

ANÁLISE DOS QUATRO MAIORES BANCOS DO PAÍS NO PERÍODO DE 2005 A 2012

ANALYSIS OF THE LARGEST FOUR BANKS IN THE COUNTRY BETWEEN 2005 AND 2012

Jose Odálio **SANTOS***
j.odalio@pucsp.br

Alexandre Franco **GODOI***
godoi_franco@hotmail.com

Mario José **MONTINI***
mariojmontini@gmail.com

Paulo **ROMARO***
promaro@pucsp.br

Valeria R **BERTONCELO***
valrbertoncelo@hotmail.com

*Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC SP

Artigo recebido em 11/2013 – Aprovado em 03/2015

Resumo

O setor bancário do país sofreu nas últimas décadas forte processo de regulamentação, transformação e consolidação por meio de processos de fusões e aquisições, sendo um dos segmentos responsáveis pelo expressivo número de operações envolvendo combinação de negócios no país. Isso ocorreu principalmente em função da busca pelas instituições deste setor por economias de escala e maior poder de mercado, o que contribuiu para a redução do número de instituições que atuam no país. Os resultados das empresas do setor vêm mostrando satisfatórios indicadores de desempenho financeiro e solidez, o que têm refletido também no valor atribuído às instituições financeiras pelos agentes de mercado. Mesmo durante a crise mundial de 2008, de modo geral, os resultados permaneceram positivos. No último ano, muito embora tenha sido apresentada uma queda nos lucros, os bancos brasileiros continuam a apresentar sólidos indicadores de capital, liquidez e alavancagem e as perspectivas continuam ainda sendo favoráveis para o setor. Para ajudar na compreensão do desempenho das organizações que integram o setor e na criação de valor para as empresas e seus acionistas, métricas como o EVA®- Economic

Value Added, o MVA® - Market Value Added e o retorno em excesso, surgiram dentro da área de finanças como ferramentas para avaliação do desempenho das organizações. Vantagens e limitações dessas métricas podem ser identificadas no estudo das finanças corporativas, muito embora não possa ser deixado de ressaltar a sua utilidade em termos de avaliação de desempenho. Outros elementos necessariamente devem ser determinados para possibilitar a aplicação das métricas de gestão baseada em valor mencionadas, podendo ser destacado o beta (β) e o CAPM - Capital Asset Pricing Model. O beta (β) trata-se de uma medida estatística da volatilidade do preço de ações com relação à carteira referencial de mercado e representa o risco sistemático e específico da empresa e/ou de seu setor de atuação. Já o CAPM é muito utilizado nas operações do mercado de capitais, nas decisões de orçamento de capital, na determinação da taxa de retorno requerida pelos investidores e estimar o retorno desejado para cada segmento de negócios e avaliar o desempenho econômico, em termos de criação de valor, para as empresas que operam com várias unidades de negócios com diferentes riscos. Neste contexto emerge a problemática da pesquisa que se refere a: Os bancos brasileiros com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período compreendido entre 2005 à 2012, a partir dos resultados apresentados proporcionaram a criação de valor aos seus acionistas? Adicionalmente foram determinados o CAPM e o LOA – Lucro Operacional Ajustado, e analisados o efeito de fatores como a crise econômica mundial, as fusões e aquisições realizadas no setor e a redução da taxa de juros sobre a criação de valor no período analisado. Por fim, espera-se que os resultados possam contribuir com os estudos empíricos dentro desta área e com futuras pesquisas que possam ter desdobramentos a partir desta.

Palavras-chave: Gestão Baseadas em Valor, EVA, MVA, Retorno.

<http://periodicos.unifacef.com.br/index.php/rea>

1 INTRODUÇÃO

O setor bancário do país sofreu nas últimas décadas forte processo de regulamentação, transformação e consolidação por meio de processos de fusões e aquisições, sendo um dos segmentos responsáveis pelo expressivo número de operações envolvendo combinação de negócios no país. Isso ocorreu principalmente em função da busca pelas instituições deste setor por economias de escala e maior poder de mercado, o que contribuiu para a redução do número de instituições que atuam no país.

