

SINERGIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES: O CASO DO BANCO DO BRASIL – UMA ABORDAGEM QUANTITATIVA

JOÃO PAULO ALBUQUERQUE KALIL
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
albuquerquekalil@hotmail.com

MATHEUS DE CARVALHO FERREIRA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
matheus_ferreira88@hotmail.com

DAVID WILLIAM ARAUJO JORGE
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
david_william91@hotmail.com

ANA ALICE VILAS BOAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
analice2006@oi.com.br

Introdução

Tendo em vista o atual contexto mercadológico e competitivo ampliado em nível global, as empresas viram-se frente à necessidade de mudanças e de enfrentar novos desafios, buscando atuar de maneira eficaz os mercados muitas das vezes se envolvendo em processos de fusões e realizando aquisições mantendo-se competitivas no mercado.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Os processos de aquisições realizadas pelo Banco do Brasil no período de 2008-2014 geraram ganhos de sinergia?

O presente trabalho tem como objetivo os processos de aquisições realizadas pelo Banco do Brasil no período de 2008-2014, verificando possíveis sinergias geradas nesses processos mensuradas por indicadores financeiros.

Fundamentação Teórica

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), a aquisição ocorre na compra de uma firma por outra, e somente uma delas mantém a identidade. A fusão é uma operação societária no qual duas ou mais empresas unem seus patrimônios a fim de formarem uma nova sociedade (WESTON; SYU; JONHSON, 2001).

As fusões e aquisições ocorrem quando a empresa adquirente acredita ser capaz de adicionar valor econômico por meio da aquisição. Esse incremento de valor é resultante de sinergia criada pela combinação das duas empresas, sendo esta a razão mais usada para a aquisição de outra empresa (NARDI, 2012).

Metodologia

A presente pesquisa é quantitativa, pois tem o objetivo de estudar a temática dos processos de aquisição realizados pelo Banco do Brasil entre setembro de 2008 e abril de 2011. A pesquisa também constitui busca por dados secundários. As informações financeiras coletadas do BP e DRE compreendem o período entre março do ano de 2000 e setembro do ano de 2014 com periodicidade trimestral. Foi efetuada análise estatística por meio da técnica de regressão linear. O presente estudo utilizou da análise de séries temporais

Análise dos Resultados

De modo geral a maioria das aquisições realizadas pelo banco do Brasil apresentaram ganhos de sinergia, ou seja, apresentaram impactos positivos.

A análise ocorrida em novembro de 2009, aquisição/incorporação da Nossa Caixa apresentou coeficiente positivo com t-value de 2,45 ao nível de significância em 5%. Resultando numa melhora do indicador de rentabilidade do patrimônio líquido.

A ocorrência de aquisição do Banco do Estado de Santa Catarina, ocorrida em setembro de 2008, apresentou coeficiente positivo, com valor de 1,65 (teste t-value), com nível de significância a 10%.

Conclusão

De modo geral a maioria das aquisições realizadas pelo banco do Brasil apresentaram ganhos de sinergia, ou seja, apresentaram impactos positivos. O modelo se mostrou significativo na maioria dos casos, portanto, as aquisições foram capazes de alterar o comportamento da rentabilidade (ROE) do Banco do Brasil. Apenas dois casos foram desconsiderados por apresentarem baixa significância.

A Margem Líquida e as Despesas Gerais e Administrativas tiveram efeito sobre o ROE com alta significância.

Referências Bibliográficas

- BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 28, n. 03, p. 347-362, 1993.
- SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of International Business Studies*, v. 31, n. 3, p. 387-405, 2000.
- SIQUEIRA, Larissa Carla, et al. Um Estudo das Fusões e Aquisições Baseado no Cenário Macroeconômico do Brasil no Período de 1994 a 2012. Artigo apresentado no XVII SEMEAD, São Paulo, 2014.

SINERGIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES: O CASO DO BANCO DO BRASIL – UMA ABORDAGEM QUANTITATIVA

1. INTRODUÇÃO

Tendo em vista o atual contexto mercadológico e competitivo ampliado em nível global, as empresas viram-se frente à necessidade de mudanças e de enfrentar novos desafios, buscando atuar de maneira eficaz no mercado, muitas das vezes envolvendo em processos de fusões e realizando aquisições mantendo-se competitivas no mercado.

