

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Roberto Thomasini Lange

AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES NO BANCO ZETA

Porto Alegre

2010

Roberto Thomasini Lange

AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES NO BANCO ZETA

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao Curso de Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de bacharel em Administração.

Orientadora: Professora Marisa Ignez dos Santos Rhoden

Co-orientadora: Tutora Manoela Silveira dos Santos

Porto Alegre

2010

Roberto Thomasini Lange

AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES NO BANCO ZETA

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentada ao Curso de Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de bacharel em Administração.

Aprovado em de de 2010.

BANCA EXAMINADORA:

Prof.

Prof.

Dedico este trabalho a minha família e a minha namorada
Fernanda, pelo apoio e motivação a mim transferidos.

RESUMO

O presente trabalho traz a análise das estratégias de fusões, aquisições e incorporações, importantes meios para um crescimento rápido das empresas, especialmente num ambiente globalizado. O uso destas estratégias veio sendo utilizado de forma recorrente pelo Banco Zeta ao longo dos anos de 2008 e 2009, vindo a se tornar objeto de estudo deste trabalho. O objetivo foi identificar os impactos que as aquisições e as incorporações efetivadas pelo Banco Zeta geraram sobre o desempenho deste último. Para isso, foram analisados diversos fatores, como o preço pago pelas aquisições, os efeitos sobre o poder de mercado do Banco Zeta, além dos impactos sobre a rentabilidade desta instituição financeira. Um dos principais resultados da pesquisa foi a contribuição dos bancos adquiridos e incorporados pelo Banco Zeta para seu aumento do poder de mercado, chegando ao posto de líder de mercado e se tornando o maior banco da América Latina. Em contrapartida, os bancos adquiridos e incorporados trouxeram impactos negativos aos índices de retorno do Banco Zeta, o que enseja reestruturações destes bancos para o modelo operacional do Banco Zeta, de forma a futuramente retomar e até superar os níveis de rentabilidade já apresentados pelo Banco Zeta em períodos anteriores aos das aquisições e incorporações.

Palavras-chave: aquisições, incorporações, bancos, rentabilidade, poder de mercado.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Banco Votorantim – Destaques do Resultado	38
Quadro 2 – Banco Votorantim – Destaques Patrimoniais	39
Quadro 3 – Banco Nossa Caixa – Destaques do Resultado	40
Quadro 4 – Banco Nossa Caixa – Destaques do Resultado	41
Quadro 5 – Banco Nossa Caixa – Destaques Patrimoniais	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Período de <i>Payback</i> dos Investimentos	29
Tabela 2 – Evolução do Número de Clientes	32
Tabela 3 – Evolução do Total de Ativos	33
Tabela 4 – Evolução do Volume de Captações	33
Tabela 5 – Evolução da Carteira de Crédito	33
Tabela 6 – Destaques BEP	34
Tabela 7 – Destaques BESC	34
Tabela 8 – Destaques BNC	34
Tabela 9 – Destaques BV	34
Tabela 10 – Índice de Eficiência Operacional	35
Tabela 11 – Índice de Rentabilidade do Ativo	36
Tabela 12 – Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido	37
Tabela 13 – Evolução da Taxa Selic	37
Tabela 14 – Evolução do Spread Bancário no Banco Zeta	37

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	FUSÕES, AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES	10
2.1	FUSÕES, AQUISIÇÕES, INCORPORAÇÕES E SUAS DIFERENÇAS	10
2.2	DUE DILIGENCE E AVALIAÇÃO DO PREÇO DA EMPRESA-ALVO DA AQUISIÇÃO	11
2.3	POPULARIDADE DAS ESTRATÉGIAS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO	13
2.4	RISCOS E PROBLEMAS INERENTES ÀS ESTRATÉGIAS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO	18
2.5	AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS	19
2.6	IMPACTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS NO CONTEXTO BRASILEIRO	21
3	O MÉTODO	23
3.1	COLETA E ANÁLISE DE DADOS	24
4	RESULTADOS	27
4.1	AS AQUISIÇÕES	27
4.2.1	Taxas de retorno sobre investimento	29
4.2.2	Análise do preço pago pelas aquisições	30
4.3	PODER DE MERCADO	32
4.3.1	Evolução do nível de vendas de produtos e de serviços	32
4.3.2	Índice de Eficiência Operacional	34
4.4	RENTABILIDADE	36
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45

INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições passaram a tomar conta do cotidiano no mundo dos negócios, principalmente a partir dos anos 90. A maior exigência no nível de transparência de informações corporativas e a velocidade dos meios de comunicação também não permitem aos indivíduos ficarem indiferentes, uma vez que as alterações nos perfis das organizações geralmente trazem mudanças nas relações de produção e consumo, afetando a coletividade.

As aquisições são vistas, dentro do processo de administração estratégica, como estratégias para o aumento da competitividade das empresas, podendo alavancar resultados, aumentando a riqueza da empresa e o retorno aos seus acionistas, caso confirmem ou superem os objetivos almejados quando da sua idealização.

As fusões e aquisições são uma maneira rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados, aproveitar oportunidades de investimento, dentre outras finalidades. Conforme Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), a partir da segunda metade do século XX, as aquisições tornaram-se uma estratégia importante, usada pelas grandes empresas para expandirem-se e vencerem desafios competitivos.

Os maiores bancos brasileiros travam um embate acirrado - utilizando-se inclusive de fusões, aquisições e incorporações -, em busca da liderança de mercado, almejando o posto de maior banco do país. Neste intuito, o Banco Zeta¹ vem fazendo, recentemente, o uso intensivo dessas estratégias. Após o início da crise financeira global de 2008, o Banco Zeta, nos anos de 2008 e 2009, fez cinco importantes aquisições no mercado, que envolveram R\$ 12 bilhões. Foram três compras de instituições – Nossa Caixa e os bancos estaduais de Santa Catarina (BESC) e do Piauí (BEP) – e uma parceria estratégica, a aquisição de 50% do Banco Votorantim. Além disso, assumiu 100% do controle da seguradora Aliança do Brasil.

No entanto, as estratégias de aquisição não estão livres de problemas - como dificuldades de integração e obtenção de sinergia entre as partes -, podendo vir a fracassar. Diante deste contexto, é imperativa a análise consistente das implicações que esse tipo de estratégia trará à empresa adquirente. Por isso, o presente trabalho visa verificar: Quais os impactos que as

¹ Nome fictício, em respeito à política de não utilização do nome da instituição em trabalhos acadêmicos.

recentes aquisições e incorporações efetuadas pelo Banco Zeta vêm gerando em relação ao desempenho estratégico e operacional deste último?

Para solucionar o problema levantado, objetiva-se analisar os processos e resultados obtidos a partir da concretização das aquisições e incorporações que o Banco Zeta efetuou. Os objetivos específicos são:

- promover uma análise acerca do preço pago pelo Banco Zeta pelas incorporações e aquisições realizadas nos anos de 2008 e 2009;
- retratar os impactos que ocorreram na instituição com relação aos seus resultados econômico-financeiros no período de 2008 a 2009;
- retratar os impactos que ocorreram na instituição com relação ao seu poder de mercado nos anos 2008 a 2009.

A pesquisa é importante para a instituição Banco Zeta, uma vez que ponderará sobre os efeitos desta estratégia recém-adotada, utilizando fontes de informações não só da instituição, mas também da concorrência, permitindo uma análise comparativa do setor. O trabalho também terá importância científica, dada à representatividade da instituição financeira no cenário econômico nacional, sendo que a recência das aquisições resulta em ausência de estudos prévios relacionados. Conforme Acevedo e Nohara (2009, p. 35), a ciência progride com a contribuição de uma pesquisa em relação à outra.

Este estudo está estruturado da seguinte forma: no capítulo 1, são abordados os principais conceitos e tópicos relacionados, em âmbito geral, às fusões, aquisições e incorporações. No capítulo seguinte, é exposto o método utilizado no estudo e aplicado à pesquisa. O capítulo 3 expõe as resultantes da pesquisa ao fenômeno estudado no Banco Zeta. Finalmente, são apresentadas as considerações finais sobre o estudo.

2 FUSÕES, AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES

Este capítulo abordará uma série de fatores subjacentes às estratégias de fusões, aquisições e incorporações. Aspectos como fatores que levam uma empresa a buscar expandir-se, buscar novos mercados e recursos, diversificar seus negócios e aproveitar oportunidades de investimento serão retratados. A avaliação de alvos adequados à submissão das estratégias descritas, bem como a evolução destas estratégias e os resultados até então obtidos com a utilização das mesmas, também compõem o referencial teórico desenvolvido no presente capítulo. Além disso, são retratadas as principais taxas de retorno e índices de rentabilidade que podem ser mensurados nas análises de desempenho econômico das empresas.

2.1 FUSÕES, AQUISIÇÕES, INCORPORAÇÕES E SUAS DIFERENÇAS

De acordo com Motta e Vasconcelos (2006, p. 376), “a teoria da dependência de recursos reconhece que as organizações são dependentes de seus ambientes no que se refere aos recursos de que necessitam para sobreviver e crescer”. Dessa forma, para os autores, quando novas organizações estabelecem-se em certo meio ambiente aumentando a demanda por novos recursos, quando consumidores e clientes não mais têm necessidade de produtos ou serviços e se retiram do mercado, os recursos fundamentais tornam-se escassos e passam a custar mais, aumentando a incerteza e a competição entre as organizações nesse ambiente. Conforme Hall (1990 apud SACOMANO NETO; TRUZZI, 2002), as organizações tentam absorver a interdependência e as incertezas, seja por fusões e aquisições, pela cooperação entre organizações e troca de recursos, seja até mesmo pelo movimento de troca entre profissionais da organização. Segundo Motta e Vasconcelos (2006), ainda, ao tentarem influenciar seu ambiente, as organizações devem realizar alianças e acordos estratégicos que lhes permitam controlar melhor os recursos.

Para Motta e Vasconcelos (2006, p. 379),

De modo geral, quanto maior for o risco de ficar sem os recursos de que necessita, mais formal será o acordo que a organização estabelecerá com a outra da qual depende. [...] Contratos de fusão e aquisição, contudo, são formais e implicam despesas muito altas com advogados, negociação e com o próprio processo de compra. Portanto, os riscos e as vantagens são normalmente medidos e busca-se encontrar a melhor solução formal e o vínculo mais apropriado à situação.

As fusões, aquisições e incorporações são estratégias de expansão empresarial, sendo que comportam algumas diferenças entre si.

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), uma fusão é uma estratégia pela qual duas empresas concordam em integrar suas operações de forma relativamente igual. Ocorrem poucas fusões de verdade, porque uma parte é geralmente dominante no que diz respeito à participação de mercado ou ao porte da empresa. Da mesma forma, Barros (2003 apud FARINAZZO et al, 2008, p. 7), afirma que “fusão envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores”.

Já “uma aquisição é uma estratégia pela qual uma empresa compra o controle, ou 100%, de outra empresa com a intenção de tornar a empresa adquirida uma subsidiária em seu portfólio” (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008, p. 183).