Os resultados das empresas do setor vêm mostrando satisfatórios indicadores de desempenho financeiro e solidez, o que têm refletido também no valor atribuído às instituições financeiras pelos agentes de mercado. Mesmo durante a crise mundial de 2008, de modo geral, os resultados permaneceram positivos.

No último ano, muito embora tenha sido apresentada uma queda nos lucros, os bancos brasileiros continuam a apresentar sólidos indicadores de capital, liquidez e alavancagem e as perspectivas continuam ainda sendo favoráveis para o setor.

Para ajudar na compreensão do desempenho das organizações que integram o setor e na criação de valor para as empresas e seus acionistas, métricas como o EVA® - Economic Value Added, o MVA® - Market Value Added e o retorno em excesso, surgiram dentro da área de finanças como ferramentas para avaliação do desempenho das organizações.

Vantagens e limitações dessas métricas podem ser identificadas nos estudo das finanças corporativas, muito embora não possa ser deixado de ressaltar a sua utilidade em termos de avaliação de desempenho. Outros elementos necessariamente devem ser determinados para possibilitar a aplicação das métricas de gestão baseada em valor mencionadas, podendo ser destacado o beta (β) e o CAPM - Capital Asset Pricing Model.

O beta (β) trata-se de uma medida estatística da volatilidade do preço de ações com relação à carteira referencial de mercado e representa o risco sistemático e específico da empresa e/ou de seu setor de atuação. Já o CAPM é muito utilizado nas operações do mercado de capitais, nas decisões de orçamento de capital, na determinação da taxa de retorno requerida pelos investidores e estimar o retorno desejado para cada segmento de negócios e avaliar o desempenho econômico, em termos de criação de valor, para as empresas que operam com várias unidades de negócios com diferentes riscos.

Neste contexto emerge a problemática da pesquisa que se refere a: Os bancos brasileiros com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período compreendido entre 2005 à 2012, a partir dos resultados apresentados proporcionaram a criação de valor aos seus acionistas?

Adicionalmente foram determinados o CAPM e o LOA – Lucro Operacional Ajustado, e analisados o efeito de fatores como a crise econômica mundial, as fusões e aquisições realizadas no setor e a redução da taxa de juros sobre a criação de valor no período analisado.

Por fim, espera-se que os resultados possam contribuir com os estudos empíricos dentro desta área e com futuras pesquisas que possam ter desdobramentos a partir desta.

1.1. Objetivo

Estudar o efeito da crise, das fusões e aquisições e da taxa de juros nos resultados dos maiores bancos que atuam no país, sendo a amostra composta pelas instituições: Banco Itaú S.A., Banco Santander (Brasil) S.A., Banco do Brasil S.A. e Banco Bradesco S.A, compreendendo o período de 2005 a 2012. Para a determinação da criação de valor foram utilizadas as métricas de gestão baseadas em valor EVA®, o MVA® e o retorno em excesso de mercado em relação ao retorno teórico.

1.2. Justificativa

As Instituições Financeiras apresentam características particulares em relação às demais empresas de outros segmentos, principalmente no que se refere a regulamentação governamental do setor em função da natureza de seus serviços e em razão dos custos sociais que podem decorrer do encerramento de atividades de empresas que pertencem a esse setor.

A justificativa para a pesquisa reside no fato de que o setor bancário brasileiro apresenta-se como um ambiente interessante para a realização de pesquisas, considerando-se o fato de apresentar características específicas em relação às entidades de segmentos não-financeiros, representar uma parcela significativa do PIB brasileiro e ainda apresentar de modo geral relevantes indicadores de desempenho financeiro e solidez, mesmo durante a crise mundial de 2008.

A regulamentação própria, as regras contábeis historicamente muito diferentes das demais empresas e a dificuldade em se definir tanto sua dívida quanto o volume de reinvestimento tornam os bancos um verdadeiro desafio para os analistas (DAMODARAN, 2009). O estudo do comportamento das métricas EVA[®], MVA[®] e o Retorno em Excesso aplicadas ao setor financeiro torna-se portanto de maior relevância dada a complexidade que o setor apresenta e que o torna tão singular.