Segundo De Camargos e Barbosa (2005) as fusões e aquisições (F&A's) são processos que vem definindo e modificando o ambiente empresarial e gerencial. O processo de fusão envolve acordos de negócios que atendem certos requisitos técnicos e legais. Os processos de F&A's são uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, tornarem-se competitivas, defender-se de aquisições indesejadas, além de aproveitar oportunidades de investimento (SIQUEIRA *et al*, 2014).

Para Bassi e Gupta (2015), as fusões e aquisições ajudam as empresas na obtenção dos benefícios de uma maior quota de mercado e eficiência de custos. Para expandir as operações e redução de custos, os bancos estão usando fusões e aquisições como uma estratégia para alcançar um tamanho maior, o aumento da participação de mercado, o crescimento mais rápido e sinergia para se tornar mais competitiva por meio de economias de escala.

Para Batista *et al* (2014), são muitos motivos para a realização das estratégias de F&A para as empresas. Entre eles, está à necessidade de crescimento, o aumento de *Market Share*, a criação de barreiras à entrada de novos concorrentes, aquisição de tecnologia, realização de sinergias e obtenção de economias de escala. Portanto o presente trabalho apresenta a seguinte questão da pesquisa: Os processos de aquisições realizadas pelo Banco do Brasil no período de 2008-2014 geraram sinergias?

Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo os processos de aquisições realizadas pelo Banco do Brasil no período de 2008-2014, verificando possíveis sinergias geradas, mensuradas por indicadores financeiros.

Entretanto, este trabalho se justifica pelo fato de que as fusões e aquisições constituem alternativas muito interessantes para a adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial. Os ganhos de sinergias precisam ser mensurados uma vez que eles não podem ocorrer em casos de reorganizações mal feitas.

Por fim o presente trabalho está estruturado em quatro seções além da introdução. Na segunda seção faz-se uma revisão teórica sobre aquisições, sinergia e rentabilidade. Na terceira seção, são tratados os procedimentos metodológicos, na quarta seção são apresentados os resultados e por fim são exibidas as principais conclusões.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), a aquisição ocorre na compra de uma firma por outra, e somente uma delas mantém a identidade. A fusão é uma operação societária no qual duas ou mais empresas unem seus patrimônios a fim de formarem uma nova sociedade (WESTON; SYU; JONHSON, 2001).

Segundo Weston *et al* (2001), a Oferta Pública de Aquisição (*Tender Offers*), usualmente significa que uma empresa ou pessoa, está fazendo uma oferta diretamente aos acionistas entre partes amigáveis que chegam a uma decisão mutuamente aceitável para combinar as empresas.

Em geral as fusões refletem combinações de empresas por meio de alguma reciprocidade nas negociações. Em uma oferta pública de aquisição, acionistas e compradores entram em contato direto para oferta de ações (WESTON; SYU; JONHSON, 2001).

Para Weston *et al* (2001), as fusões envolvem uma negociação particular e também pública. O processo de fusão é frequentemente complexo. As empresas compradoras enfrentam decisões que incluem quanto pagar, se vai pagar com dinheiro ou ações e se vai obter uma participação na empresa alvo antes de prosseguir com a fusão. A empresa a venda enfrenta decisões tais como em oferecer uma taxa de rescisão no caso da fusão for cancelada, se vai negociar exclusivamente com um unico comprador ou se vai realizar um leilão ou se é necessário limitar o número de compradores. Portanto o papel dos gestores num processo de fusão, que é complexo, não é uma simples tomada de decisão.

Para Weston *et al* (2001), das justificativas comuns para ocorrer uma fusão, são o incremento dos ativos totais da firma e ganhos em economia de escala. Ganhos de escala envolvem especialização de tarefas, diluição de custos fixos de firmas combinadas e redução de unidades de produção com melhor utilização da capacidade. As Economias de escopo envolvem a produção de produtos e serviços interrelacionados.

De acordo com Weston *et al* (2001) as fusões podem ser horizontais e verticais. Uma fusão é denominada horizontal na qual envolve duas empresas que operam e competem no mesmo ramo de atividades de negócios. Essas fusões diminuem o número de empresas num setor tornando mais fácil para os membros desse setor em conspirar para lucros monopolistas. Já as fusões verticais ocorrem em firmas em diferentes estágios de produção e operação podendo gerar economias tecnológicas, redução de custos de comunicação, procura de preços, contratação, entre outros benefícios.

