$ ou $F < F_1 \Rightarrow$ rejeita-se H_0

Se $F_1 < F < F_S \Rightarrow$ não rejeita-se H_0

A saída dos testes estatísticos do software *Minitab* contempla os respectivos *p-value*, os quais serão interpretados da forma abaixo:

Se *p-value* $< \alpha$, rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ as variâncias são diferentes

Se *p-value* $> \alpha$, não rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ as variâncias são iguais

Em termos práticos, para os Testes F de comparação das variâncias das duas subamostras de cada uma das 17 variáveis, consideram-se $n_1-1 = n_2-1 = 35$ graus de liberdade. Para as variáveis cujas amostras demonstraram-se de distribuição normal através do teste aderência à normalidade e que também mostraram igualdade das variâncias de suas subamostras são submetidas ao Teste t de Student. Por outro lado, as subamostras as que não atenderem à premissa de igualdade de variâncias para a submissão ao Teste t de Student, têm suas medidas comparadas pelo teste não paramétrico U de Mann-Whitney.

3.4.2.1.3 Gráficos Quantile-Quantile Plots (Q-Q Plots) e Histogramas

Conforme a própria sugestão de Shapiro e Wilk (1965) por ocasião da publicação do teste que leva seus nomes, os gráficos *Q-Q Plots* devem ser utilizados de forma complementar à interpretação dos testes de aderência à normalidade de Shapiro- Wilk, e em geral sua aplicação é feita na comparação de dois conjuntos de dados, ou seja, se pertencem a uma mesma distribuição teórica. Se os pontos que representam as observações são formados na área do gráfico sobre uma linha de 45 graus (linha que possui inclinação igual a 1), as distribuições podem ser comparáveis. Os pontos afastados da linha teórica representam então, os desvios à distribuição à que a amostra é comparada. Além de serem um complemento aos testes de normalidade, para Pinto e Arraes (2010, p. 15), os *Q-Q Plots* são muito convenientes para a identificação das distribuições, uma vez que visualmente através dos dados plotados sobre o gráfico, a observação de uma disposição linear indica que a amostra possui os mesmos padrões da distribuição que se deseja testar.

Utiliza-se esta técnica quando y_1, \dots, y_n são observações independentes de uma amostra Y , comparadas a uma função de distribuição teórica conhecida $F[(y-\mu)/\sigma]$. Os valores da amostra que são ordenados $y_{(1)}, \dots, y_{(n)}$ são comparados em relação aos quantis, ou seja, $x_i = F^{-1}(\xi_i)$, sendo x_i um estimador considerado como aderente ao quantil teórico $F[(y_{(i)}-\mu)/\sigma]$. Ao comparar os valores de x_1, \dots, x_n com $y_{(1)}, \dots, y_{(n)}$, o cruzamento dos valores no gráfico deverá ser uma reta que se aproxima da reta da distribuição teórica para que seja comparada à distribuição desejada (UFPR, [s. d.]). Os *QQ-Plots* das distribuições de todas 17 variáveis serão apresentados no Apêndice A, juntamente dos respectivos histogramas.

3.4.2.2 Testes Paramétricos

A Estatística Paramétrica é a parte mais importante da análise de distribuições de probabilidade em Estatística, por estudar inclusive as chamadas distribuições normais, que possuem algumas propriedades básicas comuns a muitos fenômenos: sua curva de densidade

tem forma aparente de sino, as medidas de tendência central alinham-se, possui uma dispersão média de 1,33 desvios-padrão e sua variável aleatória associada possui amplitude infinita ($-\infty < x < \infty$) (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2005). Devido a suas propriedades conhecidas, permitem a extração de resultados prováveis de probabilidades a partir de dados amostrais (ANDERSON, SWEENEY e WILLIAMS, 1999), em que a função densidade normal de probabilidade é dada por:

$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \cdot e^{-(x-\mu)^2 / 2\sigma^2}$$

As variáveis consideradas como provenientes de distribuições normais após terem passado pelos procedimentos já descritos anteriormente (checagem dos pressupostos da normalidade), são testadas quanto à igualdade de suas médias através do Teste *t* para Diferenças entre Médias). Embora o Teste de Mann-Whitney possa ser aplicado em toda a amostra, aproximando-se de uma distribuição *Z*, no presente estudo dá-se preferência ao Teste *t* nos testes de amostras consideradas provenientes de distribuições normais, pois neste caso o mesmo demonstra-se mais eficiente que testes não paramétricos.

3.4.2.2.1 Teste *t* para Diferenças entre Médias

O conjunto de dados obtido para o período antes e depois dos eventos de F&A, para efeito dos testes estatísticos são considerados como amostras simples independentes (36 meses antes e 36 meses depois dos eventos), ou seja, sem emparelhamento de dados²³. Tratando-se de dados dos quais não se conhecem as variâncias e desvios-padrão populacionais (σ^2 e σ respectivamente), a estatística do Teste *t* para Diferenças entre Médias, ou segundo Anderson et al. (2012, p. 211), do Teste *t* de Variância Agrupada para Diferenças entre Médias, é dada²⁴:

²³ Por não serem observados em pares “antes e depois”, os dados são considerados não-emparelhados ou não pareados, motivo pelo qual são submetidos ao Teste de Mann-Whitney e não ao Teste de Wilcoxon.

²⁴ Retirado de Levine et al. (2005, p. 347) e leva o nome de Teste *t* para Diferenças entre Médias com Variância Agrupada devido ao agrupamento das variâncias amostrais no cálculo da estatística (justificado pelo desconhecimento da variância populacional).

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{S_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \quad ^{25}$$

em que:

$$S_p^2 = \frac{(n_1 - 1) \cdot S_1^2 + (n_2 - 1) \cdot S_2^2}{(n_1 - 1) + (n_2 - 1)}$$

S_p^2 = variância agrupada (dado o desconhecimento da variância populacional)

\bar{x}_1 = média aritmética da amostra 1

\bar{x}_2 = média aritmética da amostra 2

S_1^2 = variância da amostra 1

S_2^2 = variância da amostra 2

n_1 = tamanho da amostra 1

n_2 = tamanho da amostra 2

A formulação do teste de hipóteses parte do princípio de que as amostras independentes não apresentem médias estatisticamente diferentes para um determinado nível de significância:

$$\begin{array}{l} H_0 : \Delta\mu = 0 \\ H_1 : \Delta\mu \neq 0 \end{array} \quad \text{ou} \quad \begin{array}{l} H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0 \\ H_1 : \mu_1 - \mu_2 \neq 0 \end{array} \quad ^{26}$$

²⁵ A estatística do Teste *t* de Variância Agrupada para Diferença entre Médias segue uma distribuição *t*, com $n_1 + n_2 - 2$ graus de liberdade (LEVINE et al., 2005, p. 347).

Alternativamente à comparação dos t observados e t críticos, os testes serão aqui expostos através do p -value calculado.

Se $p\text{-value} > \alpha$, não rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ as médias são diferentes

Se $p\text{-value} < \alpha$, rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ as médias são diferentes

3.4.2.3 Testes Não Paramétricos

Ao contrário da Estatística Paramétrica, a Estatística Não Paramétrica observa distribuições que justamente não possuem parâmetros ou padrões, não sendo feita nenhuma suposição sobre os possíveis tipos de distribuição teórica à qual pertencem as amostras analisadas. Os testes não-paramétricos, também chamados de testes de distribuição livre e são utilizados quando os pressupostos da normalidade são violados e não permitem a realização do Teste t de Student, pois como afirma Ferreira (2001, p. 2), os resíduos ε_i (tal que $x_i = \mu + \varepsilon_i$) têm distribuição normal, têm variância finita e constante σ^2 , e são independentes. Siegel (1957) também posiciona-se quanto à limitação dos modelos paramétricos ao afirmar:

O modelo subjacente aos testes paramétricos comuns, o Teste t e o Teste F , impõe as condições: (a) as observações devem ser independentes, (b) as observações devem ser retiradas de populações distribuídas normalmente, (c) as populações devem ter a mesma variância ou, em casos especiais, devem ter uma medida conhecida dos desvios (SIEGEL, 1957, p. 14, tradução nossa).

Claramente, quando se testam os dados de uma amostra, o intuito é que seja nela identificada uma distribuição que permita técnicas paramétricas de inferência. Assim, os testes não paramétricos são buscados apenas quando os pressupostos da distribuição normal são rompidos, no entanto, a utilização de técnicas não paramétricas não resolvem todos os problemas da pesquisa, possuindo também suas desvantagens.

²⁶ Entende-se por $\Delta\mu$ a variação das médias da variável analisada entre os dois momentos. A análise a partir do p -value, tem-se que a hipótese nula é rejeitada quando $p\text{-value} < \alpha$ (implicando variação das médias entre os dois momentos) e a hipótese nula não é rejeitada quando $p\text{-value} > \alpha$.

Ainda, consta na literatura uma grande quantidade de testes estatísticos que podem ser utilizados em diferentes situações, sempre havendo uma alternativa não paramétrica para um teste paramétrico, conforme a tabela abaixo. O presente estudo adota como alternativa ao Teste t para Diferenças de Médias paramétrico, o Teste de Mann-Whitney, baseado em postos e não em valores médios das observações.

TABELA 3.2 - TESTES PARAMÉTRICOS E SEUS CORRESPONDENTES NÃO PARAMÉTRICOS

<i>Estatística Paramétrica</i>	<i>Estatística Não Paramétrica</i>
Coefficiente de Pearson para Correlação	Coefficiente de Spearman para Correlação
Teste t para Uma Amostra	Teste de Wilcoxon para Uma Amostra
Teste t Pareado	Teste de Wilcoxon Pareado
<i>Teste-t para Duas Amostras Independentes</i>	<i>Teste de Mann-Whitney para Amostras Independentes</i>
ANOVA	Teste de Kruskal-Wallis
ANOVA experimento fatorial em blocos	Teste de Friedman

Fonte: ESTATCAMP (2013).

3.4.2.3.1 Teste U de Mann-Whitney

O Teste de Mann-Whitney (U) foi utilizado como alternativa ao Teste t para as amostras independentes. É adotado geralmente quando o tamanho da amostra não for suficiente para a realização do Teste t ou quando a distribuição não normal for identificada na amostra (FÁVERO et al., 2009). No presente estudo, todas as variáveis passaram pelo teste de aderência à normalidade antes dos testes de diferenças de tendência central. O teste não paramétrico de independência de Mann-Whitney, escolhido para analisar possíveis diferenças entre os centros de localização dos grupos de variáveis calculadas, antes e depois dos eventos de F&A, é amplamente citado na literatura não somente das Ciências Sociais Aplicadas, por possuir a propriedade de verificar a igualdade de comportamento entre amostras, ou seja, pode testar a homogeneidade das mesmas²⁷, sendo considerado um dos testes mais poderosos dentre os testes não paramétricos (SIEGEL; CASTELLAN, 2006).

²⁷ O Teste não paramétrico de Mann-Whitney (U) não exige constatação da igualdade de variâncias entre as subamostras analisadas, no entanto, o Teste F para Diferenças entre Variâncias foi realizado de forma identificar a equivalência das variâncias dos grupos de dados considerados provenientes de populações com distribuição normal, antes de serem submetidos a testes paramétricos para diferenças de médias. Os resultados são mostrados na tabela 4.2.

Este teste não paramétrico funciona assim como o Teste t (paramétrico), calculando-se sua estatística e o p -value a partir da distribuição amostral e um nível de significância. Difere no que tange à metodologia de cálculo, não se baseando nos dados originais, mas sim numa disposição dos mesmos ordenadamente. Com isso, o teste torna-se menos vulnerável a *outliers*, estes considerados então, apenas observações de posição superior na escala (UFSC, 2013).

A estatística é calculada formando um conjunto único com as duas amostras (antes e depois), e este conjunto é ordenado de forma crescente atribuindo um número de ordem para cada elemento. Ao separar as amostras como eram anteriormente (antes e depois), o valor de U é a soma das ordens de uma das amostras. Quanto menor o valor de U (soma das ordens de uma amostra), maior será a evidência de que as amostras são diferentes, pois quanto menor a soma das ordens de uma das amostras, maior será a soma das ordens da outra variável.

De acordo com Hackbarth Neto e Stein (2008), os procedimentos acima, de processamento do teste, consistem em primeiramente identificar o número de observações das duas amostras, em que n_1 e n_2 (n_1 é o número de casos no grupo 1 e n_2 é o número de casos no grupo 2). Feita a identificação do número de observações, é feita a classificação dos grupos em escores, atribuindo 1 ao menor valor, até N ($N = n_1 + n_2$). A determinação do valor de U é feita por:

$$U = n_1 \cdot n_2 + \frac{n_1 \cdot (n_1 + 1)}{2} - R_1$$

em que:

$$R_1 = \sum_{j=1}^{n_1} r_{1j} = \text{soma dos postos do menor grupo}$$

$$R_2 = \sum_{j=1}^{n_2} r_{2j} = \text{soma dos postos do outro grupo}$$

Deve ser obtida a média e o desvio padrão dos postos, para então posteriormente proceder ao cálculo do valor de z :

$$\mu_U = \frac{n_1 \cdot n_2}{2}$$

$$\sigma_U = \sqrt{\left(\frac{n_1 \cdot n_2}{N \cdot (N-1)}\right) \cdot \left(\frac{(N^3 - N)}{12} - \sum T\right)}, \text{ em que } \sum T \text{ é o fator de correção para empates. }^{28}$$

$$z = \frac{U - \mu_U}{\sigma_U}$$

Uma vez calculado o z , o próximo passo é compará-lo com o z teórico, sendo que se o z calculado for menor que o z teórico, não se pode rejeitar a hipótese nula (implicando igualdade das medianas). Ao contrário, se o z calculado for maior que o z crítico, rejeita-se a hipótese nula, implicando desigualdade entre as medianas dos grupos de dados analisados.