1.3. Metodologia de Pesquisa

As investigações foram conduzidas por meio de uma pesquisa empírica, considerando como amostra de dados os quatro maiores bancos comerciais em atividade no Brasil, sendo: (i) Banco Itaú S.A.; (ii) Banco Santander (Brasil) S.A.; (iii) Banco do Brasil S.A. e; (iv) Banco Bradesco S.A.

O período da análise compreendeu os anos de 2005 à 2012 e os dados foram obtidos a partir de fontes secundárias, por meio de consulta às Demonstrações Financeiras divulgadas pelos Bancos no período analisado.

A pesquisa procura desenvolver uma análise dos quatro maiores bancos do país no período de 2005 a 2012 utilizando as métricas de gestão baseadas em valor EVA[®] e o MVA[®] e o retorno em excesso de mercado em relação ao retorno teórico.

Quanto aos objetivos específicos pode ser mencionada a determinação das seguintes métricas e informações para os bancos pesquisados: (i) determinação do CAPM; (ii) determinação do EVA[®]; (iii) determinação do Lucro Operacional Ajustado (LOA); (iv) evidenciação do Patrimônio Líquido (PL); (v) cálculo do MVA[®]; e (vi) identificação dos principais eventos envolvendo fusões e aquisições nos bancos durante o período da análise que possam por ventura impactar nos resultados a serem determinados.

Para atingir os objetivos utilizou-se da pesquisa empírica, com apoio de levantamentos bibliográficos em artigos científicos, livros, sites entre outros meios para se obter as informações necessárias, ser elaborado os cálculos e os modelos financeiros de análise.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Características do Setor Financeiro – Principais Riscos que Afetam as Instituições

As Instituições Financeiras apresentam características específicas em relação às entidades de segmentos não-financeiros, e seu objeto social está relacionado à intermediação financeira. A captação e os empréstimos de recursos são as atividades operacionais preponderantes do setor gerando como característica elevados níveis de alavancagem.

Uma característica importante deste setor é a regulamentação governamental, principalmente em função da natureza de seus serviços e dos custos sociais que podem decorrer em razão de seu fechamento. O Banco Central do Brasil – BACEN é o órgão responsável pelo processo de supervisão que busca assegurar a solidez do Sistema Financeiro Nacional – SFN e regular funcionamento das entidades por ele supervisionadas.

Segundo Saunders (2000), os intermediários financeiros enfrentam riscos de intermediação financeira que afetam continuamente os processos decisórios de seus administradores e suas estratégias de gestão de risco, de modo que uma gestão eficaz sobre eles torna-se essencial para o seu desempenho. Com base no autor, pode-se construir o quadro a seguir apresentando os riscos envolvidos enfrentados pelos administradores de intermediários financeiros.

Risco de Intermediação Financeira	Visão Geral
Risco de Variação de Taxa de Juros	A transformação de ativos como uma das funções especiais dos Intermediários Financeiros, envolve a compra de títulos primários e a emissão de títulos secundários. Geralmente os títulos primários adquiridos tem características de prazo e liquidez distintas dos títulos secundários que são vendidos, e esse descasamento de prazos expõem os Intermediários Financeiros à possibilidade de risco de variação de taxa de juros.
Risco de Mercado	Ocorre sempre que se negociam ativos e passivos, em lugar de mantê-los para fins de investimento a longo prazo, financiamento ou <i>hedging</i> . Há risco de mercado sempre que um Intermediário Financeiro assume uma posição a descoberto, comprada ou vendida, em títulos de renda fixa, ações, mercadorias e derivativos, e os preços variam em direção oposta à esperada.
Risco de Crédito	Surge porque os fluxos de caixa prometidos pelos títulos primários possuídos pelos Intermediários Financeiros podem não ser pagos integralmente. Se o principal de todos os instrumentos financeiros fosse pago integralmente na data de vencimento e os pagamentos de juros fossem feitos nas datas prometidas, não haveria risco de crédito. Por outro lado, se um devedor deixasse de cumprir com suas obrigações, tanto o valor principal do empréstimo quanto o pagamento de juros estariam correndo risco.
Risco de Operações fora do Balanço	É aquela atividade que não aparece no balanço patrimonial corrente, porque não diz respeito à posse de um direito (ativo) primário corrente ou à emissão de uma obrigação (passivo) secundária corrente. Ela afeta a forma futura do balanço de um Intermediário Financeiro, visto que envolvem a criação de ativos e passivos condicionais. Como exemplos destas atividades têm-se: (i) concessão de garantias sob a forma de cartas de fiança por Cias. de seguro e bancos para apoiar a emissão de obrigações estaduais ou municipais; (ii) compromissos de concessão de empréstimos por bancos; (iii) contratos de processamento de empréstimos hipotecários por instituições de poupança e posições que envolvem contratos a termo, contratos futuros, <i>swaps</i> , opções e outros derivativos.
Risco	O risco tecnológico surge quando os investimentos em tecnologia não produzem as