Contudo, as fusões e aquisições ocorrem quando a empresa adquirente acredita ser capaz de adicionar valor econômico por meio da aquisição, o que o investidor comum não seria capaz de fazer. Esse incremento de valor é resultante de sinergia criada pela combinação das duas empresas, sendo esta a razão mais usada para a aquisição de outra empresa (NARDI, 2012).

2.1 Sinergia

Para Berkovitch e Narayanan (1993), existem motivos que inspiram as empresas a tomarem a decisão de entrarem num processo de fusão e aquisição e sugerem três motivos: a sinergia, a agência e o excesso de confiança ou arrogância. A hipótese da sinergia pode ser entendida quando o valor combinado das firmas em processo de fusão é maior do que se elas tivessem separadas. Se a sinergia é o motivo da fusão então a correlação é positiva com ganhos totais positivos.

De acordo com Tortato (1999), o enfoque teórico em aquisições se dá em escala e sinergia, na qual a combinação de duas empresas pode oferecer vantagens estratégicas significativas devido à complementaridade de pontos fortes, competências, posições de mercado ativo, produtos e tecnologia, ganhos operacionais e aprendizagem.

Numa fusão as sinergias operacionais e gerenciais são advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (DE CAMARGOS E COUTINHO, 2008).

O valor criado pela combinação entre as empresas pode resultar de uma gestão mais eficiente, as economias de escala, a melhoria das técnicas de produção, a combinação de recursos complementares, o redirecionamento de recursos para usos mais rentáveis, a

exploração do poder de mercado, ou qualquer número de mecanismos de criação de valor que caem sob a rubrica geral de sinergia corporativa (BRADLEY E DESAI, 1988).

Bradley e Desai (1988) definem o ganho sinérgico total proveniente de uma oferta bem sucedida como a soma da mudança na riqueza de acionistas da empresa alvo e a empresa que adquire.

No trabalho de Bradley e Desai (1988), foi realizada uma investigação empírica com base numa amostra de aquisições bem sucedidas e efetivadas entre os anos de 1963-1984 tendo encontrado nas 236 ofertas da amostra ganho sinérgico de \$117 milhões representando um aumento de 7,4% na riqueza combinada dos acionistas da empresa alvo e adquiridas.

Sabri, Ezman e Zainal (2015), pesquisaram fusões e aquisições entre bancos na Tailândia e encontraram impactos positivos nesse processo. O fator sinergia oferece ao banco inovação, eficiência e eficácia para ser competitivo no mercado.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) afirmam que a sinergia advinda dos processos de fusões deve-se a economias de escala resultantes da redução do custo indireto da empresa, elevando conseqüentemente, seu lucro a nível superior ao da soma dos seus lucros se as empresas estivessem independentes.

Weston et al (2001) complementa que a Teorias do Valor Crescente baseadas na eficiência e sinergia estimam que o valor combinado do comprador e empresa alvo vai aumentar com o anúncio de uma fusão. Esse valor aumentado é derivado de aumento nas eficiências operacionais e no poder mercadológico.

Outra importante fonte de sinergia é a transferência de ativos intangíveis como *know-how* entre as empresas combinadas. Os ganhos são compartilhados entre as firmas compradoras e vendedoras (SETH *et al*, 2000).

Matias e Pasin (2001) utilizam dois indicadores para medir a sinergia. O primeiro mede a evolução do percentual do Custo dos Produtos Vendidos (CPV) sobre as Receitas Líquidas (RL), (CPV/RL). O objetivo desse indicador é verificar se as empresas analisadas apresentaram economias de escala depois que adquiriram maiores porte e poder de negociação e de mercado. O outro indicador mede a evolução do percentual das Despesas Administrativas e Gerais (DAG) sobre as Receitas Líquidas (RL), (DAG/RL). O objetivo desse indicador é verificar se a integração entre as empresas gerou reduções de despesas administrativas e gerais, provavelmente oriundas da integração administrativa das empresas, ou se a reestruturação não foi benfeita e as estruturas das empresas não foram conjugadas.

De Camargos e Barbosa (2005), utilizaram três indicadores de sinergia em sua pesquisa. O primeiro indicador é a Margem Bruta (MB) no qual é expresso pela relação entre Lucro Bruto (LB) e Receita Líquida (RL). O objetivo desse indicador é verificar se as empresas apresentaram economias de escala com o maior porte e poder de mercado que passaram a ter com a combinação.