“Uma incorporação (takeover) é um tipo especial de estratégia de aquisição em que a empresa-alvo não solicita a oferta da empresa compradora” (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008, p. 183). “No caso de uma incorporação, os balanços das duas empresas são combinados pela simples adição dos ativos e passivos, sendo que a empresa incorporada deixa de existir” (PASIN; MATIAS, 2001, p. 3). Em recessões econômicas é comum o aumento da quantidade de ofertas de incorporações, porque as empresas mal administradas que são subavaliadas com relação aos seus ativos são identificadas mais facilmente (THORNTON, 2002 apud HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008).

2.2 DUE DILIGENCE E AVALIAÇÃO DO PREÇO DA EMPRESA-ALVO DA AQUISIÇÃO

De acordo com Santos (2006), o termo *due diligence* deriva do conceito do Direito romano, e significa a diligência de um cidadão em gerenciar suas coisas; este conceito foi introduzido no Direito norte-americano, após a promulgação do *Securities Exchange Act* de 1933 e a instituição de regras sobre a responsabilidade de compradores e vendedores na prestação de informações em procedimentos de aquisição de empresas.

Conforme Santos (2006), os procedimentos de *due diligence* são largamente aplicados no universo empresarial, sendo um mecanismo essencial nas situações de aquisições de empresas ou realização de investimentos em determinada empresa, possibilitando ao adquirente ou investidor realizar uma investigação prévia das reais condições da empresa. Portanto, *due diligence* é o procedimento metódico de análise de informações e documentos de uma empresa, com objetivos predeterminados – como fusões e aquisições – que resulta em um relatório das reais condições da empresa analisada.

Segundo Marks e Mirvis (1998 apud FARINAZZO et al, 2008), o mais comum na etapa de *due diligence* é focalizar as implicações financeiras decorrentes dos valores relativos a taxas, impostos ou quaisquer questões legais que influenciem na estrutura da transação em si, com o objetivo de auxiliar na definição do preço a ser pago.

Para Perry e Herd (2004), fazer uma transação de fusão ou aquisição funcionar é uma das tarefas mais difíceis do mundo dos negócios. Contudo, uma porção de boas práticas pode reduzir o risco, ajudando a identificar alvos interessantes. Para os autores, o risco inerente a uma *due diligence* não é o de que as empresas falham em fazê-la, mas falham em fazê-la bem. Algumas das boas práticas citadas são o foco no que realmente é importante, como uma estratégia agressiva de penetração no mercado, planos inovadores para lançamentos de produtos, realinhamento das forças de venda, racionalização da rede da cadeia de suprimentos e aplicações de TI, e a criação de uma organização de serviços compartilhados. Também é essencial a identificação das altas prioridades e a elaboração de planos de mitigação de riscos.

Falhas relacionadas ao processo de *due diligence* também são identificadas por Farinazzo et al (2008, p. 8), para quem:

Muitas empresas formam equipes multidisciplinares com capacidade e expertise para cumprir a *due diligence*, porém o que geralmente ocorre é a formação de uma equipe de *background* para avaliar os riscos financeiros envolvidos na operação. Isso faz com que o processo de *due diligence* fique muito focalizado, dispensando outros aspectos importantes que deveriam ser analisados.

Um dos pontos fundamentais nos processos de aquisições é a precificação das empresas-alvo. Segundo Porter (1991), o preço de uma aquisição é estabelecido no mercado de companhias (meio empresarial). Conforme o autor, um mercado de companhias eficiente trabalha para eliminar quaisquer lucros acima da média na realização de aquisições; e, desde que esse mercado esteja trabalhando de forma eficiente, então, o preço de uma aquisição eliminará a maior parte dos retornos para o comprador.

Portanto, segundo Porter (1991, p. 324),

Esta análise sugere que é muito difícil vencer no jogo da aquisição. O mercado de companhias e a alternativa do vendedor de continuar a dirigir suas operações do seu negócio funcionam contra a obtenção de lucros acima da média através de aquisições. Talvez seja esse o motivo pelo qual as aquisições quase sempre pareçam não atender as expectativas dos administradores, como nos é sugerido pela evidência obtida através de muitas pesquisas.

Contudo, para Porter (1991), as aquisições tendem a ser mais lucrativas se: o preço mínimo (piso) criado pela alternativa do vendedor de manter o negócio for baixo; o mercado de companhias for imperfeito e não eliminar os retornos acima da média através do processo de licitação; o comprador tiver uma habilidade única para operar o negócio adquirido. Dentre estas alternativas, podemos destacar as imperfeições no mercado de companhias. Para o autor, as imperfeições no mercado ocorrem - entre outras situações -, quando: o número de licitantes é pequeno, onde a possibilidade de o processo de licitação não eliminar os retornos que a aquisição permitiria aumenta; ou ainda, quando as condições da economia são ruins, pois o estado da economia não afeta somente o número de compradores, mas também o preço a que estão dispostos a pagar. Logo, as empresas podem, potencialmente, obter retornos acima da média, caso estejam dispostas a efetuar aquisições durante crises econômicas.

2.3 POPULARIDADE DAS ESTRATÉGIAS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO

A adoção da estratégia de expansão empresarial via fusões e aquisições é uma prática muito comum em todo o mundo. As fusões e aquisições, nos EUA, historicamente se intensificaram em momentos de grande crescimento econômico. Isso evidencia que a maior

concentração dessas atividades ocorreu durante ciclos econômicos, sendo que para Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 183):

Cinco ondas de fusões e aquisições ocorreram no século XX, sendo que as duas últimas se deram nas décadas de 80 e 90. Houve 55 mil aquisições avaliadas em US\$ 1,3 trilhão nos anos 80 e as aquisições nos anos 90 excederam US\$ 11 trilhões. As economias mundiais, particularmente a economia dos Estados Unidos, se desaqueceram no novo milênio, reduzindo o número de fusões e aquisições concluídas. O valor anual das fusões e aquisições atingiu um pico em 2000 de cerca de US\$ 3,4 trilhões e caiu para cerca de US\$ 1,75 trilhão em 2001. Entretanto, à medida que a economia mundial melhorou, o volume total de acordos de aquisição anunciados cresceu 41% em relação a 2003, para US\$ 1,95 trilhão em 2004, o maior nível desde 2000, e o ritmo em 2005 foi significativamente maior do que em 2004.

Farinazzo et al (2008) igualmente mencionam o aumento crescente das operações de fusões e aquisições nas décadas de 80 e 90. Para os autores, isso ocasionou muitas mudanças, alterando padrões de gestão, produção e emprego no mundo todo. Contudo, no Brasil o tema fusões e aquisições passa a ter maior importância a partir dos anos 90, quando o número de operações começou a aumentar, em decorrência da redução das barreiras à entrada de capital estrangeiro e da inserção do país no mercado globalizado.

Dessa forma, conforme Andreatta e Paula (2002), importantes processos de fusões e aquisições ocorreram no Brasil na década de 90, incluindo o setor bancário, pelo que seguem:

Inicialmente, as F&A envolveram a compra de bancos com problemas por bancos saudáveis, como foram os casos da aquisição do Nacional pelo Unibanco, do Econômico pelo Excel e do Bamerindus pelo HSBC. Ademais, e crescentemente, o controle de bancos envolveu bancos compradores maiores e, algumas vezes, um alvo menor, mas não insolvente, tais como a compra do BCN pelo Bradesco, do Noroeste pelo Santander, e do Real pelo ABN-Amro (DE PAULA, 2002: 81). (p. 12)

Uma série de razões podem ser apontadas como motivadoras para que as empresas façam uso das estratégias de fusão e aquisição. No entanto, segundo Camargos e Barbosa (2003),

A atividade de fusões e aquisições (F&A) ainda não está totalmente assimilada e sedimentada em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. Segundo KLOECKNER (1994), o que existe é um conjunto de explicações que se propõe conferir-lhe legitimidade [...]. (p. 2).

De acordo com Matias, Barretto e Gorgati (1996), diversas teorias, respaldadas pela teoria econômica, foram formuladas, buscando explicar as razões para as F&A.

Entre as teorias mais difundidas a respeito das F&A, estão agrupadas as Teorias de Eficiência, que, segundo Matias, Barretto e Gorgati (1996), são definidas da seguinte forma:

- Teoria da Eficiência Diferencial: é a teoria de eficiência mais geral. Conforme esta teoria, quando duas empresas se fundem, e uma possuindo uma administração mais eficiente que a outra, a tendência é que a eficiência da administração da empresa menos eficiente seja elevada ao nível da eficiência da outra. Assim, o nível de eficiência da economia também aumenta, com os ganhos sociais e privados daí advindos.
- Teoria da Ineficiência Administrativa: esta teoria afirma que o principal motivo para uma fusão seria a existência de uma administração tão ineficiente em uma empresa que praticamente qualquer outra administração traria melhores resultados, o que justificaria uma fusão ou aquisição.
- Teoria da Sinergia Operacional: esta teoria se baseia nas economias de escala geradas pelo negócio, que são atingidas com o aumento do porte das empresas ocorrido através dos processos de fusão ou aquisição.
- Teoria da Diversificação Pura: segundo esta teoria, a fusão é vista como forma de diversificação da empresa, justificando-se por várias razões. Uma dessas razões é que a diversificação fornece aos administradores e funcionários da empresa oportunidades de promoção e segurança no emprego, o que reduziria os custos de mão-de-obra. Outra razão é que a diversificação permite que as equipes de trabalho formadas internamente à empresa sejam aproveitadas em atividades mais rentáveis. Finalmente, a terceira razão é que a diversificação pode aumentar a capacidade de endividamento da empresa e reduzir o valor presente de seus débitos fiscais. Com isso, a empresa pode gozar do uso de prejuízos fiscais da empresa adquirida.

- Teoria da Sinergia Financeira: segundo esta teoria, ao invés de procurar financiar seus projetos por meio de capitais externos, a empresa pode se fundir com uma firma que apresenta excedente em caixa e utilizá-lo para financiar suas operações. Por outro lado, caso a empresa possua excesso de caixa e não tenha oportunidades de investimento no seu negócio, uma fusão pode ser um meio de direcionar estes recursos excedentes, internalizando oportunidades de investimento de outra empresa e evitando que estes excedentes sejam distribuídos como dividendos a seus *stakeholders*.
- Teoria da Subavaliação: há um ganho imediato com a aquisição quando a empresa-alvo está subavaliada.

Cabe ressaltar que, apesar de representarem possíveis razões para as fusões e aquisições, cada uma destas Teorias de Eficiência não podem representar separadamente motivos legítimos para uma fusão, aquisição ou incorporação, haja em visto que centenas de itens devem ser analisados e avaliados quando do processo de *due diligence*, conforme já demonstrado anteriormente.