A tabela da estatística U pode ser consultada em Siegel e Castellan (2006), no entanto, para este trabalho será observado o p -value para interpretação dos testes, com $\alpha=0,10$. Assim, o teste de hipóteses bilateral, através do qual será testada a igualdade das medianas dos valores médios das variáveis, configurar-se-á:

$$\begin{array}{l} H_0 : \Delta \tilde{X} = 0 \\ H_1 : \Delta \tilde{X} \neq 0 \end{array} \quad \text{ou} \quad \begin{array}{l} H_0 : \tilde{X}_D - \tilde{X}_A = 0 \\ H_1 : \tilde{X}_D - \tilde{X}_A \neq 0 \end{array}$$

A realização dos testes de hipóteses através do p -value se dá da seguinte maneira:

²⁸ O fator de correção para empates é dado por $T = \frac{(t^3 - t)}{12}$.

Se $p\text{-value} > \alpha$, não rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ as medianas são diferentes

Se $p\text{-value} < \alpha$, rejeita-se $H_0 \Rightarrow$ as medianas são diferentes

Para as situações em que forem identificadas diferenças entre as medianas das amostras, essas diferenças serão quantificadas e exibidas nas tabelas de resultados, acompanhadas dos intervalos de confiança para o centro dos grupos, com as respectivas variações em termos percentuais.

A seguir no Capítulo 4, serão descritos os resultados dos testes estatísticos aos quais as variáveis foram submetidas, conforme os procedimentos metodológicos aos quais o Capítulo 3 se dedicou a apresentar.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste Capítulo são apresentadas as comparações feitas para cada variável, antes e após os eventos de F&A, de forma serem identificados aumentos, reduções ou mesmo ausência significativa de variações entre os dois períodos de interesse. Como já citado no capítulo destinado à descrição dos procedimentos metodológicos, primeiramente foram verificadas dentre as 17 variáveis as que pudessem ter distribuição normal, através do Teste de Shapiro-Wilk. As variáveis consideradas como provenientes de uma população de distribuição normal ainda passaram pelo Teste F de Diferença entre Variâncias, critério final para decisão entre a utilização do o Teste t de Student²⁹ ou de Mann-Whitney na comparação entre os períodos. Para todos os testes, foi utilizado o software estatístico *Minitab*, bem como para elaboração dos gráficos *Q-Q Normal Plots*, e histogramas³⁰ das distribuições de cada variável.

A seção 4.1 contemplará todos os resultados dos testes estatísticos pelos quais as variáveis passaram e a seção 4.2 trará o detalhamento sobre como cada uma das categorias de indicadores comportou-se quando comparados os períodos anteriores e posteriores aos eventos.

4.1 RESULTADOS DOS TESTES ESTATÍSTICOS

4.1.1 RESULTADOS DOS TESTES DE ADERÊNCIA À NORMALIDADE DE SHAPIRO-WILK (W)

Quando submetidas ao teste de aderência à normalidade de Shapiro-Wilk (W) para um nível de significância, pôde ser identificada a normalidade na distribuição de dados das variáveis *VAR8*, *VAR9* e *VAR10*, as quais posteriormente foram submetidas ao Teste F para Diferenças entre Variâncias, sendo que as outras variáveis (*VARI* a *VAR7* e *VAR11* a *VAR17*) que não puderam ser equiparadas empiricamente à distribuição normal, tiveram as diferenças das medidas centrais testadas automaticamente através do Teste de U Mann-Whitney para

²⁹ Para a análise de grupos cujas variâncias são estatisticamente diferentes, demonstra-se mais adequado o Teste U de Mann-Whitney, em alternativa ao Teste t de Student.

³⁰ Os histogramas das distribuições das variáveis serão apresentados juntamente dos *Q-Q Plots*, no Apêndice A.

amostras não pareadas. Na tabela 4.1 abaixo, são apresentados os resultados dos testes de normalidade para cada uma das 17 variáveis, constando no Apêndice A os respectivos *QQ-Normal Plots* e Histogramas.

TABELA 4.1 - RESULTADOS DOS TESTES DE ADERÊNCIA À NORMALIDADE DE SHAPIRO-WILK (W)

<i>Variável</i>	μ	σ	n^{31}	$W_{(RJ)}^{32}$	<i>p-value</i>
<i>VAR1</i>	0,004550	0,0016300	72	0,948	<0,01***
<i>VAR2</i>	0,001697	0,0016800	72	0,916	<0,01***
<i>VAR3</i>	0,038540	0,0109900	72	0,968	<0,01***
<i>VAR4</i>	0,001244	0,0014510	72	0,903	<0,01***
<i>VAR5</i>	0,951800	0,0267000	72	0,974	<0,01***
<i>VAR6</i>	0,021440	0,0033480	72	0,976	0,012**
<i>VAR7</i>	0,021240	0,0033470	72	0,976	0,016**
<i>VAR8</i>	0,055900	0,0093890	72	0,977	>0,10
<i>VAR9</i>	0,108500	0,0176200	72	0,986	>0,10
<i>VAR10</i>	0,073520	0,0050480	72	0,991	>0,10
<i>VAR11</i>	0,001363	0,0003175	72	0,944	<0,01***
<i>VAR12</i>	0,952100	0,0265100	72	0,978	<0,01***
<i>VAR13</i>	0,006660	0,0010370	72	0,946	<0,01***
<i>VAR14</i>	0,027870	0,0039360	72	0,984	0,072*
<i>VAR15</i>	0,041900	0,0127700	72	0,978	<0,01***
<i>VAR16</i>	0,001575	0,0016940	72	0,908	<0,01***
<i>VAR17</i>	1,234000	0,0324900	72	0,933	<0,01***

*Significante a 0,10; **Significante a 0,05; ***Significante a 0,01. Fonte: Elaborado pelo autor.

Como se percebe através da tabela 4.1 acima, as distribuições das variáveis *VAR8*, *VAR9* e *VAR10* foram consideradas normais, assim caracterizadas pois seu *p-value* > 0,10, ou significância $\alpha=0,10$. Para todas as outras variáveis (*VAR1* a *VAR7* e *VAR11* a *VAR17*), neste teste de aderência houve rejeição de H_0 , ou seja, rejeição da hipótese nula de normalidade da distribuição dessas amostras.

4.1.2 RESULTADOS DOS TESTES F PARA DIFERENÇAS ENTRE VARIÂNCIAS

³¹ $n=72$ meses (-36 a -1 e +1 a +36).

³² A estatística W fornecida, calculada pelo *software Minitab* é pertinente ao Teste de Ryan-Joiner (RJ), equivalente à estatística do Teste de Shapiro-Wilk (W), eleito para este estudo por ter maior poder diagnóstico que outros testes de aderência à distribuição normal.

Uma vez realizados os testes de aderência à normalidade, para se realizarem os testes de diferenças de médias ou medianas da maneira apropriada, faz-se necessária a verificação da igualdade das variâncias das subamostras das amostras que foram consideradas como de distribuição normal. O presente teste F é relativo apenas a este grupo de três variáveis, sendo que no caso de não terem as variâncias estatisticamente iguais, são direcionadas ao Teste U de Mann-Whitney para análise das medianas. Caso seja observada igualdade em sua variabilidade, são testadas pelo Teste t de Student em termos de médias.

Desta forma, o objetivo central do Teste F para Diferenças entre Variâncias é confrontar os resultados obtidos no teste de aderência à normalidade, os quais indicaram normalidade na distribuição das variáveis $VAR8$, $VAR9$ e $VAR10$. Trata-se da checagem do último dos pressupostos necessários³³ para que tenham suas diferenças analisadas pelo Teste t de Student, paramétrico. Abaixo, na tabela 4.2 consta o resultado do Teste F , sendo requerida especial atenção sobre as variáveis $VAR8$, $VAR9$ e $VAR10$.

**TABELA 4.2 - TESTE F PARA DIFERENÇAS ENTRE VARIÂNCIAS
(COMPARAÇÃO ENTRE AS SUBAMOSTRAS DE 36 MESES)**

<i>Variável</i> ³⁴	<i>n</i>	σ	σ^2	<i>Teste F</i>	<i>p-value</i>
<i>VAR1A</i>	36	0,001	0,000		
<i>VAR1D</i>	36	0,002	0,000	0,13	0,000***
<i>VAR2A</i>	36	0,000	0,000		
<i>VAR2D</i>	36	0,002	0,000	0,03	0,000***
<i>VAR3A</i>	36	0,008	0,000		
<i>VAR3D</i>	36	0,014	0,000	0,33	0,002***
<i>VAR4A</i>	36	0,000	0,000		
<i>VAR4D</i>	36	0,002	0,000	0,04	0,000***
<i>VAR5A</i>	36	0,017	0,000		
<i>VAR5D</i>	36	0,033	0,001	0,26	0,000***
<i>VAR6A</i>	36	0,003	0,000		
<i>VAR6D</i>	36	0,004	0,000	0,75	0,399
<i>VAR7A</i>	36	0,003	0,000		
<i>VAR7D</i>	36	0,003	0,000	0,76	0,424

Continua

³³ Os pressupostos para a realização dos Teste t pra Diferenças entre Médias, conforme SIEGEL (1957) são a independência, a aleatoriedade, a normalidade e a variância comum entre as amostras (no presente caso, chamaram-se as amostras independentes de subamostras de 36 meses cada).

³⁴ A letra A indica o conjunto de observações do período -36 a -1 e a letra D indica o conjunto período +1 a +36 das médias mensais *cross section* de cada variável entre os bancos analisados.

						Conclusão
<i>Variável</i> ³⁵	<i>n</i>	σ	σ^2	<i>Teste F</i>	<i>p-value</i>	
<i>VAR8A</i>	36	0,009	0,000	2,83	0,003***	
<i>VAR8D</i>	36	0,005	0,000			
<i>VAR9A</i>	36	0,016	0,000	0,95	0,887	
<i>VAR9D</i>	36	0,017	0,000			
<i>VAR10A</i>	36	0,004	0,000	0,90	0,755	
<i>VAR10D</i>	36	0,005	0,000			
<i>VAR11A</i>	36	0,000	0,000	2,15	0,026**	
<i>VAR11D</i>	36	0,000	0,000			
<i>VAR12A</i>	36	0,018	0,000	0,29	0,000***	
<i>VAR12D</i>	36	0,033	0,001			
<i>VAR13A</i>	36	0,001	0,000	1,52	0,221	
<i>VAR13D</i>	36	0,001	0,000			
<i>VAR14A</i>	36	0,004	0,000	0,83	0,590	
<i>VAR14D</i>	36	0,004	0,000			
<i>VAR15A</i>	36	0,009	0,000	0,32	0,001***	
<i>VAR15D</i>	36	0,016	0,000			
<i>VAR16A</i>	36	0,000	0,000	0,04	0,000***	
<i>VAR16D</i>	36	0,002	0,000			
<i>VAR17A</i>	36	0,026	0,001	0,44	0,018**	
<i>VAR17D</i>	36	0,039	0,001			

*Significante a 0,10; **Significante a 0,05; ***Significante a 0,01. Fonte: Elaborado pelo autor.

Observadas as variâncias das subamostras das variáveis *VAR8*, *VAR9* e *VAR10*, constatase que o teste indicou que H_0 não foi rejeitada para as variáveis *VAR9* e *VAR10*, às quais foram atribuídos *p-value* de 0,887 e 0,775 respectivamente. Quanto à *VAR8*, para a qual foi atribuído um *p-value* de 0,003, é rejeitada a H_0 de igualdade das variâncias, tornando-se a este conjunto de dados (*VAR8*) inaplicável o Teste *t* de Student, sendo esta agregada ao grupo das variáveis analisadas pelo teste não paramétrico para diferença de medianas.

As variáveis *VAR9* e *VAR10* atendem portanto aos pressupostos para submissão de suas subamostras ao Teste *t* de Student para identificação de possíveis diferenças entre suas médias. Por outro lado, as outras quinze variáveis, nomeadamente *VAR1* a *VAR8* e *VAR11* a *VAR17*, devem ter as respectivas comparações de medidas de tendência central de suas subamostras feitas através do Teste *U* de Mann-Whitney. Ambos os testes, paramétrico e não paramétrico, consideram as amostras (subamostras) não pareadas. Os resultados destes testes são apresentados a seguir, na seção 4.1.3.