Tecnológico e Operacional	reduções esperadas de custo, em termos de economias de escala ou escopo. Ocasionalmente, ocorrem deseconomias de escala, por exemplo, por causa de excesso de capacidade, redundância tecnológica e/ou ineficiências burocráticas, que pioram com o crescimento de um Intermediário Financeiro. Deseconomias de escopo resultam da incapacidade de gerar sinergias ou reduções esperadas de custo com novos investimentos em tecnologia. O risco operacional relaciona-se, em parte, ao risco tecnológico, e pode surgir sempre que a tecnologia existente deixa de funcionar adequadamente, ou os sistemas de apoio falham.
Risco de Câmbio	Os Intermediários Financeiros têm reconhecido que o investimento direto e os investimentos em títulos no exterior podem ampliar os benefícios operacionais e financeiros disponíveis em investimentos puramente domésticos. Como a correlação entre os retornos de investimentos domésticos e no exterior é imperfeita, há possibilidade de ganho para um Intermediário Financeiro que expanda suas aplicações e o financiamento de passivos além das fronteiras de seu país. Um benefício possível da intensificação de um enfoque global por um Intermediário Financeiro é a capacidade de expandir-se diretamente no exterior, ou ampliar uma carteira de ativos financeiros, incluindo títulos estrangeiros além de títulos domésticos. A expansão para o exterior de uma maneira não diversificada, como o desenvolvimento de operações em apenas um país, ou a compra de títulos de empresas de um único país, expõe um Intermediário Financeiro a risco de câmbio, além de risco de variação de taxa de juros e risco de inadimplência.
Risco Soberano	O risco soberano é um tipo mais sério de risco de crédito do que o enfrentado por um Intermediário Financeiro que adquire ativos domésticos, tais como obrigações e empréstimos de empresas domésticas. Quando uma empresa doméstica não é capaz ou não está disposta a quitar um empréstimo, como titular de direitos um Intermediário Financeiro pode recorrer à justiça, recuperando eventualmente parte de seu investimento original, à medida que os ativos da empresa inadimplente são liquidados ou reestruturados. Em contraste, uma empresa estrangeira pode deixar de devolver o principal ou pagar os juros de seus títulos, muito embora queira fazê-lo. Comumente, o governo do país pode proibir pagamentos ou limitá-los em vista de insuficiência de reservas e motivos políticos.
Risco de Liquidez	Há risco de liquidez sempre que os titulares de passivos de um Intermediário Financeiro, como depositantes ou segurados de uma companhia de seguro, exigem dinheiro a vista em troca de seus direitos financeiros. Por causa de uma falta de confiança no Intermediário Financeiro ou alguma necessidade imprevista de numerário, os titulares de passivos podem exigir retiradas superiores ao que seria normal. Quando todos ou muitos Intermediários Financeiros enfrentam exigências extraordinárias semelhantes, o custo de fundos adicionais eleva-se e sua oferta torna-se limitada ou nula, e assim, eles podem ser obrigados a vender alguns de seus ativos menos líquidos para cobrir as exigências de retirada por titulares de seus passivos, resultando então em um risco de liquidez.
Risco de Insolvência	É uma decorrência ou consequência de riscos excessivos de variação de taxas de juros, preços de mercado, crédito. Operações fora do balanço, riscos tecnológicos, cambiais, soberanos e de liquidez. A insolvência ocorre sempre que os recursos próprios ou internos do Intermediário Financeiro são insuficientes para cobrir perdas incorridas em função de um ou mais riscos. Quanto maior for a relação entre recursos próprios e fundos de terceiros captados pelo Intermediário Financeiro (menor endividamento), mais capaz será de suportar perdas devidas a variações desfavoráveis de taxas de juros, perdas inesperadas por risco de crédito, ou outros motivos.
Outros Riscos	Vários outros riscos também afetam a rentabilidade e a exposição a risco de um Intermediário Financeiro, tais como: (i) alterações repentinas na legislação tributária que possam impactar o setor; (ii) mudanças súbitas e inesperadas de condições nos mercados financeiros, por causa de guerras, revoluções ou colapsos repentinos; (iii) desfalques, falsificações e violação de obrigações fiduciárias; (iv) riscos macroeconômicos mais gerais como o aumento da taxa de inflação, o crescimento da volatilidade da inflação e a elevação do nível de desemprego, os quais podem afetar direta ou indiretamente o nível da exposição a risco de taxa de juros, crédito e liquidez de um Intermediário Financeiro.