O segundo indicador é a Margem Líquida (ML) no qual é expresso pela relação entre o Lucro Líquido (LL) e a Receita Líquida (RL). O objetivo é identificar se as empresas melhoraram sua eficiência operacional, administrativa e financeira, conseguindo converter uma proporção maior de sua receita em lucro. Esse indicador se diferencia do DAG/RL, pois inclui a eficiência financeira.

O terceiro indicador envolve as Despesas Administrativas e Gerais (DAG) em relação à Receita Líquida (RL). O objetivo é verificar o percentual das despesas administrativas e gerais sobre a receita líquida, ou seja, se a união das empresas resultou em redução das despesas administrativas e gerais.

Contudo, De Camargos e Barbosa (2005), utilizaram ainda outros indicadores de rentabilidade que são o Retorno sobre o Ativo (ROA), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido e o Lucro por Ação.

2.2 Desempenho Financeiro

As empresas S/A brasileiras devem elaborar e publicar demonstrações financeiras como o Balanço Patrimonial (BP) e a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), pareceres fiscais, relatórios administrativos, entre outros. A análise dessas informações, principalmente dos dados contábeis do BP e DRE, são fontes de importantes tomadas de decisões no ambiente empresarial cada vez mais competitivo (DE CAMARGOS e BARBOSA, 2005).

As demonstrações financeiras expõem tanto a posição de uma empresa em um determinado período, quanto à série histórica de suas operações, além de poderem ser utilizadas na estimação de lucros e dividendos futuros (WESTON e BRIGHAM, 2000). Tal análise das demonstrações financeiras busca avaliar o desempenho da empresa, como forma de identificar seus resultados (consequências) retrospectivos e prospectivos (ASSAF NETO, 2010). A análise dos dados, principalmente com retrospecto histórico, possibilita identificar sua evolução econômico-financeira da organização, seu desempenho e eventuais tendências e projeções de possíveis resultados futuros.

Dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura específica para a análise do desempenho de uma empresa destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros. Esta técnica considera os diversos demonstrativos contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em índices e indicadores.

De acordo com Camargo Jr. *et al.* (2004), os bancos são instituições que buscam auferir um ganho ou *spread* em operações que, de um lado, remunera a quem disponibiliza recursos, recebendo, por outro lado, remuneração maior daqueles que necessitam de recursos. O *spread* está exatamente na diferença da prestação desses serviços de intermediação.

Para Al-Shammari e Salimi (1998), o setor bancário desempenha um papel fundamental dentro da economia, pois é um dos principais agentes financiadores das empresas em geral. Diante dessa importância é necessário que os bancos possam avaliar sua performance por meio de métodos consistentes para fornecer aos seus *stakeholders* informações confiáveis sobre seu desempenho.

De forma geral, as informações contábil-financeiras têm sido as mais utilizadas nos estudos sobre eficiência em bancos, além de informações operacionais, tais como número de empregados e de agências, alocam recursos e controlam processos internos administrando seus empregados, instalações, despesas, e fontes e usos de fundos, enquanto trabalham para maximizar ativos e o retorno. Os bancos que melhor desempenham essa estratégia estão na fronteira eficiente, enquanto os bancos com muitas entradas ou poucas saídas em relação aos outros bancos são considerados relativamente ineficientes.

Nessa corrente, assume-se para essa pesquisa o indicador tradicional de desempenho financeiro: ROE (*Return on Equity*) (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002), (GITMAN, 2004) e (ASSAF NETO, 2010). Outros indicadores podem ser utilizados para captar a rentabilidade da firma, no entanto foi selecionado o ROE, pois o mesmo expressa de forma objetiva o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa. E ressalta-se que os dados contábeis estão disponíveis nas demonstrações financeiras padronizadas, o que permite o seu uso com maior segurança e padronização.

Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), que segundo Angotti (2010), representa o retorno que uma empresa obtém com relação aos seus próprios recursos investidos, ou seja, seu patrimônio líquido, esse índice é calculado pela fórmula, lucro líquido, após o IR, sobre o patrimônio líquido.