Diversas outras razões que motivam as empresas a adotarem as estratégias de fusões ou aquisições podem ser elencadas. Entre elas:

- Maior poder de mercado/maior *market share*

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), **existe poder de mercado quando uma empresa consegue vender seus produtos ou serviços além dos níveis da concorrência ou quando os custos das atividades principais ou de apoio estão abaixo daqueles de seus concorrentes**. Para os autores, **o poder de mercado também é afetado pela participação da empresa no mercado**; e, conseqüentemente, a maioria das aquisições que visa obter mais poder de mercado envolve a compra de um concorrente (aquisição horizontal), um fornecedor ou distribuidor (aquisição vertical), ou de uma empresa de um setor altamente relacionado (aquisição relacionada) para permitir o exercício de uma competência essencial e obter vantagem competitiva no mercado principal da empresa compradora. Anders (2002 apud HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008, p. 184) salienta:

“Um objetivo na obtenção de mercado é o de se tornar líder de mercado.” Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006, apud FARINAZZO et al, 2008), uma das principais vantagens e motivos para as fusões e aquisições é justamente o aumento do poder de mercado diante dos clientes, distribuidores e fornecedores. Ainda, de acordo com Camargos e Barbosa (2003, p. 25), um dos motivos para as fusões e aquisições são os “efeitos anticompetitivos e busca do poder de monopólio, advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e com a conseqüente redução da competição”.

- Superar as barreiras de mercado

Conforme Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), relações duradouras com os clientes freqüentemente criam fidelidades ao produto que são difíceis de serem superadas pelos novos participantes e, ao enfrentar produtos diferenciados, os novos participantes geralmente têm que gastar recursos consideráveis para anunciar seus produtos e serviços, podendo ter que vendê-los a preços mais baixos que o dos concorrentes para atrair os clientes. Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 186),

[...] os novos participantes podem achar que a aquisição de uma empresa estabelecida é mais eficaz do que entrar no mercado como um concorrente que oferece um produto ou serviço que é desconhecido pelos clientes atuais. [...] Embora uma aquisição possa ser cara, ela proporciona acesso imediato ao mercado para o novo participante.

- Custo do desenvolvimento de novos produtos e comercialização mais rápida

Conforme Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 188),

O desenvolvimento interno de novos produtos e sua introdução bem-sucedida no mercado geralmente requerem investimentos significativos de recursos de uma empresa, incluindo tempo, dificultando obter um retorno lucrativo rapidamente.

De acordo com Hitt et al (1996 apud HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008), as aquisições possibilitam à empresa ter acesso a novos produtos e a produtos atuais que são novos para ela. Ao comparar-se aos processos de desenvolvimento interno de produtos, as aquisições fornecem retornos mais previsíveis, assim como a entrada mais rápida no mercado. Estes retornos mais previsíveis ocorrem porque o desempenho dos produtos da empresa adquirida pode ser avaliado antes da conclusão da aquisição. Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006 apud FARINAZZO et al, 2008, p. 9), “em vez de se construir uma fábrica, comprar máquinas, desenvolver produtos e correr atrás dos clientes, compra-se uma empresa em pleno funcionamento”.

2.4 RISCOS E PROBLEMAS INERENTES ÀS ESTRATÉGIAS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO

A despeito das inúmeras razões potenciais para a utilização das estratégias de fusão e aquisição, estas estratégias também oferecem uma série de riscos. Dentre estes riscos, podemos destacar:

- Avaliação inadequada do alvo:

Esta situação está relacionada a uma má execução do processo de *due diligence*. Conforme Cullinan, Le Roux e Weddigen (2004 apud HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008), em um processo de *due diligence* eficaz, centenas de itens são examinados em áreas diversas como as fontes de financiamento para a aquisição pretendida, as diferenças culturais entre a adquirente e a empresa-alvo, as consequências fiscais e as ações necessárias para combinar as duas forças de trabalho de forma bem-sucedida. Conforme já explicitado a respeito da *due diligence*, o foco excessivo em aspectos financeiros em detrimento de aspectos estratégicos pode levar o comprador à escolha de alvos equivocados.

- Dificuldades de integração:

Para Weber e Camerer (2003 apud HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008), os desafios de integração incluem a combinação de duas culturas corporativas diferentes, a

união de sistemas financeiros e de controle distintos, o desenvolvimento de relações de trabalho eficazes e a resolução de problemas quanto à situação dos executivos da empresa recém-adquirida. Conforme Rourke (1992 apud FARINAZZO et al, 2008), a maioria dos compradores não se interessa com a fase de integração, apenas ficam interessados em englobar a empresa adquirida.

- Incapacidade de obter sinergia:

De acordo com Saxton e Dollinger (2004 apud HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008), a sinergia é criada pelas eficiências resultantes das economias de escala e de escopo e mediante o compartilhamento de recursos em todos os negócios da empresa incorporada por meio de fusão. De acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), as empresas podem subestimar os custos de transação necessários para criar as sinergias previstas, o que pode tornar o resultado das sinergias nulo ou até negativo ao confrontar-se com os custos de transação requeridos para pô-las em prática.

- Diversificação Excessiva:

Conforme Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), além do processamento excessivo de informações, necessários em uma empresa muito diversificada, o escopo muito amplo criado geralmente faz com que os administradores se baseiem nos controles financeiros, e não nos estratégicos, para avaliar os desempenhos da empresa.

2.5 AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS

De acordo com Key (1995 apud PASIN; MATIAS, 2001), as aquisições exercem, com frequência, impactos significativos sobre a lucratividade e a saúde financeira das empresas, seja positiva ou negativamente.

Desta forma, nesta seção são abordados os principais índices e taxas de retorno utilizados para avaliar o desempenho econômico das empresas.

Conforme Matarazzo (2003), toda empresa utiliza recursos representados por capitais investidos, sendo que busca gerar lucro para remunerar esses capitais. Desta forma, como forma

de medir a efetividade da empresa em gerar lucro, apura-se a chamada “taxa de retorno sobre investimentos”. Esta taxa é a resultante da divisão do lucro pelo investimento.

Conforme Matarazzo (2003), um dos índices de mensuração de rentabilidade é o da Rentabilidade do Ativo, que visa auferir o montante que a empresa obtém de lucro para cada unidade monetária de investimento total, e sua fórmula de cálculo consiste na razão entre o lucro líquido e os ativos da empresa. Segundo Matarazzo (2003, p. 179),

Este índice mostra quanto a empresa obteve de Lucro Líquido em relação ao Ativo. É uma medida do potencial de geração de lucro da parte da empresa. Não é exatamente uma medida de rentabilidade do capital [...], mas uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano.

Por fim, temos o principal índice de rentabilidade, o da Rentabilidade do Patrimônio Líquido. Segundo Matarazzo (2003), este índice indica o quanto a empresa obtém de lucro para cada unidade monetária de Capital próprio investido, para quem, ainda, “a verificação pura e simples do valor do lucro líquido não é esclarecedora. É preciso comparar esse valor com o Capital Próprio investido” (p. 180). Conforme o mesmo autor, “o papel do índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do Capital Próprio” (p. 181). Ross, Westerfield e Jordan (2008), denominam o mesmo índice de “Retorno do Capital Próprio”, salientando que esta é uma medida de desempenho do investimento dos acionistas durante o ano; e, como beneficiar os acionistas é o objetivo das empresas, o Retorno do Capital Próprio é, em termos contábeis, a verdadeira medida de desempenho em termos de lucro.

Ainda como forma de análise do desempenho econômico das empresas, temos o Índice de Eficiência Operacional (IEO). Conforme Lima (2002 apud RIBEIRO; NEVES JÚNIOR, 2006), o índice de eficiência bancária, correspondente ao índice de eficiência operacional no setor bancário, diz respeito a quanto o banco gasta com as despesas administrativas e de pessoal para cada real resultante de receita de serviços e intermediação financeira.

“Eficiência é o processo pelo qual a organização maximiza seus fins com uso mínimo de recursos. [...] É definida pela relação entre volumes produzidos/recursos consumidos. [...] A medida de eficiência pode ser representada por meio de indicador” (CATELLI, 2001 apud RIBEIRO, 2006, p. 5). Portanto, apura-se o Índice de Eficiência Operacional através da divisão entre despesas administrativas e de pessoal pela receita líquida.

2.6 IMPACTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS NO CONTEXTO BRASILEIRO

Um estudo bastante relevante na direção de avaliar a geração ou não de sinergias e conseqüentes impactos na rentabilidade das empresas em processos de fusões ou aquisições ocorridos no Brasil, foi desenvolvido pelos autores Pasin e Matias (2001). Este estudo avaliou os vinte e cinco maiores processos de fusões e aquisições ocorridos no país entre os anos de 1995 e 1997, e adotou uma metodologia de análise das demonstrações econômico-financeiras para avaliar a evolução dos seguintes índices: Custo dos Produtos Vendidos sobre Receitas Líquidas (CPV/RL); Despesas Administrativas sobre Receitas Líquidas (DA/RL); e Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL). Estes índices são importantes para verificar a eficácia das fusões e aquisições, pois são muito representativos no sentido de verificar as sinergias operacionais e financeiras obtidas, ao avaliar aspectos como a evolução da eficiência das empresas, da redução de despesas administrativas e gerais; e da existência de economias de escala. A apuração das demonstrações econômico-financeiras realizada baseou-se nos anos em que cada uma das empresas foi reestruturada e no ano de 1999, permitindo uma avaliação da evolução dos índices já com os processos de fusões e aquisições consolidados.

Os resultados mostraram que, de forma geral, as empresas compradoras ou fundidas obtiveram variações significativas nos seus índices avaliados, e que as empresas que tiveram resultados positivos em relação a sua rentabilidade situaram-se aproximadamente numa proporção de 2 para 1 em relação às empresas que obtiveram resultados negativos em sua rentabilidade.

Este estudo mostra resultados surpreendentes em relação ao bom desempenho das empresas após a adoção das estratégias de fusão ou aquisição, diferentemente do que o histórico geral das fusões e aquisições sugere. Isso pode evidenciar que os processos de *due diligence* mais

sofisticados e os fatores tecnológicos já vigentes nos anos 90, dentre outros fatores, podem ter contribuído para fusões e aquisições mais efetivas em relação ao que dados estatísticos passados apontavam. A maior disponibilidade de informações, técnicas de gestão mais sofisticadas, informatização e outros fatores tecnológicos que facilitam a integração de processos e departamentos entre empresas - fatores emergentes nos anos 90 e típicos da era da globalização -, podem ter contribuído para a identificação de empresas-alvo adequadas por parte das empresas adquirentes e também para o aumento de eficiência das empresas.

Finalmente, também se observa que, apesar da melhoria no índice de êxito relacionado às fusões e aquisições mais recentes, este fenômeno não pode ser generalizado, pois muitas fusões e aquisições demonstram encaminhar-se para o sentido oposto. Esta é uma evidência de que os processos de fusões, aquisições e incorporações devem ser analisados caso a caso, o que justifica o estudo das estratégias de aquisições e incorporações adotadas pelo Banco Zeta.