³⁵ A letra *A* indica o conjunto de observações do período -36 a -1 e a letra *D* indica o conjunto período +1 a +36 das médias mensais *cross section* de cada variável entre os bancos analisados.

4.1.3 RESULTADOS DOS TESTES DE DIFERENÇAS ENTRE MEDIDAS DE TENDÊNCIA CENTRAL

4.1.3.1 Resultados dos Testes *U* de Mann-Whitney

Abaixo, na tabela 4.3 são exibidos os resultados dos testes de diferenças de medianas de Mann-Whitney (*U*) realizados para as 17 variáveis do estudo. Na comparação entre os dois momentos, percebe-se que as variáveis *VAR2*, *VAR6*, *VAR7*, *VAR8*, *VAR9*, *VAR10* e *VAR15* apresentaram diferenças significantes estatisticamente nessa medida de tendência central para um nível de significância $\alpha=0,10$. Quanto às variáveis *VAR1*, *VAR3*, *VAR4*, *VAR5*, *VAR11*, *VAR12*, *VAR13*, *VAR14*, *VAR16* e *VAR17* não foram identificadas alterações significativas em seu comportamento após os eventos. Na coluna *IC* da mesma tabela constam os intervalos de confiança para cada indicador e na coluna seguinte o valor calculado para a diferença das medianas, sendo que a estatística *U* foi estimada de acordo com a metodologia exposta na seção 3.4.2.3.1.

Embora as variáveis *VAR9* e *VAR10* tenham sido identificadas como de distribuição normal e de variâncias iguais, também estão incluídas neste teste de diferença de medianas. De acordo com a metodologia proposta, essas variáveis foram submetidas ao Teste *t* para Diferenças entre Médias como metodologia mais apropriada, porém a análise de suas medianas pode ser utilizada complementarmente, uma vez que no caso de identificação de distribuições normais, as medidas de tendência central, especificamente a média e a mediana são coincidentes.

A significância das rejeições da hipótese nula do teste é indicada pelo *p-value*. A análise das variações percentuais permite melhor compreensão da grandeza dos movimentos das medidas, especialmente para as variáveis *VAR2*, *VAR6*, *VAR7*, *VAR8*, *VAR9*, *VAR10* e *VAR15*, que apresentaram comportamento estatisticamente diferente após a realização das F&A.

TABELA 4.3 - TESTE U DE MANN-WHITNEY PARA DIFERENÇAS DE MEDIANAS

<i>Variável</i>	\tilde{X}_A	\tilde{X}_D	$\Delta \tilde{X}(\%)$	<i>Est.Pontual</i> ³⁶	<i>IC</i> ($\alpha=0,10$)	<i>U</i>	<i>p-value</i>
VAR1	0,00436	0,00462	5.96%	-0,00018	-0,00073 ; 0,00051	1275,0	0,6646
VAR2	0,00162	0,00102	-37.04%	0,00061	-0,00002 ; 0,00119	1458,0	0,1000*
VAR3	0,03920	0,03345	-14.67%	0,00305	-0,00069 ; 0,00659	1427,0	0,2052
VAR4	0,00102	0,00091	-10.78%	0,00020	-0,00028 ; 0,00068	1375,0	0,4956
VAR5	0,94774	0,95621	0.89%	-0,01066	-0,02178 ; 0,00218	1197,0	0,1895
VAR6	0,02010	0,02119	5.42%	-0,00141	-0,00279 ; -0,00024	1138,0	0,0481**
VAR7	0,02040	0,02127	4.26%	-0,00139	-0,00279 ; -0,00019	1138,0	0,0482**
VAR8	0,06038	0,04985	-17.44%	0,01184	0,00870 ; 0,01479	1776,0	<0,0001***
VAR9	0,09916	0,11138	12.32%	-0,01191	-0,01806 ; -0,00565	1063,0	0,0048**
VAR10	0,07171	0,07514	4.78%	-0,00462	-0,00649 ; -0,00278	937,0	<0,0001***
VAR11	0,00130	0,00134	3.08%	-0,00006	-0,00018 ; 0,00004	1215,0	0,2673
VAR12	0,94861	0,95621	0.80%	-0,00872	-0,01856 ; 0,00418	1217,0	0,2771
VAR13	0,00644	0,00658	2.17%	-0,00003	-0,00043 ; 0,00028	1297,0	0,8526
VAR14	0,02716	0,02869	5.63%	-0,00159	-0,00314 ; 0,00008	1178,0	0,1270
VAR15	0,04305	0,03459	-19.65%	0,00578	0,00207 ; 0,00981	1524,0	0,0183**
VAR16	0,00144	0,00101	-29.86%	0,00036	-0,00024 ; 0,00097	1401,0	0,3300
VAR17	1,23620	1,23680	0.05%	0,00280	-0,00860 ; 0,01310	1344,0	0,7397

*Significante a 0,10; **Significante a 0,05; ***Significante a 0,01. Fonte: Elaborado pelo autor.

4.1.3.2 Resultados dos Testes *t* de Student para Diferenças entre Médias

A tabela 4.4 abaixo, aponta as diferenças encontradas entre as médias das variáveis *VAR9* e *VAR10* através do Teste *t* de Student para amostras independentes. O sumário desse teste de diferenças de médias é apresentado a seguir, juntamente dos valores médios e desvios-padrão para antes e depois dos eventos, variação percentual dessa medida central, bem como dos *p-value* que subsidiaram a decisão nos testes de hipóteses para todos os indicadores pertinentes.

TABELA 4.4 - RESULTADOS DOS TESTES *T* DE STUDENT PARA DIFERENÇAS ENTRE MÉDIAS

<i>Variável</i>	μ_A	σ_A	μ_D	σ_D	$\Delta\mu$ (%)	<i>t</i>	<i>p-value</i>
VAR9	0,10247	0,01645	0,11454	0,01685	11,78%	-3,07	0,003***
VAR10	0,07105	0,00430	0,07598	0,00454	6,94%	-4,72	<0,001***

*Significante a 0,10; **Significante a 0,05; ***Significante a 0,01. Fonte: Elaborado pelo autor.

³⁶ De acordo com *Minitab*, o “*Estimated Point*” (estimativa pontual) é a mediana de todas as possíveis diferenças de pares entre as duas amostras”. Assim, para cada variável são observados 36 meses de médias de indicadores dos bancos antes, e 36 meses de médias de indicadores dos bancos após os eventos de F&A, consistindo em 1.296 pares possíveis. A estimativa pontual trata-se da mediana dos valores obtidos no cálculo das diferenças entre esses pares.

De acordo com as premissas adotadas neste trabalho, o presente Teste t de Student foi utilizado apenas na análise de amostras que atendessem a todos os pressupostos para sua realização. Assim, as variáveis às quais foram aplicáveis o Teste t de Student para estimação das diferenças entre suas médias foram apenas as $VAR9$ e $VAR10$, as quais ocasionalmente demonstraram-se diferentes na comparação dos períodos, com p -value 0,003 e $< 0,001$ respectivamente, mostrando-se significantes a um nível $\alpha=0,01$. Os resultados corroboram aqueles os obtidos anteriormente através do teste de diferenças entre de medianas, no sentido da identificação de comportamento estatisticamente diferente no período posterior aos eventos de F&A.

De forma consolidar todos os resultados de testes realizados, interligando-os com as associações constantes na descrição dos resultados em termos práticos, a seguir constará um sumário das principais constatações estatísticas fornecidas pelos testes aplicados.

4.1.4 SUMÁRIO DE RESULTADOS ESTATÍSTICOS

Sinteticamente, a partir dos testes acima realizados, foi possibilitada a extração das seguintes conclusões a respeito do comportamento das 17 variáveis estudadas ($VAR1$ a $VAR17$):

(a) *Teste de Aderência à Normalidade de Shapiro-Wilk (W)*: Foi identificada a normalidade da distribuição dos dados através das amostras de indicadores de setenta e dois meses das $VAR8$, $VAR9$ e $VAR10$, para um nível de significância $\alpha=0,05$;

(b) *Teste F para Diferenças entre Variâncias*: Para as variáveis $VAR9$ e $VAR10$, que tiveram as duas subamostras de trinta e seis meses cada submetidas a este teste, não foi rejeitada a hipótese de igualdade dessa medida, para $\alpha=0,01$. Contudo, a $VAR8$ teve as variâncias de suas duas subamostras consideradas diferentes. Assim as $VAR9$ e $VAR10$ são habilitadas para o teste das diferenças através do teste paramétrico (Teste t de Student) e a $VAR8$ através do teste não paramétrico (Teste U de Mann-Whitney);

(c) *Teste t de Student para Diferenças entre Médias (t)*: Tendo sido submetidas a este teste paramétrico as variáveis $VAR9$ e $VAR10$, foi rejeitada a hipótese nula em ambos os casos, ou seja, houve a rejeição da hipótese de igualdade das médias, para um nível de significância $\alpha=0,01$;

(d) *Teste de Mann-Whitney para Diferenças entre Medianas (U)*: A aplicação do teste não paramétrico de Mann-Whitney para as variáveis *VAR1* à *VAR8* e *VAR11* à *VAR17* apontou a detecção de diferenças significantes nos valores das medianas das subamostras nos casos das variáveis *VAR2*, *VAR6*, *VAR7*, *VAR8*, *VAR9*, *VAR10* e *VAR15*, para $\alpha=0,10$. Para todas as outras 10 variáveis não pôde ser identificada alteração de medianas. Importante ressaltar que as *VAR9* e *VAR10* aqui testadas e consideradas de medianas diferentes, apenas tiveram ratificado o resultado do Teste *t* de Student para Diferenças entre Médias, em virtude de suas medianas e médias serem equivalentes por pertencerem a populações de distribuição normal (suas medidas de tendência central coincidem).

De modo geral, a análise estatística parece conduzir a conclusões no sentido de que dentre as 17 variáveis adotadas no presente estudo, as variáveis *VAR2*, *VAR6*, *VAR7*, *VAR8*, *VAR9*, *VAR10* e *VAR15* foram significativamente impactadas pelos eventos de F&A ocorridos entre as instituições financeiras.

No que se refere à classificação dessas variáveis quanto ao que pretendem descrever, a variável *VAR2* é classificada na *Categoria I- Eficiência de Lucros*, as variáveis *VAR6*, *VAR7*, *VAR8*, *VAR9* e *VAR10* são enquadradas como da *Categoria II- Eficiência Operacional*, e a variável *VAR15* pertencente à *Categoria III- Eficiência Gerencial*. Nota-se que em todos os três grupos de variáveis houve pelo menos um indicador que sofreu alterações estatísticas significantes, no entanto é igualmente importante ressaltar que a maioria dos indicadores, ou 10/17 (58,82%), não sofreu impacto significativo dos eventos estudados.

Apesar das constatações já feitas acerca da ocorrência ou não de alterações significantes dos indicadores das instituições financeiras, até o presente momento não foram mencionadas as magnitudes e as implicações dessas mudanças. Desta maneira, cada uma das três categorias de variáveis terá sua descrição detalhada na seção 4.2, a qual contará, sobretudo com a exploração de evidências encontradas nos números fornecidos pelos testes nas situações em que as medidas de tendência central foram consideradas estatisticamente diferentes no período pós-F&A.

4.2 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS POR CATEGORIA DE INDICADORES

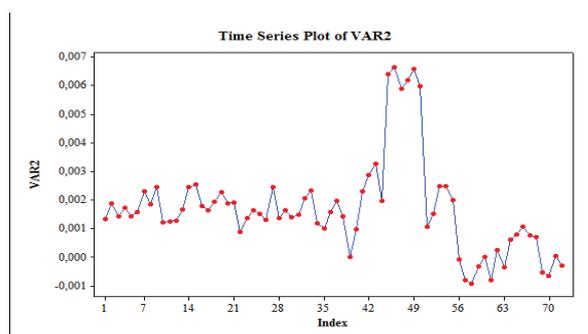
4.2.1 CATEGORIA I- EFICIÊNCIA DE LUCROS

A *Categoria I- Eficiência de Lucros* foi composta por três indicadores elaborados com o objetivo de expressar os níveis de eficiência da rentabilização do capital aplicado pelos investidores nas instituições financeiras analisadas. Medem, portanto, a Eficiência de Lucros dessas empresas através de razões se utilizaram como denominador o Ativo Total e o Patrimônio Líquido: *VAR1-Resultado Bruto da Intermediação Financeira/ Ativo Total*, *VAR2- Resultado Operacional/ Ativo Total*, *VAR3- ROE- Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido* e *VAR4- ROA- Lucro Líquido/ Ativo Total*.

Para três dos indicadores, não foi possível concluir por alguma alteração de seus valores em virtude dos eventos de F&A, a saber: *VAR1*, *VAR3* e *VAR4*. Isto mostra que a relação entre o resultado a Intermediação Financeira e Ativo Total mostrou-se constante ao longo do tempo, bem como a relação entre Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido, para a média das empresas analisadas³⁷.