2.3 Fusões e Aquisições no Setor Bancário Brasileiro

Observa-se intensa transformação do setor bancário brasileiro impulsionado por diversos fatores, tanto de origem externa (expansão de conglomerados financeiros em escala global) quanto de origem interna (a estabilidade de preços pós-1994; a reação do governo para evitar uma crise bancária em meados da década de 1990, crise financeira de 2008), impulsionando processos de fusão, incorporação e transferência de controle acionário de bancos privados; a privatização de bancos públicos, reestruturação financeira estaduais; a entrada de instituições estrangeiras (PESSANHA *et al*, 2010).

As consequências de tais fatores estão na evolução do processo de consolidação bancária no Brasil, ocorrido principalmente após a década de 1990, estimulado pela onda de fusões e aquisições (F&A) bancárias. Para o Banco do Brasil, o período entre os anos de 2008 a 2011 foi muito peculiar e relevante para a expansão de sua atuação no mercado interno e exterior.

Neste período a instituição incorporou bancos estaduais públicos (Banco do Estado do Piauí, Banco do Estado de Santa Catarina, Banco Nossa Caixa, Banco Popular do Brasil), adquiriu instituições financeiras no Brasil e no exterior (Banco Votorantim, Banco Patagônia, *Euro Bank*). O presente trabalho visa identificar de maneira quantitativa as sinergias provenientes dos casos apresentados fazendo relação direta com os resultados financeiros.

3. METODOLOGIA

A presente pesquisa é quantitativa, pois tem o objetivo de estudar a temática dos processos de aquisição realizados pelo Banco do Brasil entre setembro de 2008 e abril de 2011. As informações financeiras coletadas do BP e DRE compreendem o período entre março do ano de 2000 e setembro do ano de 2014 com periodicidade trimestral. Optou-se por esta frequência por captar e dimensionar os eventos de forma mais detalhada e para poder analisar os impactos dos eventos no curto, médio e longo prazo.

A pesquisa também constitui busca por dados secundários utilizando informações das demonstrações financeiras trimestrais do Banco do Brasil para avaliar o impacto das aquisições na rentabilidade do patrimônio líquido. Este trabalho também se encaixa no paradigma estrutural do consenso, pois envolve causa e efeito.

Para Oliveira (1988), positivismo é a atitude do pesquisador que, diante do seu objeto de interesse, o mundo social, assume como postulados que a sociedade é regida por leis que atuam independente da vontade e da ação dos homens, e que ela pode, assim, ser estudada pelos mesmos métodos empregados pelas ciências da natureza: devendo, dessa forma, as ciências sociais se limitar à observação e à explicação causal dos fenômenos, de maneira objetiva, neutra, livre de julgamentos de valor ou ideologia e afastando, desde o começo, todas as pré-noções e pré-julgamentos.

Qualquer forma de realidade para um positivista é composta de relações causais entre fenômenos. A existência de um fenômeno particular (Y) é explicada pela identificação de outro fenômeno (X) como sua causa ($Y f X$) (OLIVEIRA, 1988).

Conforme Fávero (2009), Gujarati e Porter (2011), o objetivo da análise de regressão é estudar a relação entre duas (simples) ou mais variáveis (múltipla) explicativas, que apresentam na forma linear, e uma variável dependente métrica. Assim um modelo de regressão linear de modo geral pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + u$$

em que:

Y = fenômeno do estudo (variável dependente métrica);
 α = representa o intercepto (constante)
 β = são os coeficientes de cada variável (coeficientes angulares). São as variáveis explicativas;

u = distúrbio ou termo de erro.

O erro também conhecido como resíduo, representa possíveis variáveis X que não foram inseridas no modelo e que seriam variáveis explicativas da variável Y (FÁVERO *et al.*, 2009).

Foi efetuada análise estatística por meio da técnica de regressão linear com apoio do programa estatístico *Gretl* objetivando explicar os impactos das fusões e aquisições na rentabilidade da instituição. O presente estudo utilizou da análise de séries temporais, que conforme Fávero (2009) é uma análise que apresenta a evolução de uma variável ao longo do tempo para uma dada observação, estudando-se a evolução dessa variável para uma única observação (variação do tempo com espaço fixo).

É comum que as séries temporais, especificamente as séries relativas a variáveis econômicas, sejam afetadas por eventos de caráter exógeno, como alterações em planos econômicos, variações climáticas etc. Tais eventos se manifestam a partir de mudanças no nível ou na inclinação da série em determinado instante do tempo. Geralmente, isso ocorre devido a algum acontecimento conhecido. Tal ocorrência pode manifestar-se por um intervalo de tempo subsequente e que afeta a série em estudo, temporária ou permanentemente (PESSANHA, 2010).