3 O MÉTODO

A pesquisa realizada adota uma abordagem qualitativa. Ainda que também contenha dados quantitativos, o presente estudo não pretende realizar generalizações científicas. Conforme Yin (2005 apud ACEVEDO; NOHARA, 2009), o objetivo do estudo de caso não é realizar generalizações estatísticas, mas sim generalizações analíticas, no qual os resultados da investigação são comparados com a teoria existente sobre o fenômeno. A modalidade de pesquisa adotada é a de estudo de caso, analisando os impactos das recentes aquisições e incorporações de bancos efetuadas pelo Banco Zeta através dos eventos e resultados ocorridos sobre a instituição desde então.

Nesta pesquisa, o estudo de caso é o método mais adequado, pois, conforme Bell (1989), permite o estudo em profundidade de processos ocorridos nas organizações. No mesmo sentido, Acevedo e Nohara (2009), argumentam que os estudos de caso se caracterizam pela análise em profundidade de um objeto ou grupo de objetos, tanto de indivíduos como organizações. Além disso, conforme Acevedo e Nohara (2009), o estudo de caso é um método que compreende o planejamento, as técnicas de coleta de dados e as abordagens de análise dos dados, sendo um delineamento que se preocupa com questões do tipo “como” e “por que”, focalizando acontecimentos contemporâneos e não exigindo controle sobre eventos comportamentais. Roesch e Fernandes (2006), ao diferenciarem casos para ensino e estudos de caso, nos revelam algumas características dos estudos de caso: segundo os autores, os estudos de caso se propõem a descrever ou explorar situações, ilustrar ou desenvolver teorias, ou testar hipóteses; quanto a coleta de dados, esta ocorre de forma ampla em uma ou mais organizações, através de fatos, opiniões, números, documentos, dados publicados.

Quanto a seus objetivos, a metodologia é a de pesquisa exploratória, pois analisa um problema de pesquisa ainda não estudado. Para Severino (2007), a pesquisa exploratória busca

levantar informações sobre um determinado objeto, delimitando assim um campo de trabalho, mapeando as condições de manifestação desse objeto; enquanto para Acevedo e Nohara (2009, p. 46), “o principal objetivo da pesquisa exploratória é proporcionar maior compreensão do fenômeno que está sendo investigado”.

Quanto à natureza das fontes utilizadas, as metodologias de pesquisa científica adotadas são a pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental, pois evidenciam serem as formas mais abrangentes e acuradas de análise, considerando a complexidade gerencial da instituição, a troca constante de membros responsáveis pelo nível estratégico da instituição, e a ampla fonte de informações escritas disponíveis por meio de livros, jornais, revistas e meios eletrônicos diversos, divulgando notícias, resultados e comunicados sobre a instituição. Para Severino (2007, p. 122),

A pesquisa bibliográfica é aquela que se realiza a partir do registro disponível, decorrente de pesquisas anteriores, em documentos impressos, como livros, artigos, teses etc. Utiliza-se de dados ou de categorias teóricas já trabalhados por outros pesquisadores e devidamente registrados. [...] O pesquisador trabalha a partir das contribuições dos autores dos estudos analíticos constantes dos textos.

No caso da pesquisa documental, tem-se como fonte documentos no sentido amplo, ou seja, não só de documentos impressos, mas sobretudo de outros tipos de documentos, tais como jornais, fotos, filmes, gravações, documentos legais. Nestes casos, os conteúdos dos textos ainda não tiveram nenhum tratamento analítico, são ainda matéria-prima, a partir da qual o pesquisador vai desenvolver sua investigação e análise.

O procedimento operacional, ou técnica de pesquisa, utilizado, é o da documentação. Severino (2007, p. 124), afirma que documentação “é toda forma de registro e sistematização de dados, informações, colocando-os em condições de análise por parte do pesquisador”; pelo que segue: [...] “no contexto da realização de uma pesquisa, é a técnica de identificação, levantamento, exploração de documentos fontes do objeto pesquisado e registro das informações retiradas nessas fontes e que serão utilizadas no desenvolvimento do trabalho”.

3.1 COLETA E ANÁLISE DE DADOS

De acordo com o exposto no referencial teórico do estudo, foi possível identificar as unidades de análise necessárias para verificar os impactos que as aquisições e incorporações efetuadas surtiram sobre o poder de mercado e o desempenho econômico do Banco Zeta, bem

como permitir conclusões a respeito do preço pago por essas aquisições. Estas unidades de análise consistem em índices de rentabilidade, de eficiência e de participação de mercado, cuja metodologia de análise é detalhada neste capítulo.

Desta forma, procedeu-se à coleta dos dados necessários para atingir os objetivos propostos. Para tanto, a coleta dos dados se deu por meio das informações disponibilizadas pelo Banco Zeta, pelo Banco Votorantim, e pelos dois maiores concorrentes do Banco Zeta, em seus meios eletrônicos, mais especificamente nos *sites* da internet das respectivas empresas. Estas informações - pertinentes a períodos desde previamente às aquisições e incorporações, passando pelo período de consolidação das operações, até os resultados relativos ao exercício do ano de 2009 -, consistem nas Demonstrações Contábeis, nos Relatórios Anuais, nas Análises de Desempenho, nos Relatórios de Avaliação Econômico-Financeira, assim como nos Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado proferidos pelas instituições financeiras. O instrumento de coleta de dados foi, assim, construído, e a coleta dos dados efetuada a partir desta pesquisa documental.

Objetivando-se apurar as implicações em relação ao poder de mercado do Banco Zeta, foram analisadas duas vertentes: 1) uma que busca identificar se o Banco Zeta consegue vender seus produtos e serviços além dos níveis da concorrência, cuja análise se baseia nas variações de quantidades e volume incidentes sobre os principais indicadores do setor bancário, como total de ativos, carteira de crédito, captações e número de clientes. Para isso, foram coletadas e analisadas as informações do Banco Zeta e dos outros dois maiores bancos nacionais, e levado em conta na análise, os períodos do final de 2007 ao final de 2009; 2) a segunda vertente a ser analisada em relação ao poder de mercado é o Índice de Eficiência Operacional (IEO), que buscou responder se os custos das atividades principais e/ou de apoio do Banco Zeta estão abaixo daqueles de seus concorrentes. Para tal, foram analisados o IEO do Banco Zeta e seus dois maiores concorrentes, igualmente nos períodos de final de 2007 ao final de 2009.

Previamente à análise quanto ao poder de mercado e quanto aos indicadores do desempenho econômico do Banco Zeta, foram apuradas as taxas esperadas de retorno sobre investimentos dos bancos adquiridos pelo Banco Zeta. Para tal fim, foram coletados e analisados os valores de capital próprio investidos nas aquisições dos quatro bancos adquiridos pelo Banco Zeta com seus respectivos lucros líquidos auferidos no ano de 2007. A apuração desta taxa de retorno não é nada mais que uma expectativa de taxa de retorno sobre investimento que o banco

poderia ter utilizado como uma técnica de avaliação de investimento, e que foi expressa em forma de período de *payback* (tempo necessário ao retorno igualar o capital investido). Esta análise é particularmente útil para permitir uma comparação das taxas de retorno sobre investimento entre os bancos adquiridos e fazer inferências em relação aos valores desembolsados em cada uma das aquisições.

Com o objetivo de apurar os impactos das aquisições sobre o desempenho econômico do Banco Zeta, foram coletadas nas Demonstrações Contábeis e analisadas as informações que compõem os índices de Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido (RPL). Estes índices foram apurados no Banco Zeta e detalhado sua evolução no período de final de 2007 até o final de 2009. Assim, foi possível averiguar sobre possíveis impactos das aquisições sobre o lucro obtido no Banco Zeta em relação a seus investimentos totais e em relação a seus investimentos de capital próprio, respectivamente. Os dois índices também foram apurados para os dois maiores concorrentes do Banco Zeta, para fins comparativos. Posteriormente, de forma elucidativa sobre os efeitos das aquisições sobre a rentabilidade do Banco Zeta, também foram apurados Índices de Rentabilidade do Patrimônio Líquido para o Banco Votorantim e o Banco Nossa Caixa no período pós-aquisições.

4 RESULTADOS

Neste capítulo, primeiramente são apresentadas as operações de compras de bancos que o Banco Zeta efetuou. Na seqüência, será apurada a taxa de retorno sobre investimento esperado sobre as aquisições e uma análise comparativa entre os dados obtidos, ponderando sobre os preços pagos pelas aquisições. Depois disso, será demonstrada a evolução dos índices de participação no mercado e de eficiência operacional, para concluir sobre as mudanças em relação ao poder de mercado do Banco Zeta. Finalmente, são apresentados os resultados acerca da evolução da rentabilidade do Banco Zeta.

4.1 AS AQUISIÇÕES

Conforme relatório de avaliação econômico-financeira do Banco Zeta - efetuado em razão de exigência legal de determinação do valor de mercado para fins de consecução de processos de incorporação -, disponibilizado no site do Banco Zeta, várias instituições financeiras do país vêm crescendo fortemente via aquisições. Neste cenário, de forma reativa, o Banco Zeta iniciou estudos de incorporações e aquisições, que resultaram nas incorporações do Banco do Estado de Santa Catarina e do Banco do Estado do Piauí, e das aquisições do Banco Nossa Caixa e de 50% do Banco Votorantim. Estas operações foram anunciadas através de Fatos Relevantes² ao mercado junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e detalhadas no site do Banco Zeta³.

Banco do Estado de Santa Catarina (BESC) - No dia 11 de setembro de 2008, o Banco Zeta encaminhou Fato Relevante ao mercado sobre a incorporação do BESC, incorporação esta

² Disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

³ Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/page116,138,5504,0,0,1,0.bb?codigoMenu=2363>>.

aprovada em Assembléias Gerais Extraordinárias das instituições em 30 de setembro de 2008. A incorporação englobou o Banco do estado de Santa Catarina S.A. (BESC) e a Besc S.A. Crédito Imobiliário (BESCRI), sendo o pagamento feito aos acionistas das duas instituições pelo montante de R\$ 685 milhões, mediante emissão de ações ordinárias nominativas.

Banco do Estado do Piauí (BEP) - Em 11 de novembro de 2008, o Banco Zeta encaminhou Fato Relevante ao mercado sobre a incorporação do BEP - Banco do Estado do Piauí S.A.. A incorporação foi aprovada no dia 28 de novembro de 2008, em assembléias realizadas no Banco Zeta e no Banco do Estado do Piauí. Já o pagamento aos acionistas foi realizado pelo valor econômico apurado para o BEP de R\$ 81.681.000,00 (oitenta e um milhões, seiscentos e oitenta e um mil reais), via emissão de ações ordinárias nominativas.

Banco Nossa Caixa (BNC) - Em 19 de dezembro de 2008 foi celebrado, mediante autorização da Assembléia Legislativa do Estado de São Paulo, Contrato de Compra e Venda de Ações para aquisição do controle acionário do Banco Nossa Caixa S.A., por intermédio da alienação de 76.262.912 ações ordinárias, pertencentes ao Estado, equivalentes a 71,2499527144% do capital social total e do capital votante na mesma proporção, para o Banco Zeta. O preço estipulado para a aquisição das ações pertencentes ao Estado foi de R\$ 5.386.496.425,21 (cinco bilhões, trezentos e oitenta e seis milhões, quatrocentos e noventa e seis mil, quatrocentos e vinte cinco reais e vinte e um centavos), mediante pagamento em espécie. Em relação ao controle acionário de minoritários, no dia 04 de setembro de 2009 foi realizada oferta pública para aquisição de ações ordinárias. Concluída essa oferta, o Banco Zeta passou a deter 99,32% do capital do Banco Nossa Caixa S.A.. O valor total das negociações alcançou R\$ 7.560 milhões.