No caso da *VAR2- Resultado Operacional/ Ativo Total*, esta apresentou queda após as operações de F&A. Antes dos eventos possuía mediana de 0,162, a qual passou a 0,102 no período seguinte, conferindo ao indicador uma involução 37,01% na comparação dos períodos. Contudo, sua média foi elevada de 0,168 para 0,170 entre os períodos (aumento de 11,90%), pelo que se faz necessário ressaltar que a estatística em termos de médias é mais suscetível a interpretações errôneas devido aos efeitos sentidos pela presença de *outliers*, sendo necessárias outras ferramentas complementares de análise. Por este motivo, identificada a não normalidade da distribuição dos dados da amostra correspondente, foi utilizada a mediana como parâmetro dos testes estatísticos, a qual através da mediana indica um resultado oposto ao demonstrado pela análise de média.

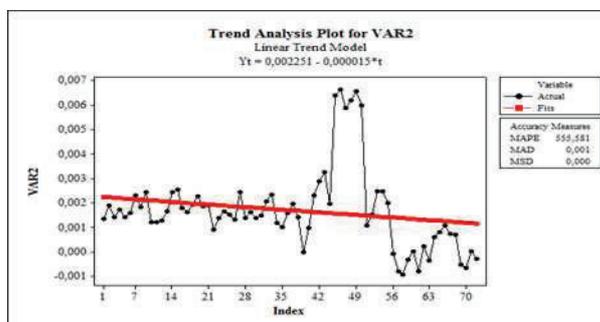
FIGURA 4.1- SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS VAR2



Fonte: Elaborado pelo autor.

³⁷ Os gráficos de série de tempo e análise de tendência das variáveis *VAR1* e *VAR3* constam no Apêndice B.

FIGURA 4.2 - ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIAS VAR2.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Analisando as figuras 4.1 e 4.2 acima, pode-se perceber que a série possui poucas perturbações até o seu 36º mês, havendo entre os 46º e 60º meses, uma subida brusca do indicador, seguido de nova estabilização nos patamares anteriores a partir do 61º mês. Após a observação dos dados que deram origem aos cálculos para essa variável, constatou-se que esse nível anormal calculado para o indicador detectado, deveu-se ao fato do Banco Bilbao Vizcaya Brasil S.A. ter auferido pontualmente valores expressivos em termos de Receitas Operacionais (especificamente registrados na conta COSIF de Rendas com Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos), situação que pode ter sido ocasionada por uma possível liquidação financeira de derivativos em favor do banco. A referida transação, que ocasionou a perturbação identificada ocorreu em abril de 1998, quando o Banco Bilbao Vizcaya Brasil S.A. adquire 55,5% das ações com direito a voto, do tecnicamente falido Banco Excel Econômico S.A. Ainda no mesmo ano, em agosto, o banco espanhol adquiriu o restante do capital, tornando-se detentor de 100% do Banco Excel Econômico S.A.

Ainda quanto a esse evento que provocou distorção da média (movimento atípico identificado através da figura 4.1) no período posterior à transação, foi identificado através da análise dos balancetes do banco que as Receitas Operacionais tiveram registros de valores entre R\$ 16 milhões e R\$ 26 milhões naquele período, quando no mês anterior haviam sido contabilizadas em aproximadamente R\$ 4 milhões. Certamente a majoração dessas receitas sem aumento de despesas fez com que o numerador do indicador fosse elevado. Embora o *outlier* tenha sido identificado, seu possível descarte é discutível, pois a média da VAR2 para o

banco é de aproximadamente 0,06, valor situado no intervalo de confiança $-2\sigma < \mu < 2\sigma$ do cálculo para todas as instituições, com $\alpha=0,10$.

Quando os dados são estudados sob uma perspectiva de outra medida de tendência central alternativa às médias, como é o caso do Teste U de Mann-Whitney, a presença do *outlier* não é tão impactante, pois o valor que antes era capaz de distorcer enormemente a média do grupo passa a ocupar apenas um “posto” num *ranking* de inúmeras observações. Isso significa que, de acordo com a metodologia de cálculo do teste, o ranqueamento das observações por valores faz com que um *outlier* exerça muito menos impacto sobre o cálculo das medidas que representam a amostra.

De fato, quando são levantados os números fornecidos pelos Testes U de Mann-Whitney, conclui-se que os gráficos de tendência e de série de tempo com eles são convergentes: o teste indica que a mediana no período antes das transações era estimada em 0,00162 (0,162%), envolvendo para 0,00102 (0,102%) no período seguinte, que em termos percentuais representa uma involução de 37,04% na medida de tendência central que separa metade das observações de valor maior da metade das observações de valor menor da amostra.

Ademais, a involução descrita pelo teste não paramétrico converge com a linha de tendência mostrada na figura 4.2, em que é evidente que o grupo de instituições financeiras, ao longo do período de 72 meses “ao redor” das transações de F&A perde gradualmente eficiência em termos de Lucro Operacional. Até o 36º mês, nota-se que a $VAR2$ mantém-se estável, podendo ser percebida sua clara alteração no período do 37º ao 72º mês, intervalo caracterizado pelo aumento da volatilidade ($\sigma_D = 0,23 \cong 6 * \sigma_A = 0,04$) e permanência predominante do indicador em patamares mais baixos que nos meses anteriores.

4.2.2 CATEGORIA II- EFICIÊNCIA OPERACIONAL

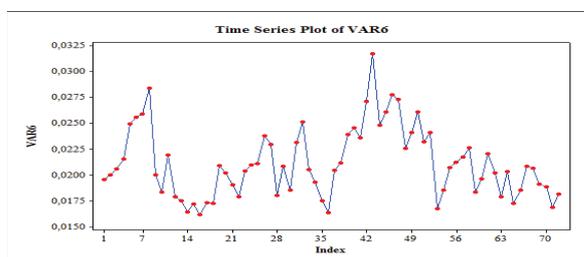
As variáveis da *Categoria II- Eficiência Operacional* foram assim classificadas por serem medidas de como as instituições financeiras utilizam operacionalmente determinados valores e recursos à sua disposição. Os resultados dos testes estatísticos mostram que dos onze indicadores desta categoria, apenas cinco verificaram-se em patamares diferentes após os eventos de F&A.

Os indicadores da categoria que sofreram alterações após as F&A, especificamente a *VAR6*, *VAR7*, *VAR8*, *VAR9* e *VAR10*, exceto pela variável *VAR8- Despesas Administrativas/ Operações de Crédito*, demonstraram evidências claras de perda de Eficiência Operacional às IFs envolvidas.

Para a *VAR6*, que mediu o nível de despesas operacionais em relação ao ativo total das IFs, foi observado que sua mediana no período anterior às F&A, de 2,01%, passou a 2,11% no período pós-transações, com variação de 5,42%. Em termos de médias, esse indicador se apresentou-se em 2,03% no primeiro período, evoluindo para 2,19% no segundo período, variação de 7,60% na comparação dos dois períodos de 36 meses.

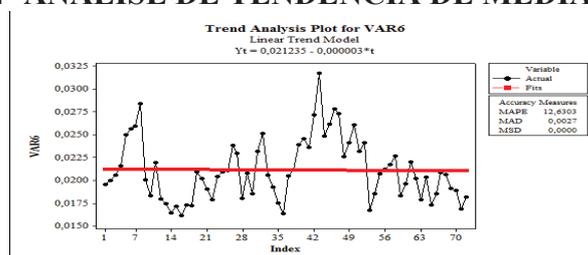
Através da análise dos gráficos da série de tempo da variável, é possível perceber que no período logo após a realização das transações de F&A a *VAR6* apresenta um crescimento acentuado no curto prazo, estabilizando-se em patamares mais baixos a partir do 56º mês. Tal fato pode motivar futuras pesquisas voltadas ao entendimento desses impactos em horizontes superiores a 36 meses.

FIGURA 4.3 - SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS *VAR6*



Fonte: Elaborado pelo autor.

FIGURA 4.4- ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIAS *VAR6*



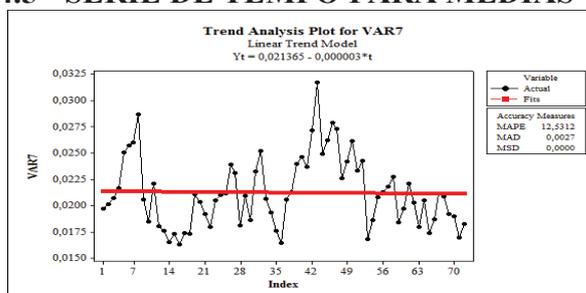
Fonte: Elaborado pelo autor.

As evidências encontradas através da observação do aumento desse indicador resumem-se na queda de eficiência média do grupo de instituições que passaram pelos eventos de F&A, pois sendo uma medida do nível de despesas operacionais de acordo com a Circular 1273 do são os gastos típicos e habituais das IFs (BACEN, 1987), em relação à dimensão dos ativos,

seu crescimento indica que as despesas necessárias à manutenção das operações tornaram-se mais onerosas àquelas empresas no segundo momento.

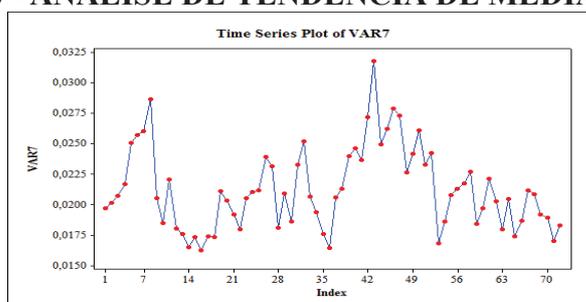
Ratificando a evolução do indicador expressa para a variável *VAR6*, a *VAR7- Despesas Totais/ Ativo Total*, que se diferencia da *VAR6* apenas por considerar no seu numerador além das despesas operacionais, também as despesas não operacionais, na comparação entre os dois períodos teve sua mediana evoluída de 2,04% para 2,12% (3,92%) e sua média de 2,05% para 2,20% (7,31%). Expressando também o nível de despesas das instituições em relação ao seu Ativo Total, mostra em complemento à análise da evolução da *VAR6*, que em linhas gerais as despesas totais (operacionais e não-operacionais) ganharam maior proporção na comparação com seus ativos no período pós-F&A.

FIGURA 4.5 - SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS VAR7



Fonte: Elaborado pelo autor

FIGURA 4.6 - ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIASVAR7



Fonte: Elaborado pelo autor.

A única constatação de ganho de Eficiência Operacional obteve-se através da *VAR8- Despesas Administrativas/ Operações de Crédito*. O indicador mostrou-se 18,81% menor em termos de sua média no período transações (variação de 6,17% para 5,01%). Na análise de variação de sua mediana, a mesma involuiu de 6,03% para 4,98% (queda de 17,44%).

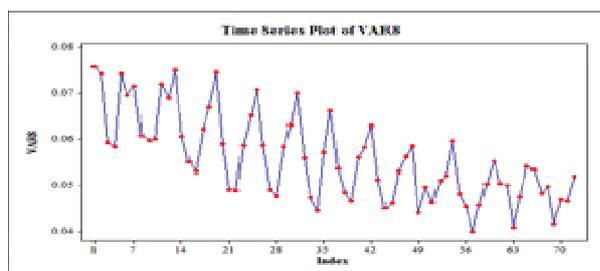
Tal medida é interpretada como uma medida da proporção de valores que são empregados em termos de despesas administrativas como esforço para manutenção da carteira de crédito dos bancos, uma das principais (se não a principal) fonte de receita para obtenção

de lucro por intermediação financeira. Desta forma, o resultado dos testes permitem afirmar que as instituições financeiras estudadas ganharam eficiência operacional no que se refere ao seu poder de geração e expansão da carteira de crédito a partir das despesas administrativas realizadas.

Tem-se na literatura que no fenômeno de F&A, o compartilhamento de estruturas, serviços e pessoal pode ser uma das principais sinergias obtidas com esse tipo de processo. De fato, dentro da conta de Despesas Administrativas das instituições bancárias, configuram-se como as de maior participação as Despesas de Pessoal (folha de pagamento e outras despesas decorrentes da contratação de pessoas) e as Despesas de Alugueis, por exemplo.

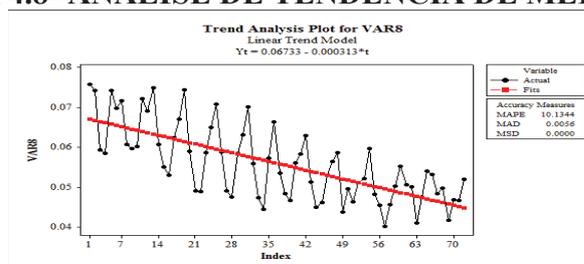
As figuras 4.7 e 4.8 permitem a visualização do comportamento da variável *VAR8* pelos setenta e dois meses observados. Nota-se que a queda é acentuada, dada inclinação da reta que traça a tendência da série. Outra informação que chama a atenção nos gráficos é o comportamento da variável a partir do 37º mês, em que sua variabilidade torna-se notadamente menor, aproximando-se os valores observados da linha de tendência com mais precisão do que no período anterior.