Quadro 1 – Riscos da Intermediação Financeira

Fonte: Os autores - Adaptado de Saunders (2000)

O setor bancário no Brasil apresenta-se como um ambiente interessante por representar uma parcela significativa do PIB brasileiro. Segundo dados do Bacen (2013), em dezembro de 2012 o saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional atingiu R\$ 2,37 trilhões, o que corresponde a 53,6% do PIB no país.

Além disso, por se tratar de um setor que sofreu forte processo de regulamentação, transformação e consolidação (processos de fusões e aquisições) a partir do Plano Real em 1994, apresenta-se como um setor interessante para a análise e compreensão de sua evolução.

Pode-se inferir que a partir deste período os bancos brasileiros vêm apresentando de modo geral relevantes indicadores de desempenho financeiro e solidez, mesmo durante a crise mundial de 2008. Cabe lembrar que neste período o estímulo ao crédito gerou um crescimento nas carteiras de crédito dos bancos de forma exponencial e, esta corrida ao crédito vem perdendo força nos últimos anos em função do grau de endividamento das famílias e empresas e de um aumento da inadimplência, refletindo nos resultados dos bancos.

Dados recentes divulgados pela Federação Brasileira de Bancos – Febraban (2013) sobre o desempenho do setor no ano de 2012 apontam para uma redução do lucro no ano de 2012 em relação a 2011. O sistema bancário brasileiro lucrou R\$ 55,1 bilhões em 2012, o que representou um recuo de 7,5% em comparação ao resultado de 2011 que foi de R\$ 59,7 bilhões, enquanto o *Return on Equity* (ROE) geral do sistema foi prejudicado por uma desaceleração do crescimento da carteira de crédito dos bancos privados, apresentando um recuo do percentual de 2011 que foi 16,5% para 13,5% em 2012.

De modo geral, esse resultado da intermediação financeira foi afetado por um menor crescimento das receitas de crédito – menor crescimento das carteiras e da redução das taxas e pelo reconhecimento de maiores despesas de provisões contra inadimplência.

Muito embora tenha sido apresentada uma queda dos lucros em 2012, os dados da pesquisa apontam que os bancos brasileiros continuam a apresentar sólidos indicadores de capital, liquidez e alavancagem e as perspectivas são de que continuem com posição de destaque, mesmo após novos ajustes regulatórios previstos para o setor.

De acordo com o BACEN (2013) a solidez e o desempenho do sistema financeiro nacional têm refletido também no valor atribuído às instituições financeiras pelos agentes de mercado. O índice market to book, que mensura a relação entre o valor de mercado sobre valor contábil, calculado pelo órgão regulador com base na média ponderada do valor de mercado das Instituições Financeiras, listadas em bolsa e disponíveis na Bloomberg, tem-se posicionado em torno de 1,6.

Pelo exposto, isso demonstra a percepção destes agentes em relação à credibilidade das informações contábeis, sustentabilidade dos negócios e perspectivas futuras quanto ao retorno do capital investido nas empresas deste setor.