Banco Votorantim (BV) - Já em 9 de janeiro de 2009, o Banco Zeta anunciou a conclusão de parceria estratégica com o Banco Votorantim. O instrumento particular de contrato de compra e venda e subscrição de ações entre si foi firmado, por meio do qual o Banco Zeta passa a deter 50% do capital social total do Banco Votorantim S.A., sendo que a operação envolveu o desembolso total de 4,2 bilhões de reais por parte do Banco Zeta. Esta aquisição foi aprovada pelo Banco Central do Brasil em 11 de setembro de 2009, e a gestão da nova empresa resultante passou a ser compartilhada entre o Banco Zeta e o Banco Votorantim S.A..

4.2.1 Taxas de retorno sobre investimento

De acordo com a razão entre o preço de cada aquisição e o lucro líquido de 2007 dos respectivos bancos adquiridos, dados que foram identificados no site do Banco do Brasil e do Banco Votorantim, foi possível identificar estimativas de taxa de retorno sobre o investimento, expressos em período de *payback*, conforme tabela a seguir:

Tabela 1 – Período de *Payback* dos Investimentos

Payback - anos				
	BESC	BEP	BNC - 99,32%	BV - 50%
Preço Pago - R\$ milhões	685	81.681	7.560	4.200
Lucro Líquido - 2007 - R\$ milhões	70	14,24	303,1	1.167
Payback	9,79	5,74	25,11	7,2

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos preços pagos e Demonstrativos Contábeis dos bancos.

No que se refere ao BESC, foram utilizadas duas bases de análise: a primeira a partir do lucro líquido do conglomerado BESC em 2007; a segunda através das projeções da evolução do Demonstrativo de Resultado do Exercício do conglomerado BESC, elaboradas pelo serviço de avaliação econômico-financeira⁴ contratado pelo Banco Zeta.

a) utilizando como base o lucro líquido do BESC de 2007, o período de *payback* apurado foi de 9,79 anos.

b) utilizando as projeções da evolução do DRE apontados na avaliação econômico-financeira contratada, o período de *payback* se situa durante o décimo ano da incorporação, com o lucro líquido chegando ao patamar de R\$ 736 milhões de reais ao final do décimo ano (ante o preço de R\$ 685 milhões pagos pela aquisição).

O lucro líquido do BEP em 2007 foi de R\$ 14,24 milhões. Desta forma, o período estimado de retorno sobre o investimento de R\$ 81.681.000,00 totalizou 5,74 anos.

Da mesma forma que ocorreu com o BESC, uma empresa contratada para executar a avaliação econômico-financeira do BEP projetou o Demonstrativo de Resultado do Exercício dos

⁴ Avaliações econômico-financeiras disponíveis em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/home2,136,136,0,0,1,8.bb>>.

exercícios futuros. Esta projeção abrange o segundo semestre de 2008 até o final de 2022. Após este período, o resultado acumulado apontou lucro líquido de apenas 11,452 milhões, não podendo, portanto, ser apontado período de *payback*.

O BNC obteve lucro líquido de R\$ 303,1 milhões em 2007. Considerando o capital social na proporção de 99,32% - quantidade adquirida pelo Banco Zeta -, o período de *payback* apurado foi de 25,11 anos.

O Banco Votorantim apresentou em 2007 lucro líquido de R\$ 1,167 bilhão. Portanto, o *payback* para os R\$ 4,2 bilhões ocorre em 7,20 anos, considerando a participação acionária de 50% adquirida pelo Banco Zeta.

4.2.2 Análise do preço pago pelas aquisições

Com relação à incorporação do Banco Do Estado do Piauí, esta foi uma operação de pequeno porte. Conforme a divisão entre o preço de aquisição e o lucro líquido do BEP em 2007, o *payback* apurado indica um retorno num curto espaço de tempo, e o valor pago correspondeu a apenas 1,13 vezes o valor do seu Patrimônio Líquido (Patrimônio Líquido em jun/08 = R\$ 72.284 mil, conforme avaliação econômico-financeira). Conforme dados do relatório de avaliação econômico-financeira para o BEP, disponível no site do Banco Zeta, foi apurado que o BEP vinha apresentando lucros consistentemente e possuía grande parte de sua carteira de crédito referente a empréstimos consignados a servidores públicos, o que também resultava em baixo índice de inadimplência. Estes dados contrastam com o demonstrativo de resultados pro forma elaborado na avaliação econômico-financeira contratada, que revelou lucros líquidos projetados discretos para os próximos anos. O valor pago pelo Banco Zeta foi destinado a abater dívidas do Governo do Estado do Piauí para com a União. Além disso, não houve licitação para a alienação deste banco estatal. Conforme Porter (1991), a falta de licitação ou o número pequeno de licitantes aumenta a probabilidade de ocorrência de fixação de preços mais baixos pelas aquisições.

O Banco do Estado de Santa Catarina foi incorporado pelo valor econômico correspondente a 1,75 vezes o valor de seu Patrimônio Líquido (Patrimônio Líquido em jun/08 =

R\$ 436,3 milhões, conforme avaliação econômico-financeira). O valor pago também foi destinado à amortização de dívidas estaduais para com a União, além de não ter existido licitação para sua alienação. O *payback* apontado foi regular, e praticamente coincidiu na análise do lucro líquido do BESC de 2007 e na análise do demonstrativo de resultados pro forma obtidos na avaliação econômico-financeira (empresa avaliadora diferente da que avaliou o BEP), disponibilizada no site do Banco Zeta. Ainda conforme a avaliação econômico-financeira, o BESC era um banco carente de modernização e melhores controles internos, resultando em baixa eficiência operacional. A BESCRI não fazia novas operações de crédito imobiliário havia anos. Por outro lado, o BESC possuía a maior rede de agências de Santa Catarina, e é nesse potencial de penetração que o Banco Zeta projetou capturar sinergias; através da rentabilização da base de clientes, da eficiência em custos e do potencial existente para operações de crédito consignado.

A aquisição do Banco Nossa Caixa foi, de longe, a que pode ser considerada a mais cara, tanto em valores absolutos como relativos. O preço estipulado a ser pago por 99,32% do capital social situou-se em torno de 2,39 vezes a mesma proporção do Patrimônio Líquido do BNC (Patrimônio Líquido = R\$ 3.183 milhões em dez/09, conforme site do Banco Zeta). Conforme a apresentação da operação de aquisição, disponível no site do Banco Zeta, este último valorizou fortemente, na decisão da aquisição, o potencial de mercado do Estado de São Paulo e a aquisição de folhas de pagamento de servidores públicos com forte participação nas operações de crédito consignado. Conforme demonstrativos de resultado do BNC disponíveis no site ADVFN⁵, o BNC vinha apresentando lucro nos últimos exercícios, mas de qualquer forma o *payback* apurado evidencia que o preço pago foi demasiadamente exagerado. Isso é ratificado pela avaliação econômica do Banco Nossa Caixa, disponível no site do Banco Zeta, que apurou o valor de mercado do BNC em 4.816,6 milhões de reais, e afirmou que as conversas entre Banco Zeta e BNC adicionaram um “prêmio de controle” à avaliação da BNC.

O Banco Votorantim foi adquirido na proporção de 50% pelo Banco Zeta. O valor pago girou em torno de 1,32 vezes a mesma proporção do Patrimônio Líquido do BV (Patrimônio Líquido = R\$ 6.362 milhões em dez/08, conforme site do Banco Zeta), e o *payback* apurado é bastante razoável. A *expertise* e participação de mercado na área de financiamento de veículos foram destacadas pelo Banco Zeta - em teleconferência de apresentação da parceria estratégica, disponível no site do Banco Zeta -, como estratégicas e preponderantes para a efetivação da

⁵ Disponível em: <wiki.advfn.com/pt/Banco_Nossa_Caixa#Relat.C3.B3rios_Anuais>.

parceria estratégica. Conforme demonstrações contábeis, disponíveis no site do Banco Votorantim, os resultados do banco vieram sofrendo impactos negativos significativos a partir da crise de 2008. De alguma forma, a aquisição do Banco Zeta ocorreu num momento oportuno para o Banco Votorantim, mas devido ao momento da economia - que, segundo Porter (1991), em momentos de crise afeta o preço das aquisições no sentido de diminuição de preço -, o ágio pago pelo Banco Zeta pode ser considerado pequeno, o que é evidenciado pelo múltiplo de preço sobre Patrimônio Líquido (1,32 vezes) e *payback* apurados.

4.3 PODER DE MERCADO

4.3.1 Evolução do nível de vendas de produtos e de serviços

São demonstrados, nas tabelas a seguir, dados referentes aos principais indicadores de volume de clientes e operações bancárias que puderam ser analisados, em igualdade de critérios, para o Banco Zeta e seus dois maiores concorrentes, denominados no estudo como Banco A e Banco B. Os dados foram retirados dos relatórios anuais das entidades.

O Banco A não efetuou nenhuma aquisição significativa durante o intervalo de período analisado. Já o Banco B efetuou uma fusão com outro banco de grande porte, sendo que os dados consolidados da fusão estão presentes a partir do ano de 2008, à exceção do número de clientes, que devido à sobreposição de clientes entre os dois bancos, só está disponibilizado de forma consolidada para o ano de 2009. Os valores referentes a ativos, captações e carteira de crédito estão expostos em bilhões de reais.

Tabela 2 – Evolução do número de clientes

Clientes – milhões	2007	2008	2009	Var. % s/ 2007
Zeta	35,8	48	52,7	47,2
Banco A	36	40,6	50	38,9
Banco B	24	27	39,8	65,8

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

Tabela 3 – Evolução do total de ativos

Ativos - bilhões	2007	2008	2009	Var. % s/ 2007
Zeta	367,2	507,3	708,5	92,9
Banco A	341,1	454,4	506,2	48,4
Banco B	444,4	638,1	608,3	36,9

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

Tabela 4 – Evolução do volume de captações

Captações - bilhões	2007	2008	2009	Var. % s/ 2007
Zeta	260,6	362,6	498,4	91,3
Banco A	172	244,5	284,3	65,3
Banco B	146,3	330,5	322,7	120,6

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

Tabela 5 – Evolução da carteira de crédito

Carteira de crédito - bilhões	2007	2008	2009	Var. % s/ 2007
Zeta	160,7	224,8	300,8	87,2
Banco A	137,1	180	191	39,3
Banco B	115,5	241	246	113

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

O poder de mercado de uma empresa - que não é uma medida, mas sim uma condição da empresa em seu setor da economia -, garante uma vantagem competitiva sobre os concorrentes. Desta forma, a empresa líder de mercado pode utilizar seu poder de mercado ao adotar estratégias que explorem esta vantagem competitiva.