FIGURA 4.7- SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS VAR8



Fonte: Elaborado pelo autor

FIGURA 4.8- ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIAS VAR8



Fonte: Elaborado pelo autor.

Essa interpretação sobre o movimento do indicador corrobora as evidências encontradas nos testes que reportam uma média dos meses -36 ao -1 de 6,17% com desvio-padrão de 0,89%, e do mês +1 ao +36 a média de 5,01% com desvio padrão de 0,53%, situação em que se vê que a variabilidade relativa dos dados torna-se menor no segundo período analisado.

Cabe ressaltar devido à discrepância dos resultados dos testes relativos à *VAR8* com relação aos resultados obtidos para as outras variáveis, foi realizada investigação adicional acerca da evolução do volume da Carteira de Crédito Total do Sistema Financeiro Nacional e do valor das Despesas Administrativas, sem distinção entre empresas que passaram por F&A ou não, sendo constatado que no período analisado o valor total da carteira ativa dos bancos cresceu mais que 1200% enquanto as despesas administrativas que compõem o numerador da razão expressa foram aumentadas apenas em 100%. Assim, embora aparentemente de melhor performance no pós-transação, é especialmente impulsionada pelo crescimento da carteira de crédito do SFN, por sua vez facilitado pelas mudanças de legislação, ambiente econômico e desenvolvimento tecnológico, não sendo portanto, considerada esta variável como representativa de melhor eficiência na alocação das despesas administrativas em relação ao volume de crédito administrado pelas IFs.

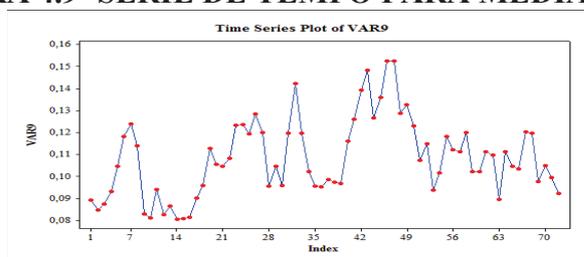
Com relação à análise da *VAR9- Despesas da Intermediação Financeira/ Passivos*, a qual mede o “custo de manutenção dos passivos”, ou seja, o custo das instituições financeiras principalmente com as despesas de captação junto aos depositantes (incluindo também os custos com outras operações financeiras consideradas como de intermediação, como de arrendamento mercantil, de câmbio e títulos e valores mobiliários, por exemplo), apontou nos testes estatísticos uma elevação considerável: sua média antes das F&A foi mensurada em 10,24% do total dos passivos, com desvio-padrão de 1,64%, ao passo que após os eventos foi determinada em 11,45%, com desvio-padrão de 1,68%. A evolução do indicador entre os dois períodos foi de 11,78%, e mostra que as instituições financeiras da amostra tiveram perda de eficiência operacional quando analisada a dimensão de seus custos de intermediação em relação ao volume dos passivos totais (soma das exigibilidades de curto e longo prazo).

A perda de eficiência em termos de custos da intermediação sobre os passivos das instituições tem sido objeto de estudo de muitos pesquisadores ao redor do mundo, que tentam encontrar evidências de que uma das principais sinergias obtidas com os processos de F&A provém do aumento do poder de mercado. Esse aumento de poder, segundo hipóteses comumente levantadas, permitiria a essas instituições uma atuação no mínimo oligopolística, em que seus principais ganhos seriam resultantes da agressividade junto aos clientes na forma

da redução de taxas de juros pagas sobre seus depósitos ou aumento das taxas de juros cobradas em operações de crédito.

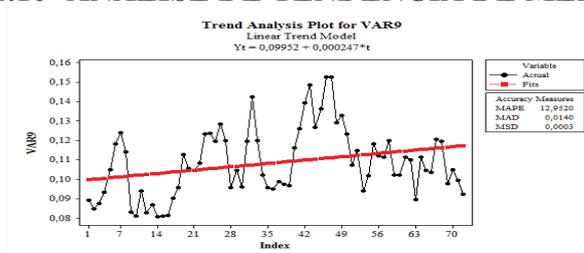
No caso brasileiro, percebe-se que na verdade os bancos que passaram por processos de F&A incorreram em mais despesas de intermediação em relação aos passivos após as F&A. Isto não implica que as IF passaram a ter menores margens de lucro ou menor resultado de intermediação financeira, pois para maiores custos bastaria a manutenção dos spreads das operações para que o resultado fosse mantido. A evidência encontrada limita-se a apontar que os passivos passaram a ter um maior custo para as instituições financeiras de em média 11,78% no período pós-F&A.

FIGURA 4.9- SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS VAR9



Fonte: Elaborado pelo autor.

FIGURA 4.10- ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIAS VAR9



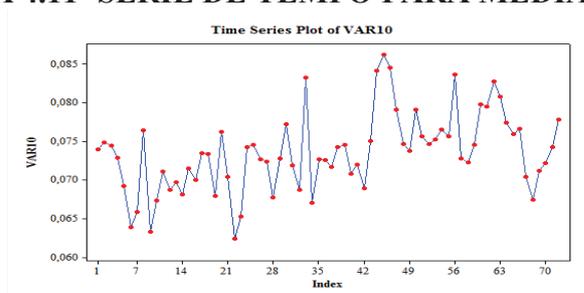
Fonte: Elaborado pelo autor.

As figuras 4.9 e 4.10 mostram a tendência da observação da variável *VAR9* pelos setenta e dois meses. Uma importante constatação que pode ser feita graficamente é o aumento significativo do patamar desta variável em torno do 40º ao 45º mês (após quatro meses da efetivação das operações), e significativa estabilização em níveis mais baixos do 52º mês em diante. Tal fenômeno pode ter uma das explicações possíveis na necessidade de manutenção de clientes logo após os anúncios das F&A: em geral, quando bancos adquirem ou se fundem com outros bancos no país, no processo de integração existem riscos de perda de base de depositantes, riscos que são comumente combatidos através de ofertas mais interessantes em

termos de taxas de juros para retenção de aplicações que porventura migrariam entre instituições. Ocorrendo apenas no período de integração das instituições, logo teria sua normalização em patamares mais baixos, como observado.

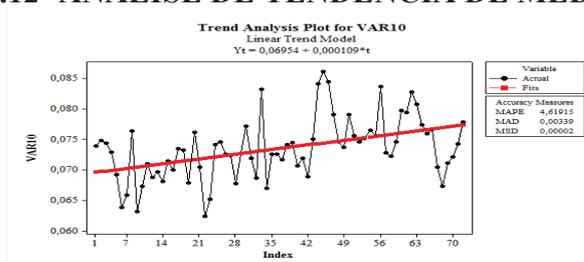
A última e quinta medida de eficiência operacional afetada pelos eventos de F&A foi a *VAR10- Outras Despesas Operacionais/ Despesas Totais*. O crescimento de sua média de 7,10% com desvio-padrão de 0,43% para 7,59% com desvio-padrão de 4,54% implicou perda de eficiência operacional para as instituições estudadas. A perda ocorre ao passo que a conta contábil Outras Despesas Operacionais do plano de contas COSIF é aquela destinada à escrituração de despesas que embora operacionais, não possuem uma conta específica para seu lançamento. Desta forma, ao passo que Outras Despesas Operacionais têm sua proporção aumentada dentro da conta Despesas Operacionais, mostra que despesas que não são comuns à operação rotineira das instituições, ainda que possam ser consideradas como operacionais, teve aumentado em relação às despesas previstas na conta Despesas Operacionais. A esta imprevisibilidade dá-se o caráter de redução de eficiência em termos operacionais. As figuras 4.11 e 4.12 mostram que ao longo dos setenta e dois meses de observação das médias *cross section* da variável entre os bancos, seu nível tende a crescer, bem como sua variabilidade em torno da linha de tendência.

FIGURA 4.11- SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS VAR10



Fonte: Elaborado pelo autor.

FIGURA 4.12- ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIAS VAR10



Fonte: Elaborado pelo autor.

No entanto, a *VAR10* mede a representatividade da conta de Outras Despesas Operacionais sobre não somente no total das Despesas Operacionais, mas sim no total das Despesas Totais (as quais englobam as contas contábeis Despesas Operacionais, Despesas Não Operacionais, Outras Despesas Operacionais e Outras Despesas Não Operacionais). Assim, a elevação da proporção de outras despesas operacionais entre as despesas das instituições financeiras mostra que a manutenção de sua operação pôde estar mais onerosa no período após as transações de F&A, pois para que dentro do total de despesas esteja tendo sua proporção aumentada, as despesas consideradas não operacionais estariam teoricamente se elevando.

Importante ressaltar que as variáveis VAR5- Despesas Operacionais/ Receitas Operacionais, VAR11- Outras Despesas Operacionais/ Ativo Total, VAR12- Despesas Totais/ Receitas Totais, VAR13- Despesas Não Vinculadas aos Juros/ Ativo Total, VAR14- Despesas Vinculadas aos Juros/ Ativo Total e VAR17- Índice de Eficiência Operacional não sofreram impactos significantes dos eventos estudados. Em outras palavras, não pôde ser percebido qualquer benefício em termos da redução relativa das despesas operacionais, das despesas ligadas a pagamento de juros ou não, bem como do próprio índice de eficiência operacional.

Faz-se necessário destacar o comportamento da *VAR17- Índice de Eficiência Operacional*. Esta, que é considerada um importante indicador de eficiência das instituições financeiras por medir sua capacidade de cobertura das despesas operacionais com a receita da intermediação financeira, ou seja, a cobertura das despesas da própria operação com a receita da principal atividade bancária, a intermediação financeira. Este indicador, não sofrendo impacto dos eventos de F&A, contraria afirmações de que um dos principais ganhos advindos dos processos de F&A seriam as possíveis sinergias operacionais por eles possibilitadas.

Contudo, não foi utilizada a metodologia de cálculo do índice de eficiência operacional da forma como feito no mercado bancário. O conceito foi extraído de Assaf Neto (2002), pelo que vale a pena ressaltar que os resultados obtidos são relativos ao índice de eficiência sugerido por esse autor.

4.2.3 CATEGORIA III- EFICIÊNCIA GERENCIAL

Na *Categoria III- Eficiência Gerencial* foram incluídos dois indicadores que fossem capazes de medir a qualidade das gerências, especificamente na forma do lucro obtido em

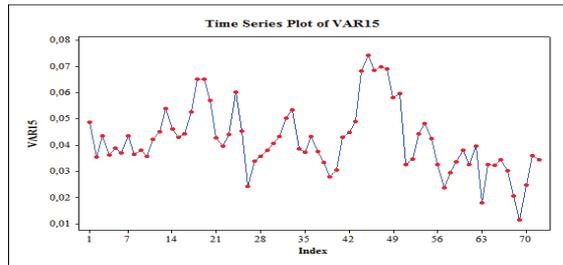
relação aos ativos e ao capital próprio das instituições financeiras. A esse lucro utilizado como numerador em ambas variáveis, foi restituída a carga tributária correspondente a cada período, de forma que os indicadores pudessem expressar as medidas de rentabilidade em função do desempenho gerencial. Das duas medidas, os testes estatísticos mostraram que apenas uma delas modificou-se para o nível de significância adotado: a *VAR15- Lucro Líquido Antes de Imposto de Renda/ Patrimônio Líquido*. Com relação à variável *VAR16- Lucro Líquido Antes de Imposto de Renda/ Ativo Total*, este indicador não mostrou ter sofrido influência dos eventos de F&A no período após os mesmos.

A relação dada pela *VAR15* mostrou-se significativamente menor após as F&A. Para o primeiro período, sua mediana foi apontada em 4,30% e no segundo período em 3,45%, indicando uma perda de eficiência expresso pelo indicador de aproximadamente 19,65%. Quando analisada sua média, passou de 4,38% antes dos eventos para 3,99% no período seguinte, indicando uma perda de eficiência em termos médios de 8,77%.

Verifica-se que a hipótese de ganhos de sinergias através de eficiências na interação dos quadros gerenciais das instituições financeiras fundidas, não é suportada pelo presente trabalho. Das duas variáveis que propuseram medir eficiência gerencial, uma delas não mostrou ser impactada pelos eventos enquanto a outra sofreu seu impacto, embora negativamente. Foi verificada nesta situação uma queda média de 8,77% dos resultados das IF antes de imposto de renda sobre o total do capital próprio (patrimônio líquido).

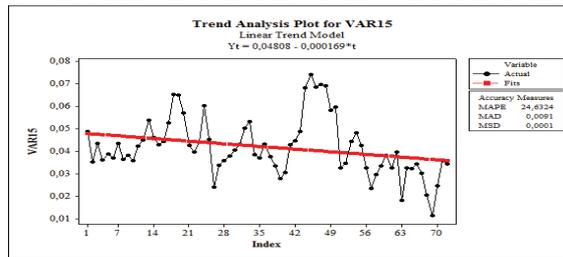
Apesar desta variável *VAR15* apresentar suas medidas de tendência central mais elevadas no período +1 a +36 com relação ao período -36 a -1, é importante notar pela análise visual do gráfico que aproximadamente entre os meses 37 e 44 houve um aumento histórico da relação de lucro líquido antes de imposto sobre o ativo total, atingindo as máximas da série observada. Contudo, aproximadamente a partir do 45º da série, a relação dada pela *VAR15* apresenta queda brusca e relativamente constante até o final do período, denotando perda de eficiência e não sustentabilidade dos resultados obtidos logo que da ocorrência das transações de F&A.