3.1 Operacionalização das variáveis e dos dados

As descrições das variáveis utilizadas neste trabalho estão descritas no Quadro I. A série utilizada compreende o período de 2000-2014 e os eventos de F&A ocorreram entre os anos de 2008 a 2011 totalizando sete ocorrências. As variáveis utilizadas foram às ocorrências de fusão e aquisição, retorno sobre o patrimônio líquido, margem bruta, margem líquida e despesas administrativas e gerais.

Quadro I – Descrição das Variáveis Utilizadas na Análise

Variáveis	Descrição	Impactos Esperados
Ocorrência de fusão ou aquisição (F&A)	Essa variável assumirá o valor 0 (zero) para a não ocorrência de F&A e 1 (um) para a ocorrência.	–
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Esse índice é calculado pela relação existente entre o lucro líquido, após o IR, e o patrimônio líquido.	Positivo
Margem Bruta	Relação entre Lucro Bruto (LB) e Receita Líquida (RL)	Positivo
Margem Líquida	Relação entre o Lucro Líquido (LL) e a Receita Líquida (RL)	Positivo
DAG	Relação das Despesas Administrativas e Gerais (DAG) e a Receita Líquida (RL).	Positivo

Fonte: Elaborado pelos autores

Os eventos objeto de estudo encontram-se relacionados no Quadro II e suas respectivas datas de ocorrência.

Quadro II – Relação de Operações de F&A Estudadas

Instituição Compradora	Instituição Adquirida	Tipo de Operação	Data do evento
Banco do Brasil S/A	Banco do Estado de Santa Catarina S.A	Aquisição / Incorporação	09/2008
	Banco do Estado do Piauí	Aquisição / Incorporação	11/2008
	Banco Votorantim	Aquisição / Parceria Estratégica	01/2009
	Banco Nossa Caixa	Aquisição / Incorporação	11/2009
	Banco Patagônia	Aquisição / Investimento Direto no Exterior	04/2010
	Banco Popular do Brasil	Aquisição / Incorporação	04/2010
	<i>Euro Bank</i>	Aquisição / Investimento Direto no Exterior	04/2011

Fonte: Elaborado pelos autores

4. RESULTADOS

Com o objetivo de identificar o poder de explicação e os impactos da realização das F&A sobre a rentabilidade da instituição adquirente, foi adequado o modelo de regressão para análise de cada uma das operações realizadas no período.

Deste modo nossa função objetivo torna-se a métrica para rentabilidade (ROE) e como variáveis dependentes têm as métricas referentes à sinergia (MB, ML e DAG) e como variáveis independentes as variáveis *dummies* (que assume o valor 0, nos momentos anteriores a referida aquisição e, o valor 1, para os períodos posteriores a ocorrência da F&A). Foi feita análise multivariada de dados utilizando modelo de Regressão de Séries de Tempo com solução de equação de longo prazo. A tabela I apresenta os principais resultados:

Tabela I – Solução Equação de Longo Prazo – ECM (Error Corrector Method)

Váriavel	Coefficient	Std. Error	t-value	t-prob
Constant	0,07998579	0,008611	9,27	0,0000
Trend	-0,000756553	0,0001800	-4,20	0,0001
DAG	-0,130624	0,01814	-7,20	0,0000
ML	0,399075	0,03458	11,5	0,0000
MB	0,000833602	0,01317	0,0633	0,9498
DSANTACAT (I)	0,0138180	0,008365	1,65	0,1054
DPIAUI (I)	0,00833932	0,009434	0,884	0,3813
DVOT(PE)	-0,0199025	0,009236	-2,15	0,0364
DNC (A)	0,0237838	0,009705	2,45	0,0181
DPAT (IDE)	-0,0268178	0,009600	-2,79	0,0076
DEB (IDE)	0,00337300	0,004582	0,736	0,4654

Fonte: Elaborada pelos autores

Os testes realizados foram congruentes as hipóteses $H=0$, de autocorrelação, normalidade e heterocedasticidade. Portanto as análises apresentadas não estão autocorrelacionadas (com valor de 0,6415), os erros são normalmente distribuídos (com valor 0,4784) e não há heterocedasticidade (0,9977). A tabela a seguir apresenta os testes residuais do modelo.