2.2. Fusões e Aquisições no setor bancário

O número de operações de fusões e aquisições tem aumentado significativamente nos últimos 30 anos, envolvendo empresas dos mais variados tamanhos, segmentos e países, motivados pela alta competitividade que pressupõe basicamente ganhos de *market share* e busca por novas tecnologias.

A partir da década de 90 as fusões e aquisições ganham destaque no Brasil, com o aumento do número de operações principalmente em decorrência da abertura do mercado e a entrada de capital estrangeiro no país, a desregulamentação de diversos setores, os programas de privatizações, a busca da estabilidade e a inserção do país no mercado global.

Segundo Brito, Batistella e Famá (2005) um dos segmentos responsáveis pelo expressivo número de fusões e aquisições é o setor financeiro, principalmente em função da busca pelas instituições deste setor por economias de escala e maior poder de mercado. Para os autores, essas operações contribuíram para redução do número de instituições que atuam no mercado, sendo reflexo do processo de readequação da estrutura do sistema financeiro iniciado em 1994, em função da redução dos níveis de inflação que ocasionou o desaparecimento dos ganhos inflacionários destas instituições, revelando assim a existência de ineficiências operacionais, especialmente naquelas controladas pelo poder público.

Dados apresentados pela KPMG (2012) sinalizam que o setor financeiro foi o responsável pelo quarto maior número de transações acumuladas de fusões e aquisições desde o início do Plano Real (1994) até o 1º semestre de 2012, ficando atrás apenas de setores como o de Tecnologia da Informação (TI); Alimentos, bebidas e fumo; e Telecomunicações e mídia.

A lei societária 6.404/1976 faz uma distinção para as operações envolvendo combinações de negócios entre empresas, no entanto para a teoria de finanças, essa distinção não é tratada com o mesmo rigor conforme afirmam Brito, Batistella e Famá (2005).

Para Sherman e Hart (2006) a distinção de significado pode realmente não importar, tendo em vista que o resultado é quase sempre o mesmo, ou seja, duas ou mais empresas que tinham controles societários separados passam a operar sob o mesmo controle, geralmente para alcançar algum objetivo estratégico ou financeiro, ainda que, a estratégia financeira, tributária e até mesmo o impacto cultural de um negócio possa ser muito diferente dependendo do tipo de transação.

Brigham e Ehrhardt (2012) afirmam que a fusão ocorre quando duas empresas se combinam para formar uma única companhia, podendo proporcionar benefícios econômicos por meio de economias de escala, colocar os ativos nas mãos de administradores mais eficientes e reduzir a concorrência – razão pela qual são reguladas por agências governamentais. Para os autores, as motivações para os processos de fusões podem ser: (i) sinergia; (ii) considerações tributárias; (iii) compra de ativos por preços abaixo de seu custo de reposição; (iv) diversificação; (v) obtenção do controle sobre uma grande empresa e (vi) valor da empresa em partes.

Em relação à aquisição esta ocorre quando duas ou mais empresas se juntam e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas, assim, por meio deste processo é possível escolher por comprar somente alguns ativos como, por exemplo, um fábrica, algumas ações ou a organização inteira. Neste sentido, Barros et al. (2003) entendem que na operação de aquisição determina-se o desaparecimento legal da companhia adquirida.

As motivações para que as empresas se engajem em processos de fusões e aquisições decorrem da possibilidade que crescimentos inorgânicos oferecem de, em um menor período de tempo, gerar crescimento da firma ou aumento na rentabilidade. Diversas teorias sobre fusões e aquisições surgiram para explicar as razões e motivações destas atividades, podendo ser agrupadas segundo o entendimento de Weston, Chung e Hoag (1990 apud Matias, Barretto, Gorgati, 1996, p. 6) nas seguintes teorias: (i) eficiência; (ii) informação e sinalização; (iii) problemas de agência; (iv) poder de mercado; (v) vantagens fiscais; e (vi) fluxo de caixa livre. Neste sentido, um breve resumo de cada teoria pode ser assim apresentado:

Teoria	Características
Eficiência	A fusão é um modo de melhorar o desempenho da administração ou atingir alguma forma de sinergia.
Informação e sinalização	A fusão informa ao mercado e à administração que a empresa está subavaliada.
Problemas de agência	Fusões e Aquisições como solução para problemas de agência.
Poder de mercado	A fusão vai aumentar a fatia de mercado.
Vantagens Fiscais	Uma empresa pode, por meio da fusão, se beneficiar de créditos fiscais ou substituir impostos sobre ganho de capital por impostos sobre a renda.
Fluxo de Caixa Livre	Custos de agência causados por conflitos no pagamento de fluxos de caixa livres são a maior causa de fusões e aquisições.