Os resultados obtidos nas tabelas 2, 3, 4 e 5, retratam, para cada empresa analisada, a evolução do número de clientes, do total de ativos, do volume de captações, e do volume de sua carteira de crédito, respectivamente. Os indicadores das 4 tabelas apresentadas mostram que o Banco Zeta foi quem registrou as maiores quantidades absolutas em todos itens, superando seus concorrentes. Estes resultados demonstram que o Banco Zeta foi quem obteve maior incremento de clientes e negócios bancários. Nos indicadores onde já era líder, o Banco Zeta manteve-se neste posto. Já onde estava em desvantagem em relação à concorrência, conseguiu ultrapassar os concorrentes e chegar à liderança.

Esses resultados indicam aumento do poder de mercado do Banco Zeta, pois esse conseguiu elevar seu número de clientes e volume de comercialização de produtos e serviços para além do alcançado pelos seus concorrentes. Esta liderança nos indicadores credita-se em boa parte ao bom desempenho do Banco Zeta durante o período, mas também é reflexo da adição de

negócios provenientes dos bancos adquiridos (as Tabelas 6, 7, 8 e 9 demonstram alguns dos efeitos das aquisições). Desta forma, pode-se inferir que as aquisições efetuadas pelo Banco Zeta, ao agregarem expressivos volumes de comercialização de produtos e serviços bancários, foram um dos prováveis fatores responsáveis pelo aumento do poder de mercado da instituição.

Tabela 6 – Destaques BEP

Informações em 30/09/08	BEP
Ativos (R\$ milhões)	286
Carteira de Crédito (R\$ milhões)	123
Clientes (mil)	90

Fonte: Elaborada pelo autor com base em informações do site do Banco Zeta.

Tabela 7 – Destaques BESC

Informações em Set/08	BESC
Clientes (mil)	700
Número de agências	253
Percentual de municípios catarinenses com agência do BEP	100

Fonte: Elaborada pelo autor com base em informações do site do Banco Zeta.

Tabela 8 – Destaques BNC

Informações em 30/06/08	BNC
Ativos (R\$ bilhões)	54
Clientes (milhões)	5,8
Quantidade de funcionários	14.708
Número de agências	559

Fonte: Elaborada pelo autor com base em informações do site do Banco Zeta.

Tabela 9 – Destaques BV

Informações Set/08	BV
Ativos (R\$ bilhões)	81,9
Carteira de Crédito (R\$ bilhões)	38,2
Depósitos (R\$ bilhões)	23

Fonte: Elaborada pelo autor com base em informações do site do Banco Zeta.

4.3.2 Índice de Eficiência Operacional

Quanto ao Índice de Eficiência Operacional, o Banco Zeta melhorou seu desempenho, como demonstrado na Tabela 10, a exemplo de seus dois principais concorrentes (para este índice, que mede o percentual de despesas administrativas e de pessoal sobre a receita líquida,

quanto menor for o percentual, melhor o desempenho). Comparando os valores apurados, constantes nos relatórios anuais dos três bancos, o Banco Zeta, no transcorrer do período que compreendeu suas aquisições, conseguiu apresentar melhora no índice para níveis inclusive superiores a de seus concorrentes.

Tabela 10 – Índice de Eficiência Operacional

Índice de Eficiência Operacional - %	2007	2008	2009
Zeta	51,4	41,9	40,7
Banco A	43,1	43,3	41
Banco B	46,5	45,3	42,4

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

A consolidação das demonstrações contábeis das empresas adquiridas, para com as demonstrações do Banco Zeta, se deu em sua grande maioria no ano de 2009, considerando as datas em que as aquisições ocorreram. No ano de 2009, o Banco Zeta apresentou melhora em relação a 2008 de forma mais discreta ao observado na relação de 2008 para 2007. Isso pode ser atribuído a dois fatores principais: a melhora no índice de eficiência operacional é limitada (quanto melhor estiver o índice, mais difícil é para melhorá-lo); houve custos de transação com as incorporações e aquisições.

O Banco Zeta começou e prossegue com a reestruturação dos bancos adquiridos (à exceção do Banco Votorantim, que mantém sua autonomia operacional) para seu modelo operacional. Sendo assim, não há evidências de que foram ou serão obtidas sinergias que otimizem as operações do Banco Zeta em termos de custos, bem como ocorre uma tendência de equivalência destes custos a médio e longo prazo. Resumidamente, não pôde ser verificado, de forma conclusiva, se as aquisições efetuadas pelo Banco Zeta geraram efeitos positivos ou negativos sobre o Índice de Eficiência Operacional do Banco Zeta; porém, no caso de existência destes efeitos, não surtiram impactos significativos sobre aquele índice.

4.4 RENTABILIDADE

Para a determinação da Rentabilidade do Ativo e da Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL) foram utilizados os lucros líquidos recorrentes dos bancos. Isto é necessário, pois o resultado líquido recorrente exclui os efeitos extraordinários do período. Como a intenção é avaliar os impactos das aquisições sobre a rentabilidade do Banco Zeta, foi necessário tomar como base apenas os eventos com efeitos recorrentes, compreendendo os períodos anteriores e posteriores às aquisições.

Os resultados relativos à rentabilidade dos ativos, conforme Tabela 11, demonstraram uma retração mais acentuada no Banco Zeta em relação aos concorrentes, especialmente em 2009. Essa diminuição da rentabilidade dos ativos, acima do esperado, sugere impactos negativos das aquisições que o Banco Zeta efetuou, sobre este índice. Desta forma, os bancos adquiridos podem ter impactado de forma que o Banco Zeta obtivesse menor quantidade de lucro em relação ao investimento total da instituição.

Tabela 11 – Índice de Rentabilidade do Ativo

Rentabilidade do Ativo - %	2007	2008	2009
Zeta	1,6	1,32	0,96
Banco A	2,11	1,68	1,5
Banco B	2,2	1,66	1,72

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

Quanto ao índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL), inicialmente é importante esclarecer que todo o setor bancário foi afetado pela crise financeira de 2008, conforme demonstrações contábeis das instituições financeiras. A crise de consumo ensejou medidas monetárias por parte do Governo para reverter o panorama. A diminuição da taxa Selic, e também a desoneração parcial de impostos sobre veículos e eletrodomésticos, foram algumas destas medidas para incentivar o aumento do consumo. Em meio aos temores quanto à inadimplência, o Banco Zeta tomou frente no setor bancário no sentido de redução das taxas de juros, o que foi seguido pelos demais concorrentes. O resultado disto foi uma retomada do nível de consumo e do crescimento da economia brasileira, enquanto os bancos mantiveram o nível de desembolso de crédito mesmo que as expensas da diminuição do spread bancário. Portanto, os

três maiores bancos seguiram uma tendência de redução no índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido no transcorrer do período analisado, conforme demonstrado na Tabela 12.

Tabela 12 – Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Rentabilidade do Patrimônio Líquido - %	2007	2008	2009
Zeta	26,1	24,7	20,7
Banco A	23,8	22,3	18,2
Banco B	26,2	24,8	22,3

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos relatórios anuais dos bancos.

Tabela 13 – Evolução da Taxa Selic

Taxa Selic Nominal - %	
2007	11,3
2008	13,8
2009	8,8

Fonte: Relatório Anual do Banco Zeta 2009.

Tabela 14 – Evolução do spread bancário no Banco Zeta

Spread bancário global - %	2007	2008	2009
Banco Zeta	7,6	7	6,7

Fonte: Elaborada pelo autor com base nas Análises de Desempenho do Banco Zeta.

Considerando o comportamento do índice nos três bancos, a redução de rentabilidade mostrou-se similar entre os bancos avaliados, o que poderia sugerir uma tendência de que as aquisições que o Banco Zeta efetuou não tenham contribuído para grandes oscilações no resultado do índice. Contudo, considerando os prováveis efeitos negativos evidenciados na análise da Rentabilidade do Ativo (Tabela 11) - além do fato do porte e Patrimônio Líquido das empresas adquiridas ser relativamente baixos em relação ao total apresentado pelo Banco Zeta -, tornou-se necessário o aprofundamento de mensuração dos impactos dos bancos adquiridos sobre o Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido do Banco Zeta. Este aprofundamento foi possibilitado através da análise de demonstrações de resultado e análises patrimoniais do Banco Votorantim e do Banco Nossa Caixa (o Banco Zeta manteve metodologias de demonstrações contábeis tomadas em separado para BNC e BV, e também de resultados consolidados, durante o ano de 2009), conforme detalhamento que segue:

1. De acordo com os dados apresentados nos Quadros 1 e 2, que demonstram o Patrimônio Líquido e o Resultado Recorrente do Banco Votorantim, efetuou-se os seguinte cálculo:

Lucro Líquido Recorrente 2009: R\$ 341 milhões

Patrimônio Líquido Médio 2009⁶: R\$ 7.223 milhões

Rentabilidade do Patrimônio Líquido: $341/7.223 = 4,7\%$

R\$ milhões	Fluxo Trimestral		Var. %	Fluxo Anual		Var. %
	4T08	4T09	s/4T08	2008	2009	s/2008
Receitas da Intermediação Financeira	2.321	2.543	9,6	9.599	10.405	8,4
Operações de crédito (1) (2) (3) (6) (7) (8) (10) (11) (18)	1.592	1.742	9,5	5.848	6.707	14,7
Operações de arrendamento mercantil (7) (1)	68	166	145,6	135	474	252,6
Resultado de operações com títulos e valores mobiliários (7) (8) (10) (13)	891	927	4,0	3.536	3.825	8,2
Resultado de instrumentos financeiros derivativos (4) (5) (7) (8) (9) (19)	(236)	(292)	23,9	(28)	(801)	2.184,6
Resultado das aplicações compulsórias	6	-	-	108	-	-
Despesas da Intermediação Financeira	(1.482)	(1.622)	9,5	(6.128)	(6.548)	6,8
Operações de captação no mercado (7) (8) (9)	(1.322)	(1.488)	12,6	(5.675)	(6.045)	6,5
Operações de empréstimos, cessões e repasses (8)	(160)	(134)	(16,7)	(453)	(503)	11,1
Margem Financeira Bruta	839	921	9,7	3.471	3.857	11,1
Provisão para créditos de liquidação duvidosa (2) (12)	(195)	(288)	47,2	(840)	(1.598)	90,2
Margem Financeira Líquida	644	633	(1,8)	2.631	2.259	(14,1)
Rendas de Tarifas	61	105	72,0	366	320	(12,6)
Receitas de prestação de serviços (6)	61	105	72,6	366	319	(12,7)
Rendas de Tarifas Bancárias (6)	0	(0)	-	-	1	-
Despesas Tributárias sobre Faturamento (2) (3) (5)	(104)	(88)	(35,2)	(303)	(298)	(1,8)
Margem de Contribuição	601	670	11,5	2.694	2.281	(15,3)
Despesas Administrativas	(349)	(450)	29,1	(1.278)	(1.567)	22,8
Despesas de pessoal	(114)	(159)	40,2	(427)	(564)	32,1
Outras despesas administrativas (18) (19)	(234)	(290)	24,1	(848)	(999)	18,2
Outras despesas tributárias	(1)	(1)	74,0	(3)	(4)	19,6
Resultado Comercial	252	220	(12,8)	1.418	714	(49,6)
Risco Legal	(32)	(25)	(22,0)	(80)	(108)	35,0
Demandas Cíveis (14)	(7)	(3)	(54,1)	0	(11)	-
Demandas Trabalhistas (15)	(3)	(9)	189,8	(14)	(31)	123,2
Demandas Fiscais (16)	(22)	(13)	(43,1)	(68)	(68)	0,4
Outros Componentes do Resultado	(48)	(43)	(10,6)	6	(23)	-
Res. De Outras Receitas/Despesas Operacionais	(48)	(43)	(10,6)	6	(23)	-
Outras receitas operacionais (4) (11) (12) (16) (17)	(17)	4	-	112	99	(11,5)
Outras despesas operacionais (1) (2) (3) (4) (11) (12) (14) (15) (16) (17) (20)	(31)	(47)	50,0	(108)	(122)	14,9
Resultado operacional	172	152	(11,7)	1.344	583	(56,6)
Resultado não operacional	(21)	20	-	(56)	(86)	53,0
Resultado antes da tributação e participação no lucro	151	172	13,4	1.288	497	(61,4)
Imposto de renda e contribuição social (2) (3) (5) (13) (17) (20)	64	3	(95,4)	(160)	48	-
Participações no lucro	(135)	(108)	(19,7)	(273)	(201)	(26,2)
Resultado antes da participação de acionistas minoritários	80	67	(17,2)	855	342	(60,0)
Participação de acionistas não controladores	(0)	0	-	(1)	(1)	35,9
Resultado Recorrente	80	67	(17,0)	854	341	(60,1)
Itens Extraordinários	48	242	403,9	48	461	859,8
Cessão (2)	48	227	372,6	48	446	828,4
REFS (17)	-	15	-	-	15	-
Lucro Líquido	128	309	140,5	902	802	(11,1)

Quadro 1 - Banco Votorantim – Destaques do Resultado

Fonte: Banco Zeta.

⁶ Apurado com base no Relatório Anual 2009 do Banco Votorantim; disponível em: www.bancovotorantim.com.br.

R\$ milhões	Saldos			Var. %	
	Dez/08	Set/09	Dez/09	s/Dez/08	s/Set/09
Ativos	72.310	88.121	84.801	17,3	(3,8)
TVM e Derivativos	21.585	19.609	18.195	(15,7)	(7,2)
Carteira de Crédito	38.184	40.996	42.444	11,2	3,5
Pessoa Física	19.251	24.892	26.252	38,4	5,5
Consignado	1.748	3.378	3.348	91,6	(0,9)
Veículos	15.761	17.893	18.677	18,5	4,4
Leasing	1.472	3.342	3.948	168,2	18,1
Demais	270	278	278	2,8	(0,1)
Pessoa Jurídica	18.933	16.105	16.193	(14,5)	0,5
Capital de Giro	5.776	5.123	5.309	(8,1)	3,6
BNDES/Finame	4.142	4.517	4.918	18,7	8,9
Nota de Crédito à Exportação	4.310	2.854	2.699	(37,4)	(5,4)
Demais	4.708	3.611	3.267	(30,6)	(9,5)
Permanente	88	162	161	82,8	(0,8)
Depósitos *	18.932	26.320	24.477	29,3	(7,0)
à Vista	109	246	135	23,6	(45,2)
Poupança	-	-	-	-	-
a Prazo	14.636	22.743	22.599	54,4	(0,6)
Judicial	0	0	0	0,8	(0,0)
Demais	14.635	22.743	22.599	54,4	(0,6)
Captação no Mercado Aberto	16.625	26.104	24.767	49,0	(5,1)
Patrimônio Líquido	6.362	7.002	7.145	12,3	2,0

* Exceto outros depósitos

Quadro 2 - Banco Votorantim – Destaques Patrimoniais

Fonte: Banco Zeta.

2. Em relação ao Banco Nossa Caixa, não havendo informação de Patrimônio Líquido Médio para o ano de 2009, o cálculo de sua Rentabilidade do Patrimônio Líquido foi feito com base no Patrimônio Líquido ao final do segundo trimestre de 2009. Para isso, foram utilizados os dados dos Quadros 3, 4 e 5, para definição do Patrimônio Líquido do segundo semestre de 2009 e do lucro líquido recorrente de 2009. Eis o cálculo da Rentabilidade do Patrimônio Líquido do Banco Nossa Caixa:

Lucro Líquido Recorrente 2009: R\$ 492 milhões

Patrimônio Líquido Jun/2009: R\$ 2.721 milhões

Rentabilidade do Patrimônio Líquido: $492/2.721 = 18,1\%$

R\$ milhões				Var. %	
	2T08	1T09	2T09	s/2T08	s/ 1T09
Demonstração do Resultado do Exercício					
Receitas da intermediação financeira	1.862	1.970	1.825	(2,0)	(7,4)
Operações de crédito	857	993	1.026	19,7	3,3
Resultado de operações com TVM	903	878	737	(18,3)	(16,0)
Resultado de operações de câmbio	(6)	13	(12)	83,0	(187,6)
Resultado das aplicações compulsórias	103	71	65	(37,5)	(8,5)
Outros com características de intermediação	5	16	8	76,8	(47,2)
Despesas da intermediação financeira	(897)	(908)	(797)	(11,2)	(12,3)
Operações de captação no mercado	(878)	(869)	(766)	(12,7)	(11,8)
Operações de empréstimos cessões e repasses	(19)	(39)	(30)	62,2	(21,7)
Margem financeira bruta	965	1.062	1.028	6,5	(3,2)
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	(148)	(288)	(252)	70,1	(12,5)
Margem financeira líquida	816	774	775	(5,0)	0,2
Rendas de tarifas	280	308	300	7,1	(2,8)
Receitas de prestação de serviços	134	134	137	2,9	2,2
Rendas de tarifas bancárias	146	174	162	11,0	(6,7)
Despesas tributárias sobre faturamento	(58)	(64)	(63)	9,7	(1,7)
Margem de Contribuição	1.039	1.018	1.012	(2,6)	(0,6)
Despesas administrativas	(497)	(669)	(675)	35,8	0,9
Despesas de pessoal	(312)	(344)	(358)	14,7	4,0
Outras despesas administrativas	(169)	(308)	(301)	77,5	(2,3)
Outras despesas tributárias	(16)	(17)	(17)	5,5	(3,0)
Resultado comercial	541	349	337	(37,8)	(3,5)
Risco legal	(126)	(53)	(64)	(49,7)	20,8
Demandas cíveis	(82)	(3)	(20)	(75,6)	515,9
Demandas trabalhistas	(44)	(49)	(44)	(1,9)	(11,7)
Outros componentes do resultado	(272)	(119)	(117)	(57,0)	(2,2)
Participação em coligadas e controladas	-	12	10	-	(13,3)
Outras receitas operacionais	42	45	43	2,9	(4,3)
Outras despesas operacionais	(313)	(176)	(170)	(45,8)	(3,5)
Resultado operacional	144	177	156	8,9	(11,5)
Resultado não operacional	(30)	0	(1)	(96,9)	(393,3)
Resultado antes da tributação sobre o lucro	114	177	155	36,9	(12,2)
IR e Contribuição Social	32	(100)	(66)	(304,4)	(34,3)
Resultado Recorrente	145	77	90	(42,7)	16,9
Itens Extraordinários	265	(426)	(229)	-	(46,2)
a) Acertos Due Diligence	-	-	-	-	-
Provisão para crédito de liquidação duvidosa	-	(175)	-	-	-
Provisões Diversas – Outras Despesas Operacionais	-	(562)	(155)	-	(72,4)
Efeito fiscal s/ PCLD e Provisões Diversas	-	424	13	-	(96,9)
b) Outros	-	-	-	-	-
Contingências Cíveis – Planos Econômicos	(183)	(189)	(146)	(20,2)	(22,8)
Efeito fiscal s/ contingências cíveis – Planos Econômicos	73	76	58	(21)	(23,7)
Ativação de créditos tributários	375	-	-	-	-
LUCRO/PREJUÍZO LÍQUIDO DO PERÍODO	411	(349)	(139)	(133,8)	(60)

Quadro 3 - Banco Nossa Caixa – Destaques do Resultado

Fonte: Banco Zeta.

R\$ milhões			Var. %
Demonstração do Resultado do Exercício	3T 09	4T 09	s/3T 09
Receitas da intermediação financeira	2.036	1.929	(5,3)
Operações de crédito	1.113	1.133	1,8
Resultado de operações com TVM	860	739	(14,1)
Despesas da intermediação financeira	(909)	(849)	(6,6)
Margem financeira bruta	1.127	1.080	(4,2)
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	(238)	(194)	(18,6)
Margem financeira líquida	889	886	(0,4)
Rendas de tarifas	313	287	(8,5)
Margem de Contribuição	1.135	1.274	12,2
Despesas administrativas	(682)	(689)	1,0
Despesas pessoais	(380)	(385)	1,4
Outras despesas administrativas	(302)	(304)	0,6
Resultado comercial	436	181	(58,5)
Risco legal	(100)	(61)	(38,7)
Demandas cíveis	(26)	(10)	(60,6)
Demandas trabalhistas	(74)	(51)	(31,1)
Demais Receitas e Despesas	(102)	(0)	(99,7)
Resultado antes da tributação sobre o lucro	235	120	(49,0)
IR e Contribuição Social	(70)	40	(157,7)
Resultado Recorrente	165	160	(2,9)

Quadro 4 - Banco Nossa Caixa – Destaques do Resultado

Fonte: Banco Zeta.

R\$ milhões	Jun/08	Mar/08	Jun/09	Var. %	
				s/Jun/08	s/Mar/09
Ativos	54.003	54.262	60.337	11,7	11,2
TVM e Instrumentos Financeiros Derivativos	30.218	22.592	24.316	(19,5)	7,6
Carteira de Crédito	10.593	13.825	17.050	61,0	23,3
Permanente	2.108	1.805	1.698	(19,4)	(5,9)
Depósitos Totais	32.988	36.655	37.788	14,6	3,1
A vista	3.464	3.895	3.648	5,3	(6,3)
Poupança	10.667	11.515	11.410	7,0	(0,9)
Prazo	18.850	21.239	22.726	20,6	7,0
Captação no Mercado Aberto	12.537	8.202	12.935	3,2	57,7
Patrimônio Líquido	3.198	2.861	2.721	(14,9)	(4,9)

Quadro 5 - Banco Nossa Caixa – Destaques Patrimoniais

Fonte: Banco Zeta.