FIGURA 4.13- SÉRIE DE TEMPO PARA MÉDIAS VAR15



Fonte: Elaborado pelo autor.

FIGURA 4.14- ANÁLISE DE TENDÊNCIA DE MÉDIAS VAR15.



Fonte: Elaborado pelo autor.

O presente estudo testou a hipótese da variação do nível de eficiência de instituições financeiras participantes de processos de F&A no Brasil na condição de adquirentes ou dominantes entre 1994 e 2012. Foram adotadas 17 diferentes variáveis que descrevessem esse nível de eficiência em três diferentes categorias: *I-Eficiência de Lucros*, *II-Eficiência Operacional* e *III- Eficiência Gerencial*.

Através da observação dos resultados dos testes de Mann-Whitney (*U*) para dados não paramétricos e Teste *t* para dados paramétricos, foi identificado que os eventos de F&A impactaram parcialmente os níveis de eficiência das IFs analisadas. Sete das dezessete variáveis tiveram variações estatisticamente significantes entre os períodos pré e pós-F&A. Dentre as sete que comportaram-se diferentemente após as transações, seis implicaram perda eficiência e apenas uma delas implicou ganhos às instituições adquirentes ou dominantes incluídas no estudo.

Em termos de *Eficiência de Lucros*, três indicadores estudados mostraram-se inalterados entre os períodos enquanto um deles implicou perda de eficiência. Quanto à *Eficiência Operacional*, apenas cinco dos onze indicadores foram impactados pelos eventos de F&A, constatada perda de eficiência em quatro variáveis e ganho teórico em apenas uma. Na análise da *Eficiência Gerencial*, percebe-se novamente não pôde ser observada melhoria nos patamares de eficiência dos indicadores no período transações, sendo que em um dos casos não houve influência dos eventos e no outro caso, a variável demonstrou-se menos eficiente do que no período anterior.

Embora o resultado geral da presente pesquisa mostre predominante ausência de ganhos de eficiência aos bancos analisados, foi identificado um único indicador que comportou-se mais eficientemente para a média das IFs no período pós-transações. Trata-se da *VAR8-Despesas Administrativas sobre Operações de Crédito*, que expressa a eficiência da alocação das despesas administrativas para a geração e expansão da carteira de crédito. Contudo, esse único indicador que mostrou melhor eficiência operacional após as transações de F&A pode ter tido sua alteração influenciada por outros fatores diferentes destas F&A, propriamente ditas. Nota-se que o período analisado no presente estudo é marcado pela estabilização econômica do país e melhorias em termos de regulação bancária, com crescimento expressivo da carteira de crédito dos bancos, que cada vez mais se voltaram ao desenvolvimento de tecnologias para expansão de seus portfólios. O crescimento de sua carteira de crédito, especialmente em grandes bancos, foi auxiliado também por metodologias de avaliação de

crédito massificada (modelos de *credit scoring* e *behaviour scoring*, os quais difundiram-se fortemente no país após 1994) associadas à contratação de linhas pré-aprovadas em canais alternativos como *internet*, auto-atendimento das agências, por exemplo. O fato relevante a ser considerado é que o período de análise do presente estudo é de franca expansão de crédito no país, sendo que rápido crescimento do desse mercado foi determinado pelas necessidades causadas pelo controle da inflação e eliminação de “receitas inflacionárias” às instituições financeiras a partir do Plano Real.

Conforme citado por Pautler (2001), os principais motivadores para a realização de F&A entre instituições financeiras seria a busca por melhores patamares de *Eficiência Operacional e Gerencial*. Desta forma, o presente estudo preocupou-se em fornecer resposta ao que o autor afirma através dos testes de hipóteses de melhoria deste tipo de indicador após as transações de F&A. Os resultados indicaram que no caso brasileiro, se essa era realmente a intenção dos bancos adquirentes ou dominantes ao realizarem as respectivas transações, acabaram de maneira geral não atingindo seus objetivos. O trabalho também engloba análise do do que Pautler (2001) denomina como *Benefícios Financeiros e Tributários*, ao passo que compara indicadores de rentabilidade líquida de impostos entre os períodos pré e pós-transações. As conclusões assemelham-se ao caso dos indicadores de eficiência operacional e gerencial, ou seja, embora citados como motivos para a realização de transações de F&A entre instituições financeiras, não tiveram sua existência comprovada empiricamente.

A não predominância de evidências de impactos positivos das F&A sobre a eficiência dos bancos fundidos ou adquirentes pode parecer contraditória com os resultados financeiros anunciados pelas instituições do setor bancário brasileiro na última década, sendo esse mercado comumente criticado pela alta lucratividade quando comparado a setores da economia real do país. Por outro lado, há de se considerar que o presente estudo limitou-se a descrever os impactos das F&A sobre a eficiência dos bancos, entendendo que as variáveis adotadas não correspondem a todos os ganhos potenciais gerados por essas transações.

Como sugestão de continuidade do presente estudo, poderá ser replicado adotando-se períodos de análise mais longos, de modo que seja verificado o comportamento das variáveis em janelas maiores que 72 meses, podendo o período aqui adotado ser considerado relativamente curto para que as instituições financeiras adquirentes ou dominantes nos processos de Fusões e Aquisições tenham a maturação de seus investimentos realizada na forma de ganhos de eficiência. Ainda, a partir dos resultados aqui apresentados, poderão ser desenvolvidos estudos no sentido de se compreenderem os determinantes do comportamento

das variáveis utilizadas, através de regressões múltiplas e, devido à grande diversidade dos possíveis fatores impactantes, poderá ser adotada por exemplo, metodologia de análise por agrupamentos (*clusters*).

Ainda como sugestão de pesquisa futura, por este trabalho ter analisado as dimensões que Pautler (2001) enumerou como as duas principais em termos de motivação para F&A entre IFs, *Eficiências Operacionais, Gerenciais e Benefícios Financeiros e Tributários*, não tendo encontrado evidências de que as empresas envolvidas teriam obtido melhorias dos indicadores correspondentes, poderão ser investigadas outras motivações como o ganho de *Poder de Mercado, Hubris, Expropriação de Stakeholders*, bem como a *Realização de Bons Negócios*.

No campo prático, os resultados desta pesquisa poderão servir como subsídio para gestores de instituições financeiras que pretendam realizar operações de F&A no Brasil objetivando melhorias de eficiência no curto e médio prazo. Sendo aqui identificado que de modo geral as instituições financeiras que buscaram F&A acabaram não sofrendo impactos significativamente positivos em seus patamares de eficiência em decorrência desses eventos, recomenda-se que projetos desta ordem sejam analisados cuidadosamente. A relevância do tema aqui estudado torna-se ainda maior em termos práticos pois a expectativa atual dos mercados é de que uma sétima onda internacional de F&A se inicie nos próximos anos com a recuperação da crise financeira de 2007-2008 e reestabelecimento da liquidez global. De acordo com o histórico das ondas anteriores e a atual integração dos mercados, espera-se que essa próxima onda tenha abrangência global como na onda anterior, contudo com um papel central das economias emergentes no movimento, sendo o Brasil um dos maiores *players* em F&A dentre os países do grupo.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R. M. **Consolidation and Merger Activity in the United States Banking Industry from 2000 through 2010**. Aug. 2012. Finance and Economics Discussion Series- Division of Research and Statistics and Monetary Affairs- Federal Reserve Board- FED- Washington, D.C. 2012-51.

AKHAVEIN, J. D.; BERGER, A. N.; HUMPHREY, D. B. The effects of megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function. **Review of industrial organization**, Dordrecht, v. 12, n. 1, p. 95-139, Feb. 1997.

ALEXANDRIDIS, G.; PETMEZAS, D.; TRAVLOS, N. Gains from M&As around the world: new evidence. **Financial Management**, London, v. 39, n. 4, p. 1671–1695, Winter 2010.

ALMEIDA, P. R. A economia internacional no século XX: um ensaio de síntese. **Revista Brasileira de Política Internacional**, Brasília, v. 44, n. 1, p 112-136, Jan/Junh. 2001.

_____. **Relações internacionais e política externa do Brasil**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

_____. **Relações internacionais e política externa do Brasil: a diplomacia brasileira no contexto da globalização**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

ALTUNBAS, Y.; MOLYNEUX, P. Economies of scale and scope in European banking. **Applied Financial Economics**, London, v. 6, n. 4, p. 367-375,1996.

AL- SHARKAS, A.; HASSAN, M. K.; LAWRENCE, S. The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of the US banking industry: further evidence. **Journal of**

Business Finance & Accounting, [S. l.], v. 35, n. 1-2, p. 50-70, Jan./Mar. 2008.

AMEL, D. et al. Consolidation and efficiency in the financial sector: a review of the international evidence. **Journal of Banking & Finance**, [S. l.], v. 28, n. 10, p. 2493-2519, Oct.2004.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Statistics for business and economics**. 7. ed. Cincinnati: Thomson South Western College Publishing, 1999.

ANDRIES, A.; MEHDIAN, S.; STOICA, O. Impact of European integration on efficiency and productivity growth of romanian banks. **Engineering Economics**, [S. l.], v. 24, n. 3, p. 187-197, 2013.

ARIENTI, P. F. F. Reestruturação e consolidação do sistema bancário brasileiro. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 28, n. 2, p. 577-600, out. 2007.

ASIMAKOPOULOS, I.; ATHANASOGLU, P. P. **Revisiting the merger and acquisition performance of European banks**. Agu. 2009. Working Paper Bank of Greece. Economic Research Department – Special Studies Division.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

AUSTIN, D. V. The evolution of commercial bank merger antitrust law. **The Business Lawyer**, [S. l.], v. 36, n. 2, p. 297-396, Jan. 1981.

AZOFRA, S. S.; OLALLA, M. G.; OLMO, B. T. Fusiones y adquisiciones bancarias: importancia de la gestión y el tamaño en las entidades europeas. **Informacional Comercial Española**, [S. l.], v. 837, p. 273, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN) (Org.).[s. d.]. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 12 out. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Composição do Sistema Financeiro Nacional**. [s. d.]. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em: 12 set. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Carta Circular Bacen 1273**, de 29 de dezembro de 1987. Dispõe sobre a instituição para adoção obrigatória a partir de 30/06/1988 o Plano Contábil das Instituições Financeiras do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 12 out. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Carta Circular Bacen 3105**, de 05 de abril de 2002. Dispõe sobre regulamentação do Redesconto do Banco Central. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 12 out. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Carta Circular Bacen 3316**, de 30 de abril de 2008. Dispõe sobre a composição do Indicador de Exposição ao Risco Operacional (IE). Disponível em: <[www..bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)>. Acesso em: 12 out. 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEU (ECB). **Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors**. Oct. 2008. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp67-80_mb200810en.pdf>. Acesso em: 15 out. 2013.

BANCO MUNDIAL- THE WORLD BANK. **Privatization Database**. [201-]. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/data-catalog/privatization-database>>. Acesso em: 12 out. 2013.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). **Privatização**. 2013. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Privatizacao/resumo.html>. Acesso em: 06 set. 2013.

BARBOSA, F. H. **O sistema financeiro brasileiro**. [19--]. Disponível em: <<http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/Sistfin.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2013.

BARROS, B. T. et al. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, C. P.; WANKE, P. Banking efficiency in Brazil. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, Binghamton, v. 28, p. 54-65, Jan. 2014.

BARTH, J. et al. What Determines the Number and Value of Bank Mergers and Acquisitions Around the Globe?. **Banking & Finance Review**, [S. l.], v. 4, n. 1, 2012.

BECCALLI, E.; FRANTZ, P. M&A operations and performance in banking. **Journal of financial services research**, [S. l.], v. 36, n. 2-3, p. 203-226, Dec. 2009.

BEITEL, P.; SCHIERECK, D. **Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market**. Nov. 2001. Institute for Mergers and Acquisitions working paper n. 05/01.

BENDER, R.; WARD, K. **Corporate financial strategy**. 2nd ed. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2005.

BENSTON, G. J.; HUNTER, W. C.; WALL, L. D. Motivations for bank mergers and acquisitions: enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification. **Journal of money, credit and banking**, Columbus, v. 27, n. 3, p. 777-788, Aug.1995.

BEZERRA, R. R. **Análise do setor bancário a presença dos bancos espanhóis no Brasil**. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas- FGV, São Paulo, 2005.

BOTIS, S. Mergers and acquisitions in the international banking sector. **Bulletin of the Transilvania University of Brasov**. Series V: Economic Sciences, Brasov, v. 6, n.1, p. 119-126, 2013.