Tabela II – Testes Residuais

Teste	Valores
AR 1-2 test	0,6415
Normality test	0,4784
Hetero test	0,9977

Fonte: Elaborada pelos autores

Segundo Hair (2009), a normalidade se refere à forma de distribuição de dados para uma variável métrica individual e sua correspondência com a distribuição normal. Se a variação em relação à distribuição normal for suficientemente grande, todos os testes estatísticos resultantes são inválidos uma vez que a normalidade é exigida no emprego das estatísticas F e t.

Não houve heterocedasticidade, ou seja, os erros são normais. A homocedasticidade é desejável porque a variância da variável dependente sendo explicada na relação de dependência não deveria se concentrar apenas em um domínio limitado dos valores independentes (HAIR, 2009).

Também não há autocorrelação ou correlação serial, pois existe independência serial dos resíduos. Segundo Gónzales (2000), nos modelos econômicos, que lidam principalmente com a análise de séries de tempo, é muito comum o aparecimento de relações seriais entre as medidas dos desvios das estimativas para os valores reais (erros), provocando dificuldades de análise.

4.1 Análises das ocorrências de fusões e aquisições

As ocorrências estudadas e descritas explicam as variações ocorridas na rentabilidade do Patrimônio Líquido. Dos eventos relacionados (representados no modelo pelas variáveis *Dummies*) apenas a aquisição via investimento direto estrangeiro do *EuroBank* e a incorporação do Banco do Estado do Piauí foram desconsideradas por não possuírem poder explicativo suficiente - reduzido valor de significância.

A Margem Bruta também possui baixo valor de significância no modelo conforme tabela I. Já a variável Margem Líquida (ML) e Despesas Administrativas e Gerais (DAG) tiveram efeito sobre o ROE com significância a 1%.

As ocorrências de incorporação do Banco Popular do Brasil e da aquisição do Banco Patagônia apresentaram conflito na análise, por terem ocorrido no mesmo mês/trimestre. Deste modo o modelo não consegue distinguir o peso de cada uma das variáveis, pois a base de informações é a mesma e apresenta um resultado proveniente das duas ocorrências, sendo que qualquer distinção entre as duas deverá ser com enfoque qualitativo.

De acordo com a tabela I a ocorrência de aquisição do Banco do Estado de Santa Catarina, ocorrida em setembro de 2008, apresentou coeficiente positivo, com valor de 1,65 (teste *t-value*), com nível de significância a 10%. Em outras palavras, proporcionaram um aumento médio na rentabilidade (ROE) do banco em 1,3%.

Já a aquisição/parceria estratégica com o Banco Votorantim, ocorrida em 2009, resultou em um coeficiente negativo e um teste *t-value* de -2,15, a um nível de significância de 5%. Ou seja, a operação resultou em efeitos negativos na rentabilidade média em 1,99%.

A análise ocorrida em novembro de 2009, aquisição/incorporação da Nossa Caixa apresentou coeficiente positivo com *t-value* de 2,45 ao nível de significância em 5%. Resultando numa melhora do indicador de rentabilidade do patrimônio líquido.

A análise em relação ao evento ocorrido em abril de 2010 possui duas aquisições neste período envolvendo o Banco Patagônia (IDE) e a aquisição/incorporação do Banco Popular do Brasil. O banco da Patagônia apresentou coeficiente negativo a um nível de significância em 1% e *t value* de -2,79. Em outras palavras houve piora no indicador de rentabilidade do patrimônio líquido, mas não podemos definir qual das ocorrências obteve peso maior neste resultado.

As ocorrências que influenciaram positivamente tais acontecimentos podem ser justificadas, conforme Data (1991), pelo objetivo das operações pós-integração ser de trabalhar para que a capacidade produtiva existente seja otimizada e funcione de maneira mais eficiente, tendo em vista que a firma pode reduzir diversos custos em diversos setores, como produção, marketing e distribuição por meio da integração de departamentos e funções similares.

Para os eventos que apresentaram relação inversa, pode-se afirmar que muitas empresas encontram dificuldades e incompatibilidade em diversas áreas após a fusão ou aquisição, o que pode reduzir consideravelmente o benefício esperado proveniente do processo de F&A (DATA, 1991).

5. CONCLUSÃO

Nos últimos anos, as fusões e aquisições têm representado uma importante ferramenta estratégica para as empresas. Com o objetivo de avaliar a efetividade financeira de tal estratégia, estudaram-se os impactos das F&A na rentabilidade através da relação entre lucro líquido e patrimônio líquido do Banco do Brasil.