Na comparação do resultado do Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido obtido pelo Conglomerado Banco Zeta em 2009, que foi de 20,7%, com os índices apurados individualmente para os principais bancos adquiridos (Banco Votorantim: 4,7%; Banco Nossa Caixa: 18,1%), é demonstrado que as aquisições impactaram de forma negativa a rentabilidade do Banco Zeta, pois contribuíram para a diminuição do seu Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido, ou seja, diminuição do seu rendimento de capital próprio investido, no ano de 2009.

Neste capítulo foram realizadas análises sobre os preços pagos pelo Banco Zeta pelas suas aquisições, bem como foram avaliados os principais impactos que estas aquisições geraram em relação ao poder de mercado e à rentabilidade do Banco Zeta.

Em relação aos preços das aquisições, foi realizada apuração de projeção da taxa de retorno sobre investimento, no método *payback*. Nesta análise, o resultado do Banco Nossa Caixa destoou dos demais, de forma negativa. O principal motivo apurado foi o ágio sobre o preço de mercado que foi pago pelo Banco Zeta a título de “prêmio de controle”, negociado pelo Banco Zeta e o Banco Nossa Caixa para a conclusão das negociações. Em relação ao Banco do Estado do Piauí e ao Banco do Estado de Santa Catarina, a falta de licitação a respeito da alienação destes bancos públicos permitiu que o Banco Zeta os incorporasse pelo valor econômico apurado nas avaliações econômico-financeiras, valor que serviu de subsídio ao processo de incorporação destes bancos e que foi o preço pago efetivamente. Em caso de múltiplos licitantes, o preço das aquisições tenderia a aumentar. Quanto ao Banco Votorantim, a parceria estratégica estabelecida pela aquisição de 50% de seu controle acionário foi uma oportunidade de investimento vislumbrada pelo Banco Zeta em tempos de forte crise econômica, crise essa que provavelmente influenciou sobremaneira a disposição do Banco Votorantim em negociar parte de suas ações a um de seus concorrentes de mercado.

Em relação aos impactos sobre o poder de mercado do Banco Zeta, foi percebido que as aquisições impactaram de forma positiva o Conglomerado Banco Zeta, através da agregação de expressivos volumes de clientes, ativos, operações de empréstimos, captações. Estas sinergias levaram o Banco Zeta à liderança do setor em todos estes indicadores e também permitiu ao Banco Zeta um desenvolvimento de mercado ao garantir um maior alcance ao seu público-alvo.

Em relação à rentabilidade, as mensurações efetuadas indicam que, muito embora os bancos adquiridos tenham impactado sobre o Banco Zeta com resultados lucrativos, o rendimento do capital próprio investido sofreu decréscimo, afetando negativamente o lucro por ação do Banco Zeta.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As estratégias de aquisições e fusões têm sido utilizadas de forma intensa no ambiente empresarial, especialmente a partir do contexto de globalização. Estas estratégias constituem importante meio de crescimento das empresas, com foco na manutenção ou ampliação da competitividade no setor em que atuam. Seguindo esta direção, o setor bancário destaca-se, com grande número de fusões e aquisições realizadas, inclusive no Brasil.

Sendo assim, o presente trabalho propôs-se a avaliar as operações de aquisição e incorporação de instituições financeiras que o Banco Zeta efetuou a partir do ano de 2008, bem como os impactos que aquelas causaram sobre o desempenho do Banco Zeta. Foram apresentadas as diferenças entre as estratégias de aquisição existentes, além de um breve histórico das estratégias de aquisição, suas potenciais vantagens e seus principais riscos envolvidos. Também foram discorridas informações relevantes sobre o processo de *due diligence* - necessário para a aferição das reais condições das empresas avaliadas -, e sobre fatores que influenciam na formação do preço das empresas-alvo de aquisições. Os indicadores de análise do desempenho econômico das empresas também foram abordados, assim como a apresentação de um estudo sobre impactos sobre rentabilidade de aquisições e fusões ocorridas no Brasil na década de 90 do século passado.

Através da apuração das taxas de retorno sobre investimento em comparação com projeções de resultado apuradas por empresas especializadas em avaliações econômico-financeiras, foram encontradas discrepâncias, nas projeções de resultado, que possivelmente advêm de diferentes metodologias de avaliação utilizadas entre as diferentes empresas avaliadoras. Neste sentido, é recomendável que, nos processos que envolvam aquisições, a empresa adquirente obtenha avaliações de mais de uma fonte, de forma a obter melhores subsídios para as informações de que necessita.

O acesso, de forma rápida, a uma grande quantidade de clientes e negócios bancários, é claramente um grande benefício das aquisições realizadas pelo Banco Zeta. Isto possibilitou ao Banco Zeta o aumento do seu poder de mercado, chegando à liderança em alguns dos mais importantes indicadores do setor bancário – como o volume de ativos e de operações de crédito -, e aumentando seu número de clientes e participação em negócios considerados estratégicos,

como o de crédito a financiamento de veículos. Em meio a esta estratégia de expansão de negócios via aquisições, as dificuldades de integração podem ensejar mudanças de forma mais lenta que o desejado nas estruturas administrativas e operacionais das empresas envolvidas. De toda forma, é importante proceder a estas mudanças de maneira racional, de forma a não comprometer a estrutura de custos das atividades principais e de apoio.

A rentabilidade do setor bancário veio sofrendo impactos negativos desde o início da crise financeira de 2008. Contudo, foi demonstrado que as aquisições, no período analisado, proporcionaram rentabilidade abaixo da média, ajudando a diminuir o rendimento do capital próprio investido pelo Banco Zeta, que é a verdadeira medida do lucro que a empresa gerou.

As aquisições aumentaram o porte empresarial do Banco Zeta. Resta saber se esse conseguirá, mesmo que a médio ou longo prazo, reestruturar o conjunto do que foi adquirido de forma a aumentar sua rentabilidade e seu valor de mercado, pois estas são as principais finalidades da gestão estratégica e financeira das empresas: gerar lucro e aumentar a riqueza da empresa.

Os presentes processos de integração gradativa e reestruturação das instituições adquiridas pelo Banco Zeta foram limitadores do estudo, pois podem repercutir no curto prazo de forma diferente do que nos exercícios posteriores, podendo ensejar maiores custos de integração no curto prazo; ou mesmo economias, como economias de escala e aumento de eficiência operacional, que podem ocorrer de forma díspare na avaliação entre o curto e longo prazo. Diante disso, o pouco tempo transcorrido entre as aquisições e as análises realizadas impede conclusões sobre tendências a longo prazo que as aquisições devam surtir sobre a empresa analisada.

Da mesma forma, o estudo aprofundado das aquisições que o Banco Zeta efetuou ou poderá vir a efetuar é indicado e sugerido – preferencialmente com abrangência de um maior horizonte de tempo decorrido das aquisições -, para futuros trabalhos de pesquisa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACEVEDO, Claudia Rosa; NOHARA, Jouliana Jordan. **Monografia no curso de administração: guia completo de conteúdo e forma**. 3. ed. - 2. reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

ADVFN. **Banco Nossa Caixa**. Disponível em:
<http://wiki.advfn.com/pt/Banco_Nossa_Caixa#Relat.C3.B3rios_Anuais>.

ANDREATTA, Jane Cristina; PAULA, Germano Mendes de. **Fusões, aquisições e internacionalização do setor bancário brasileiro**. Uberlândia: 2002.

BANCO DO BRASIL. **Relações com Investidores**. Disponível em:
<<http://www.bb.com.br/portalbb/home2,136,136,0,0,1,8.bb>>.

BANCO DO BRASIL. Relações com Investidores. In: **Informações Financeiras**. Disponível em:
<<http://www.bb.com.br/portalbb/home24,136,3432,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=19353&codigoMenu=198>>.

BANCO DO BRASIL. **Sala de Imprensa**. Disponível em:
<<http://www.bb.com.br/portalbb/page116,138,5504,0,0,1,0.bb?codigoMenu=2363>>.

BANCO VOTORANTIM. **Relatório Anual 2009**. Disponível em:
<http://www.bancovotorantim.com.br/web/site/bv/relatorios/pdf/BV_Relatorio_Anual_2009.pdf>.

BELL, J. **Doing your research project: a guide for the first-time researchers in education and social science**. 2. reimpr. Milton Keynes, England: Open University Press, 1989.

BRADESCO. Relações com Investidores. In: **Relatórios Anuais**. Disponível em: <<http://www.bradesco.com.br/site/conteudo/informacoes-financeiras/relatorios-anuais.aspx?secaoId=811>>.

CAMARGOS, Marco Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. São Paulo: Caderno de Pesquisas em Administração, v.10, p.17-38, abr./jun. 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Fatos Relevantes de Companhias Abertas**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>.

FARINAZZO, Eduardo Silva. et al. **A aplicação do referencial teórico nos processos recentes de fusões & aquisições**. São Paulo: Revista Jovens Pesquisadores. ano 5, n. 9, jul./dez. 2008.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. **Administração estratégica: competitividade e globalização**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING. **Relações com Investidores**. Disponível em: <<http://ww13.itau.com.br/portali/index.aspx?idioma=port&AspxAutoDetectCookieSupport=1>>.

ITAÚSA INVESTIMENTOS ITAÚ S.A. **Relatório Anual 2007**. Disponível em: <<http://ww13.itau.com.br/itau/html/pt-br/infofinan/rao/2007/ra/05.asp>>.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATIAS, Alberto Borges; BARRETTO, Antonio Carlos Pizarro de Mattos; GORGATI, Vlamir. **Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidades de ocorrência de uma onda**. São Paulo: 1996.

MOTTA, Fernando Cláudio Prestes; VASCONCELOS, Isabella Gouveia de. **Teoria Geral da administração**. 3. ed. rev. São Paulo: Thomson, 2006.

NETO, Mário Sacomano; TRUZZI, Oswaldo Mário Serra. **Perspectivas contemporâneas em análise organizacional**. São Carlos, SP: Gestão & Produção. vol. 9, n.1, apr. 2002.

PASIN, Rodrigo Maimine; MATIAS, Alberto Borges. **A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições**. São Paulo: RAUSP, jan./mar. 2001.

PERRY, Jeffery S.; HERD, Thomas J. **Reducing M&A risk through improved due diligence**. Bingley: Emerald, Strategy & Leadership, vol. 32, iss. 2, p. 12-19, 2004.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 5. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

RIBEIRO, Francilanes Soares. **Eficiência operacional: uma análise exploratória dos 50 maiores bancos brasileiros pelo ranking BACEN**. Brasília: Universidade Católica de Brasília, 2006.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo; FERNANDES, Francisco. **A construção de casos para ensino**. Rio de Janeiro: ANGRAD – v. 7, n. 4, out./dez. 2006.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. 2. ed. – 7 reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

SANTOS, Thiago Carvalho. **A importância da “due diligence” no universo empresarial**. Uberaba, MG: Boletim Jurídico, a. 4, n. 170. Disponível em: <<http://www.boletimjuridico.com.br/doutrina/texto.asp?id=1153>> Acesso em: 15 jul. 2010.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do trabalho científico**. 23. ed. rev. e atual. São Paulo: Cortez, 2007.