Quadro 2 – Teorias sobre fusões e aquisições

Fonte: Weston, Chung e Hoag (1990 apud Matias, Barretto, Gorgati, 1996, p.7)

Por fim, abordam Brito, Batistella e Famá (2005) que os grandes bancos que atuam no país, além de terem uma participação ativa durante o processo de privatização, vêm realizando a aquisição de diversas instituições privadas de menor porte. Segundo os autores, os principais motivadores para as aquisições foram os ganhos de escala e de poder de mercado que possibilitam a ampliação da base de clientes e do volume de negócios e uma maior diluição dos custos e despesas fixas, principalmente os gastos com pessoal administrativos.

2.3. Gestão Baseada em Valor por meio do EVA® e do MVA®

Ao longo das últimas décadas, diversas métricas orientadas pela filosofia da gestão baseada em valor têm sido utilizadas pelas empresas, seus executivos e gestores, tendo se popularizado o uso de algumas medidas tais como o *Economic Value Added* (EVA®) e o *Market Value Added* (MVA®), para ajudar na compreensão do desempenho da organização e a determinar o seu valor.

O conceito de valor econômico adicionado – EVA® e o de valor de mercado adicionado – MVA®, surgiram dentro da área de finanças como ferramentas para avaliação do desempenho das organizações e, tanto o EVA® quanto o MVA® são coerentes com o conceito de criação de valor para as empresas e seus acionistas.

O EVA® mensura em um determinado período quanto a empresa agregou de lucro aos seus acionistas em relação ao custo de oportunidade do mercado no mesmo período, surgindo como um padrão para a governança corporativa. Em outras palavras, Martins (2000) comenta de maneira resumida que o EVA® nada mais é do que apenas atribuir um custo ao capital próprio e deduzi-lo do lucro apurado pela empresa no período.

Neste sentido, o EVA® surge em função da necessidade de medidas de desempenho que expressem a adequada criação de riqueza por um empreendimento, muito embora não seja considerado nenhuma novidade, mas sim estar sendo utilizado para recuperar conceitos elementares, intuitivos e fundamentais que talvez tenham em algum momento caído no esquecimento da prática gerencial coletiva. (MARTINS, 2011)

Podem ser mencionadas duas maneiras para se determinar a equação para cálculo do EVA®. A primeira corresponde a:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT} - (\text{C}\% \times \text{TC})$$

Onde:

NOPAT = resultado operacional líquido depois dos impostos (*Net Operating Profit After Taxes*)

C% = custo percentual do capital total (próprio e de terceiros); e

TC = capital total investido.

Outra forma é que considerando que o resultado operacional líquido definido na legislação societária brasileira já inclui o custo do capital de terceiros, representado pelas despesas financeiras, alternativamente pode-se determinar o cálculo do EVA® pela seguinte equação:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{LOLAI} - (\text{CCP}\% \times \text{PL})$$

Onde:

LOLAI = lucro operacional líquido após os impostos;

CCP% = custo percentual do capital próprio; e

PL = patrimônio líquido.

No que diz respeito ao MVA[®] ele surge como uma proposta de instrumento que permite ampliar a capacidade de gestão, relacionando-a com o valor da empresa, e corresponde à diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido, incluindo o capital próprio e de terceiros. (FREZATTI, 2003)

O MVA[®] pode ser calculado a partir da seguinte equação:

$$\text{MVA}^{\text{®}} = \text{Valor de mercado} - \text{Capital Investido}$$

Para Martins (2011, p. 248) o conceito do MVA[®] “se consubstancia na mensuração da riqueza gerada por um empreendimento, em termos de percepção do mercado relativa ao valor de seus títulos mobiliários”.