Ao longo deste trabalho procuramos avaliar a importância das F&A no crescimento e desenvolvimento das empresas e os impactos da sinergia, principalmente da rentabilidade. Foram analisadas informações financeiras trimestrais do balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício nos eventos onde ocorreram aquisições por parte do Banco do Brasil.

Tais impactos foram analisados por meio de um modelo de regressão linear e os processos de F&A apresentaram níveis significativos de explicação das alterações da rentabilidade da organização em análise. A Margem Líquida e as Despesas Gerais e Administrativas tiveram efeito sobre o ROE com alta significância.

De modo geral a maioria das aquisições realizadas pelo banco do Brasil apresentaram ganhos de sinergia, ou seja, apresentaram impactos positivos. O modelo se mostrou significativo na maioria dos casos, portanto, as aquisições foram capazes de alterar o comportamento da rentabilidade (ROE) do Banco do Brasil. Apenas dois casos foram desconsiderados por apresentarem baixa significância.

Por fim, os resultados obtidos neste trabalho tem a pretensão de contribuir com a discussão e por em pauta um tema de grande importância para o gerenciamento de ativos e tomada de decisão. O enfoque desta pesquisa foi prioritariamente quantitativo devendo posteriores estudos realizar outras análises complementares não só quantitativos, mas também qualitativos.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativa e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BASSI, Poonam; GUPTA, Varsha. A Study on Impact of Announcement of Merger and Acquisition on the Valuation of the Companies (With Special Reference to Banks). **Asia Pacific Journal of Research**, v. I, Issue XXI, 2015.

BATISTA, Camila Nascimento *et al.* Impacto das fusões e aquisições na rentabilidade das empresas adquirentes: uma análise do setor de tecnologia da informação brasileiro no período de 1994 a 2013. **Artigo apresentado no XVII SEMEAD, São Paulo**, 2014.

BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: An empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 03, p. 347-362, 1993.

BRADLEY, Michael; DESAI, Anand; KIM, E. Han. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, v. 21, n. 1, p. 3-40, 1988.

DATTA, D. K. Organizational fit and acquisition performance: effects of post acquisition integration. **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 4, p. 281-297, 1991.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; COUTINHO, Eduardo Senra. A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces Aquisições: uma Análise de suas Interfaces. **Revista de Administração Contemporânea**, v.2, n 2. P 273-295, Maio/Agosto. 2008.

FÁVERO, Luiz Paulo et al. Análise de dados. **Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Hbra, 2002.

GONZÁLEZ, Marco Aurélio Stumpf; FORMOSO, Carlos Torres. Análise conceitual das dificuldades na determinação de modelos de formação de preços através de análise de regressão. **Revista de Engenharia Civil**, v. 8, p. 65-75, 2000.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 5ª Ed, Porto Alegre: AMGH Editora, 2011.

HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman Editora, 2009.

NARDI, Roberto Yocisuke Soejima. **Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado**. 2012. 108 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de

Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo 2011.

MATIAS, Alberto Borges; PASIN, Rodrigo Maimone. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 36, n. 1, 2001.

OLIVEIRA, L. Neutros e neutros. **Humanidades**. Brasília, v.5, n.10, p.122-127, 1988.

PESSANHA, Gabriel Rodrigo Gomes *et al.* Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, 2012.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

SABRI, Mohamad Fazzarudin Mohamad; EZMAN, Syed Mohd; ZAINAL, Hafizah. The Impact of Banks Merger and Acquisition Towards Stock Performance of the Rival Banks in Thailand. **Conference on Business Management Research II**. School of Business Management, Universiti Utara Malaysia, 2015.

SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. **Journal of International Business Studies**, v. 31, n. 3, p. 387-405, 2000.

SIQUEIRA, Larissa Carla, *et al.* Um Estudo das Fusões e Aquisições Baseado no Cenário Macroeconômico do Brasil no Período de 1994 a 2012. Artigo apresentado no XVII **SEMEAD**, São Paulo, 2014.

TORTATO, Ubiratã. Implementação de fusões e aquisições e valores do grupo dirigente. **Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**, v. 23, 1999.

WESTON, J. Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, Restructuring & Corporate Governance**. 3.ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1030 p

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press, 2010.