BOYLE, S.; PIETTE, M. An interindustry analysis of merger activity 1960 – 1983. **Review of Industrial Organization**. New York, v. 3, n. 2, p. 99-110, Jun/ 1986.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Comissão Parlamentar de Inquérito sobre o PROER**. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/24171.pdf>>. Acesso em: 06 set. 2013.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 8. ed. São Paulo: MacGrawHill, 2008.

BRESSAN, V. G. F. **Seguro depósito e Moral Hazard nas cooperativas de crédito brasileiras**. 2009. 371 f. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) – Departamento de Economia Rural, Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2009.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMÁ, R.. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **RAUSP - Revista de Administra USP**, São Paulo, v. 40, n. 4, p. 353-360, out./dez. 2005.

CALOMIRIS, C. W. Gauging the efficiency of bank consolidation during a merger wave. **Journal of Banking & Finance**, [S. l.], v. 23, n. 2, p. 615-621, Feb. 1999.

CAMARGO, P. O. **A evolução recente do setor bancário no Brasil**. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2009.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, abr./jun. 2003.

_____; _____. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **REGE - Revista de Gestão**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abr./jun.2005.

_____; _____. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **RAE - Revista administração de empresa**. São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, abr./jun. 2009.

_____; COUTINHO, E. S. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 273-295, 2008. Disponível em:< http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_738.pdf>. Acesso em: 12 set. 2013.

CAMPOS, M. B. **Produtividade e eficiência do setor bancário privado brasileiro de 1994 a 1999**. 2002. Dissertação (Mestrado em Economia)-Escola de administração de empresa de São Paulo, Fundação Gétulio Vargas. São Paulo, 2002.

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 2002. 164 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

COHEN, K.; REID, S. R. The benefits and costs of bank mergers. **Journal of financial and quantitative analysis**, Cambridge, v. 1, n. 4, Dec. 1966.

CORAZZA, G. **Crise e Reestruturação Bancária no Brasil**. Texto para discussão, Porto Alegre, UFRGS – Departamento de Economia, 2000.

CORNETT, M. M.; McNUTT, J. J.; TEHRANIAN, H. Performance Changes around Bank Mergers: Revenue enhancements versus cost reductions. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, v. 38, n. 4, p. 1013-1050, Jun. 2006.

CORRÊA, D. S. **O movimento de fusões e aquisições de empresas eo processo de privatização e desnacionalização na década de 1990: o caso brasileiro**. 2004. 195 f. Dissertação (Mestrado em Geografia Humana). Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

COSTA, F. N. Bancos: da repressão à liberalização. **Economia & Empresa**, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 31-43, jan./mar. 1995.

_____. **Origem do capital bancário no Brasil: o caso RUBI.** Campinas: I/E Unicamp, 2002.

_____. **Brasil dos Bancos.** Campinas: I/E Unicamp, 2008.

COSTA JUNIOR, J. V.; MARTINS, E. Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006. In: XXXII ENCONTRO DA ANPAD. 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: Anpad, 2008. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B38.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2013.

COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F. Abertura ao Capital Estrangeiro e Desempenho no Setor Bancário Brasileiro no Período 2001/2005. **RAE-Eletrônica**, São Paulo, v. 9, n. 1, jan./jun. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S167656482010000100005&script=sci_arttext>. Acesso em: 13 set. 2013.

_____. **The value of synergy.** Ouc. 2005. Stern school of Business working papers series.

DELONG, G.; DEYOUNG, R. Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 62, n. 1, p. 181-216, Feb. 2007.

DEPAMPHILIS, D. **Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities.** Burlington: Academic Press Advanced Finance Series, 2010.

DILSHAD, M. N. Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. **Business & Economic Research**, [S. l.], v. 3, n. 1, Dec. 2013.

DUARTE, C. H. C. Uma década de apoio ao setor de Tecnologias da Informação e Comunicação: eventos importantes eo papel do BNDES. **Revista BNDES**, Rio de Janeiro, n. 37, 2012.

EKKAYOKKAYA, M.; HOLMES, P.; PAUDYAL, K. The Euro and the Changing Face of European Banking: Evidence from Mergers and Acquisitions. **European Financial Management**. Norfolk, v. 15, n. 2, p 451-476, 2009.

EL HAJJ, Z. S. **Evolução e desempenho dos bancos durante o Plano Real.** 2005. 170 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

ESTATCAMP. **Testes Paramétricos e Correspondentes**. Disponível em: <<http://www.portalaction.com.br/-paramétricos>>. Acesso em: 10 set. 2013.

FAMÁ, R.; BARROS, L. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.

FARIA, A.; PAULA, J. A.; MARINHO, L. F. **Fusões e aquisições bancárias no Brasil: uma avaliação da eficiência técnica e de escala**. Rio de Janeiro: Ipea, 2006.

FAVARETTO, I. Releitura do Intervencionismo Estatal no Sistema Financeiro Nacional. **Direito & justiça: revista da Faculdade de Direito da PUCRS**, Porto Alegre, v. 31, n. 2, p. 109-153, 2005.

FÁVERO, L. P. et. al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FIGUEIRA, C.; NELLIS, J.; PARKER, D. The effects of ownership on bank efficiency in Latin America. **Applied Economics**, London, v. 41, n. 18, p. 2353-2368, 2009.

FIPECAFI. **Estudo sobre a apuração do spread da indústria bancária**. São Paulo: s.n., 2006.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

FRASER, D. R.; ZHANG, H. Mergers and long-term corporate performance: evidence from

cross-border bank acquisitions. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, v. 41, n.

7, p. 1503-1513, Oct. 2009.

GAUGHAN, P. A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring**. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

_____. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GLEASON, K. C.; MATHUR, I.; WIGGINS, R. A. The use of acquisitions and joint ventures by US banks expanding abroad. **Journal of Financial Research**, Malden, v. 29, n. 4, p. 503-522, Winter 2006.

GOAR, M. An economic disturbance theory of mergers. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 83, n. 4, p. 624-642, Nov. 1969.

GOLDFAJN, I.; HENNINGS, K.; MORI, H. **Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth**. June 2003. Central Bank of Brazil Working Paper, v. 75, 2003.

GOLDNER, F.; ARAÚJO, C. A. G. Estratégia de fusão e aquisição bancária no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. In: Simpósio FUCAPE de produção científica, 3., 2005, Vitória. **Anais eletrônicos**. Vitória: FUCAPE, 2005. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/goldner%20-%20estrategia%20de%20fusao%20e%20aquisicao.pdf>. Acesso em: 13 set. 2013

GRAVA, J.W. Fusões e Aquisições: motivadores econômicos e estratégicos. In: SADDI, J.(Org.). **Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: IOB/IBMEC, 2002. p. 3-42.

GREENSPAN, A. The role of capital in optimal banking supervision and regulation. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, [S. l.], v. 4, n. 3, p. 161-168, Oct. 1998.

GROUP OF TEM. **Report on consolidation in the financial sector**. 2001. Disponível em: <www.oecd.org>. Acesso em: 10 set. 2013.

GUARITA, S. A. D. Fusões e aquisições no Brasil: evolução do processo: empresários brasileiros devem se preparar para os processos de fusão e aquisição. **Fae Business**, São Paulo, n. 3, p.24-26, 01 set. 2002.

GUGLER, K. et al. Market optimism and merger waves. **Managerial and Decision Economics**. Chichester, v. 33, n. 3, p. 159–175, Apr. 2012.

GUZMÁN, X. Z. **Impacto das Aquisições e Fusões na Performance Operacional Bancária no Brasil**. 2002. 68 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)-Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

HACKBARTH NETO, A. A.; STEIN, C. E. **Uma abordagem dos testes não-paramétricos com utilização do Excel**. 2008. Disponível em:
<http://www.mat.ufrgs.br/~viali/estatistica/mat2282/material/textos/artigo_11_09_2003.pdf>. Acesso em: 20 out. 2013.

HAGENDORFF, J.; KEASEY, K. Post-merger strategy and performance: evidence from the US and European banking industries. **Accounting & Finance**, [S. l.], v. 49, n. 4, p. 725-751, Dec. 2009.

HAMATSU, N. K. **O processo de internacionalização das empresas de Brasil, China e Índia no período recente**. 2013. 147 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, Campinas, 2013.

HOSHINO, Y. The performance of corporate mergers in Japan. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S. l.], v. 9, n. 2, p. 153-165, June 1982.

_____; TURNBULL, S. J. Further study on the performance of mergers among credit associations in Japan. **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, [S. l.], v. 5, n. 3, p. 395-416, Sep. 2002.

HUIZINGA, H. P.; NELISSEN, J. H. M.; VENNET, R. **Vander. Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisitions**. Oct. 2001. Tinbergen Institute Discussion Paper, with number 01-088/3.

INSTITUTE OF MERGERS, ACQUISITIONS AND ALLIANCES (IMA). **Estatísticas sobre Fusões e Aquisições, 2013**. Acessado em 23/12/2013. Disponível em:
<<http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>>

ISMAIL, A.; DAVIDSON, I.; FRANK, R. Operating performance of european bank mergers. **The Service Industries Journal**, [S. l.], v. 29, n. 3, p. 345-366, Mar. 2009.

JENSEN, M. C. The agency costs of overvalued equity and the current state of corporate finance. *European Financial Management*. **European Corporate Governance Institute**, v. 10, n. 4, p. 549-565, Dec. 2004.

JOSHUA, O. Comparative analysis of the impact of mergers and acquisitions on financial efficiency of banks in Nigeria. **Journal of Accounting and Taxation**, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 1-7, May 2011.

KANE, E. J. Incentives for banking megamergers: what motives might regulators infer from event-study evidence?. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, p. 671-701, Aug. 2000.

KANG, N. H.; JOHANSSON, S. “**Cross-Border Mergers and Acquisitions: their role in industrial globalisation**”, Jan 2000. OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2000/01, OECD Publishing, 2000.

KIM, M. K. Trends and practices in the global market. Mergers and Acquisitions: Issues and Perspectives from the Asia-Pacific Region. **Asian Productivity Organization**, Tokyo, p. 10-25, 2009.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **RAUSP-Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan./mar. 1994.

KNAPP, M.; GART, A.; CHAUDHRY, M. The impact of mean reversion of bank profitability on post-merger performance in the banking industry. **Journal of Banking & Finance**, [S. l.], v. 30, n. 12, p. 3503-3517, Dec. 2006.

KOETTER, M. An assessment of bank merger success in Germany. **German Economic Review**, Oxford, v. 9, n. 2, p. 232-264, May 2008.

KPMG. **Relatório 1º trimestre de 2013 de fusões e aquisições: espelho das transações realizadas no Brasil** (2013a). Disponível em: <www.kpmg.com.br>. Acesso em: 28 set. 2013.

KPMG. **Relatório 2º trimestre de 2013 de Fusões e Aquisições- Espelho das Transações realizadas no Brasil** (2013b) Disponível em: <www.kpmg.com.br>. Acesso em: 28 set. 2013.

KUMMER, C.; STEGER, U. Why merger and acquisition (M&A) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure. **Strategic Management Review**, [S. l.], v. 2, n. 1, p. 44-63, Jan. 2008.

KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. (org.) **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LANEVE, M.; STÜLLEIN, T. **The influence of national culture on cross-border M&A**. 2010. 94 f. Tese de Doutorado. Thesis, Linnaeus University, School of Business and Economics, Kalmar, 2010.

LARANGEIRA, S. M. G. Reestruturação produtiva no setor bancário: a realidade dos anos 90. **Educação & Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 61, p. 110-138, dez. 1997.

LEE, M. H.; NAGANO, M. Market competition before and after bank merger wave: A comparative study of Korea and Japan. **Pacific Economic Review**, Carlton, v. 13, n. 5, p. 604-619, Dec. 2008.

LEE, K.; PENNINGS, J.M. **Mergers and acquisitions: strategic-organizational fit and outcomes**. 1996. Working Paper, The Warthon School, University of Pennsylvania.

LEE, T.H.; LIANG, L.W.; HUANG, B.Y. Do mergers improve the efficiency of banks in Taiwan? Evidence from stochastic frontier approach. **The Journal of Developing Areas**, Tennessee, v. 47, n.1, p. 395-416, 2013.

LEOTTI, V. B.; BIRCK, A. R.; RIBOLDI, E. J. **Comparação dos testes de aderência à normalidade Kolmogorovsmirnov, Anderson-Darling, Cramer-Von Mises e Shapiro-Wilk por simulação**, 2005. Disponível em:
<http://www.inf.ufsc.br/~verav/Testes_de_Hipoteses/Testes_aderencia.pdf>. Acesso em: 20 set. 2013.

LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. **Estatística: teoria e aplicações – usando microsoft excel**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC Editora, 2005.

LIARGOVAS, P.; REPOUSIS, S. The impact of terrorism on Greek Banks' Stocks: an event study. **International Research Journal of Finance and Economics**, [S. l.], v. 51, p. 1450-2887, 2010.

LINDER, J. C.; CRANE, D. B. Bank mergers: integration and profitability. **Journal of Financial Services Research**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 35-55, Jan. 1993.

LOPES, A. L. A. **Internacionalização e desempenho**: evidências a partir da análise de eventos subjacentes à curva de eficiência de bancos internacionais na América Latina. 2012. 218 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade da Universidade de Brasília- UNB, Brasília, 2012.

MAIA, G. V. S. Reestruturação Bancária no Brasil: o caso PROER. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, Brasília, n. 38, jun. 2003.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2010.

MARIANA, V. Features and characteristics of mergers and acquisitions waves-overview and the european experience. **Annals of Faculty of Economics**, [S. l.] v. 1, n. 1, p. 596-610, 2012.

MARKHAM, J. W. Survey of the Evidence and Findings on Mergers. In: Universities--National Bureau Committee for Economic Research. **Business concentration and price policy: a conference of the Universities-National Committee for Economic Research**. New Jersey: Princeton University Press, 1955. p. 141-212.

MARSHALL, R. H. The current bank-merger movement: an economic appraisal. **The**

Journal of Finance, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 381-382, Sep. 1957.

MARTYNOVA, M. V.; RENNEBOOG, L. **Takeover waves**: triggers, performance and motives. Tilburg: Tilburg University, 2005.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MCCARTHY, K.; WEITZEL, U.; DOLFSMA, W. A. **The sixth merger wave**: evidence of global significance and local difference. Aug, 2010. 70th Academy of Management (AOM) Annual Meeting, Montreal.

MCCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C. J. Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. **Journal of financial economics**, Amsterdam, v. 14, n. 3, p. 399-422, Sep. 1985.

MEISEL, S. I. Detecting earnings management in bank merger targets using the modified Jones model. **Journal of Accounting, Ethics & Public Policy**, [S. l.] v. 7, n. 3, p. 301, 2013.

MEJÍA, A. C.; DEL TORO, J. D. R. **Fusiones y adquisiciones, concentración y poder de mercado en el sector bancario colombiano (2000-2011)**. 2012. 40 f. Dissertação (Magister em Economia)-Escola de administração, departamento de economia, Universidad EAFIT, Medellín, 2012.

MENDES, A. L. A reforma do sistema financeiro nacional. **Estudos Avançados**. São Paulo, v.7, n. 17, jan./abr. 1993.

MIRANDA, J. C.; MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 14, p. 67-88, jun. 2000.

MOURA, A. R. As recentes mudanças no Sistema Financeiro Nacional. **Revista Tecnologia de Crédito**. Serasa Experian. São Paulo, edição 8, 1998.

MUKHERJEE, T. K.; KIYMAZ, H.; BAKER, H. K. Merger motives and target valuation: a survey of evidence from CFOs. **Journal of Applied Finance**, Tampa, v. 14, n. 2, p. 7-24, Fall/ Winter 2004.

NAKAMURA, R. **To merge and acquire when the times are Good?** the influence of macro factors on the japanese m&a pattern. Sept. 2004. EIJIS Working Paper Series 197, The European Institute of Japanese Studies, with number 197.

NAKANE, M. L; WEINTRAUB, D. B. **Bank privatization and productivity**: evidence for Brazil. Banco Central do Brasil, Dec. 2004. Working Paper Series, n. 90.

NEELY, W. P. Banking acquisitions: acquirer and target shareholder returns. **Financial Management**, London, p. 66-74, Winter 1987.

NELSON, R. L. Merger Movements and Business Cycles, 1895-1956. In: **Merger Movements in American Industry**, 1895-1956. New Jersey: Princeton University Press, 1959. p. 106-126.

OGHOJAFOR, B. E. A.; Adebisi, Sunday Abayomi. Evaluating mergers and acquisition as strategic interventions in the nigerian banking sector: the good, bad and the ugly. **International Business Research**, v. 5, n. 5, May 2012.

OJANEN, V.; SALMI, P.; TORKKELI, M. Cross-border acquisitions in technical engineering sector: motives, trends and effects in finnish consultancies. **International Journal of Management Science and Engineering Management**, [S. l.], v. 3, n. 2, p. 151-160, 2008.

PAIVA, S. M. C. A privatização no Brasil: breve avaliação e perspectivas. **Indicadores Econômicos FEE**, [S. l.], v. 22, n. 2, p. 104-117, 1994.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **RAUSP- Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 42, n. 2, 2007.

PAUTLER, P. A. **Evidence on mergers and acquisitions**. Sep. 2001. Bureau of Economics Federal Trade Commission. Working Paper.

PESSANHA, G. R. G. et al. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro.

RAM-Revista de Administração Mackenzie. São Paulo, v. 13, n.5, p.101-134. set./out. 2012.

PILLOFF, S. J. Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions. **Journal of Money, Credit and Banking**, [S. l.], p. 294-310, Aug. 1996.

PINTO, C. W. R.; ARRAES, R. A. A Proporção de pobres do Ceará está subestimada? uma aplicação da teoria do valor extremo. 2010.

PINTO, G. M. A. Regulacao Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro. 2011. 379 f. Tese (Doutorado em Direito Econômico, Financeiro e Tributário)-Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

POETA, K. Z.; SOUZA, M. M.; MURCIA., F. D. R. Fusão Itaú-Unibanco: uma análise da situação econômico-financeira antes e após a reorganização societária. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 4, n. 2, p. 47-59, maio/ago. 2010.

POLIT, D. F.; BECK, C. T.; HUNGLER, B. P. **Fundamentos de pesquisa em enfermagem: métodos, avaliação e utilização**. 5. ed. Porto Alegre: Artmed, 2004.

PORTH, S. J. Horizontal mergers and bank profitability: a matched-pair analysis. **American Business Review**, Binghamton, v. 10, n. 1, p. 36. Jan. 1992.

PUJALS, G. Bank Mergers and Acquisitions in the EU: Overview, assessment and prospects. **The European Money and Finance Forum**, SUERF Studies 2005/3, Viena, p. 5-91, 2005.

PWC- PricewaterhouseCoopers LLP, 2006. European Banking Consolidation Report. 2006.

PWC- PricewaterhouseCoopers. PricewaterhouseCoopers Private Equity Trend Report. 2013.

RAVICHANDRAN, K.; ALKHATHLAN, K. A. Impact of oil prices on gcc stock market. **Research in Applied Economics**, [S. l.], v. 2, n. 1, 2010.

RAZALI, N. M.; WAH, Y. B. Power comparisons of Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smornov, Lilliefors and Anderson-Darling tests. **Journal Of Statistical Modeling And Analytics**, Malasia, p. 21-33. 1 Jan. 2011.

RHOADES, S. A.; YEATS, A. J. Growth, consolidation and mergers in banking. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 29, n. 5, p. 1397-1405, Dec. 1974.

RIBEIRO, V. C. **Fusões e aquisições como fator estratégico nas empresas de logística especializadas no transporte de cargas terrestres do estado de Sao Paulo**. 2011. 103 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)-Universidade Municipal de São Caetano do Sul, São Caetano do Sul, 2011.

RODRIGUES, A. C. **O emprego bancário no Brasil e a dinâmica setorial (1990 a 1997)**. 1999. 19f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 1999.

ROSE, P. S. The distribution of Outcomes from Corporate Mergers: Evidence from Commercial Bank Acquisition Strategies. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, Westport, v. 10, n. 2, p. 343-364. Apr. 1995.

ROSS, S. A; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**: corporate finance. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ROSSETTI, J. P. **Fusões e aquisições no Brasil**: as razões e os impactos. fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSSI, L. F. **Fusões e aquisições**: a questão dos hostis takeovers. 1996. 76 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 1996.

SALVIANO JR., C. **Bancos estaduais**: dos problemas crônicos ao proes. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

SAPIR, A.; WOLFF, G. B. **The neglected side of banking union**: reshaping Europe's financial system. Bruegel Policy Contribution, 2013. Disponível em: <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/792-the-neglected-side-of-banking-union-reshaping-europes-financial-system/>>. Acesso em: 15 out. 2013.

SAQIB, A.; BODT, E.; LOBEZ, F. **Bank M&A activities and financial crisis vulnerability**. 2013. Disponível em: <<http://events.em-lyon.com/AFFI/Papers/228.pdf>>. Acesso em: 28 ago. 2013

SCHERER, A. L. F. Investimento direto estrangeiro, fusões e aquisições e desnacionalização da econômica brasileira: um balanço da década do Plano Real. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 107-128, ago. 2004.

SHAPIRO, S. S.; WILK, M. B. An analysis of variance test for normality (complete sample). **Biometrika**, Great Britain, v. 52, n. 3, p. 591-611, 1965.

SHOBHANA, V. K.; DEEPA, N. Impact of mergers and acquisitions on the shareholder wealth of the select acquirer banks in india: an event study approach. **IUP Journal of Bank Management**, [S. l.], v. 11, n. 2, May 2012.

SCHWERT, William G. Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? **The Journal of Finance**, v. LV, n. 6, dezembro de 2000.

SIEGEL, S.; CASTELLAN, N. J. **Estatística não paramétrica para ciências do comportamento**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

_____. Nonparametric statistics. **The American Statistician**, New York, v. 11, n. 3, p. 13-19, 1957.

SILBER, S. D. A economia mundial após a crise financeira de 2007 e 2008. **Revista USP**, São Paulo, n. 85, p. 82-93, mar./maio 2010.

SILVA, T. L.; JORGE NETO, P. M. Economia de escala e eficiência nos bancos brasileiros após o Plano Real. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 32, n. 4, p. 577-619, 2002.

SILVEIRA, D. T.; CÓRDOVA, F. P.. A pesquisa científica. In: GERHARD, T. E.;

SILVEIRA, D. T. (Org.). **Métodos de Pesquisa**. Porto Alegre: Editora da Ufrgs, 2009.

SINGH, P. Mergers in Indian banking: impact study using dea analysis. **South Asian Journal of Management**, [S. l.], v. 16, n. 2, p. 7-27, 2009.

SINHA, N.; KAUSHIK, K. P.; CHAUDHARY, T. Measuring post merger and acquisition performance: an investigation of select financial sector organizations in India. **International Journal of Economics & Finance**, [S. l.], v. 2, n. 4, p. 190-200, Nov. 2010.

SMITH, D. L. The performance of merging banks. **Journal of Business**, [S. l.], v. 44, n. 2, p. 184-192, Apr. 1971.

STAFF, M. J.; DAVIDSON, W. N.; MCDONALD, J. R. Increased bank merger activity: causes and effects. **American Business Law Journal**, Malden, v. 24, n. 1, p. 67-86, Mar. 1986.

STAUB, R. B.; SILVA, S. G.; TABAK, B. M. Evolution of bank efficiency in Brazil: A DEA approach. **European Journal of Operational Research**, Amsterdam, v. 202, n. 1, p. 204-213, Apr. 2010.

STIGLER, G. J. Monopoly and oligopoly by merger. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 40, n. 2, p. 23-34, May 1950.

STRAHAN, P. E. The real effects of US banking deregulation. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 85, n. July/August 2003, 2003.

SUEN, A.S.; KIMURA, H. Fusão e aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 2, n. 5, p. 53-60, 1997.

TECLES, P. L.; TABAK, B. M. Determinants of bank efficiency: The case of Brazil. **European Journal of Operational Research**, Amsterdam, v. 207, n. 3, p. 1587-1598, 2010.

THIEMANN, C. L.. **The bank merger act of 1960**. Bloomington: Indiana University, Graduate School of Business, 1964.

TRABER, M. A. Legislative history of the 1960 bank merger act and its 1966 amendment: judicial misuse and a suggested approach, **Indiana Law Journal**, Bloomington, v. 44, n. 4, p. 596-623, 1969.

TRAUTWEIN, F. Merger motives and merger prescriptions. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 4, p. 283-295, 1990.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. **RAUSP - Revista de Administração da USP**. São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan./mar. 1996.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD). 2013 **World investment report 2013**: Global Value Chains: Investment and Trade for Development. Nova Iorque; Genebra, 2013. Disponível em: <http://unctad.org/en/publicationslibrary/wir2013_en.pdf>. Acesso em: 18 set. 2013.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC). 2013. **Testes não Paramétricos**. Disponível em: <http://www.inf.ufsc.br/~verav/Testes_de_Hipoteses/Testes_ao_parametricos_Mann-Whitney.pdf>. Acesso em 15 out. 2013.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR). [s. d.]. Disponível em: <<http://people.ufpr.br/~lucambio/MReg/qqplot.pdf>>. Acesso em 05 ago. 2013.

VISSERS, T. **Merger and acquisition wave from a macro-economica** perspective: a research on explanations for the merger and acquisition wave 2004-2007. 2012. 32 f. Dissertação (Mestrado em Finanças) - Faculdade de Economia e Administração de Empresas do Departamento de Finanças da Universidade de Tilburg, Holanda, 2012.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **ERA - Revista de Administração de empresas**, São Paulo, v. 43, p. 41-45, 2003.
WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica**: conceitos. São Paulo: Atlas, 2000.

WEIGUO, X.; MING, L.. Empirical Research of M&A Impact on Chinese And American Commercial Banks: “Efficiency Based on DEA Method”. **Management Science and Engineering**, v. 2, n. 1, p. 38-47, Mar. 2008.