Alternativamente, o MVA[®] pode ser determinado a partir do somatório de todos os EVA's[®] do período, trazidos a valor presente, utilizando-se como taxa de desconto o custo de capital dos investidores, conforme a equação a seguir apresentada por Assaf Neto (2012).

$$\text{MVA}^{\text{®}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}^{\text{®}}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

O MVA[®], ao contrário do EVA[®], está relacionado com a capacidade futura da empresa em agregar valor para seus acionistas, enquanto que o EVA[®] está mais voltado para a avaliação de desempenho da gestão e comunicação dos resultados alcançados, relacionando-se mais com eventos passados.

Pode-se entender que há uma relação entre o EVA[®] e o MVA[®] ao incorporarem o mesmo objetivo que se refere ao uso eficaz dos recursos captados pelas empresas, de modo que enquanto o EVA[®] constitui-se no canal de comunicação entre agentes internos e externos, do compromisso corporativo com diretrizes que agregam valor para os sócios e dos resultados alcançados, o MVA[®] mede a percepção do mercado sobre os esforços realizados pelos gestores nas empresas para gerar riqueza.

Segundo Santos (2012) enquanto o MVA[®] reflete o desempenho ao longo da vida inteira da empresa e suas expectativas de geração de fluxos de caixa livres futuros, o EVA[®] mostra o valor agregado durante determinado ano já finalizado, ressaltando ainda que essas métricas se complementam, considerando-se que as expectativas dos investidores se fundamentam nos desempenhos passados e futuros da empresa.

2.4. Retorno em excesso

Young e O'Byrne (2003) afirmam que o retorno em excesso cobra a empresa pelo capital que ela utilizou desde o início de atividade ou do começo do período de mensuração, ao mesmo tempo em que recompensa a empresa pelos retornos que os seus acionistas deveriam ter ganho a partir das distribuições, como dividendos e recompra de ações, que são reinvestidas no mercado. Para os autores é considerado o

indicador verdadeiro da criação cumulativa de riqueza de uma empresa. O retorno em excesso pode ser definido como a diferença entre a riqueza corrente e a esperada ao final do período considerado de mensuração, conforme a equação a seguir:

$$\text{Retorno em excesso}_N = \text{riqueza corrente}_N - \text{riqueza esperada}_N$$

De forma elementar, quando um único investimento é feito pela empresa no início do período de mensuração, a riqueza esperada é o valor futuro do investimento inicial, representado por $I_0 (1 + c_e)^N$, onde:

I_0 = refere-se ao investimento inicial feito no momento "0";

c_e = é o custo do capital próprio; e

N = é o número de períodos ao longo dos quais o retorno em excesso é mensurado

A riqueza corrente refere-se ao valor futuro dos fluxos de caixa que se espera receber ao longo do período de mensuração por meio de dividendos distribuídos aos acionistas, incluindo as recompras de ações pela empresa, ou negociação das ações ao seu valor de mercado, no final do período de mensuração. Subtraindo-se a riqueza corrente da riqueza esperada, obtém-se o retorno em excesso, no entanto, em termos práticos, o cálculo do retorno em excesso pode ser mais complicado quando houver novas emissões ou recompra de ações entre os momentos 0 e N.

Para Young e O'Byrne (2003), embora a maximização do retorno em excesso deva ser o principal objetivo da empresa orientada a valor, essa métrica apresenta deficiência em termos de motivação e avaliação dos gestores, pois é improvável que ela seja eficaz para motivar os gerentes posicionados abaixo dos altos executivos da empresa, uma vez que pode apenas ser calculado para as empresas com ações negociadas em bolsa de valores e, como as divisões operacionais não tem preço de ações, não é possível observar a riqueza corrente dos acionistas.

Em linhas gerais, o retorno em excesso pode ser considerado como uma métrica corporativa que oferece à alta direção uma grandeza de avaliação direta e clara do desempenho de determinado investimento no final do período de mensuração, muito embora apresente limitações quanto ao seu uso como métrica de gestão de desempenho gerencial ou na aplicação nas divisões operacionais da empresa.

2.5. Beta – Avaliação do Risco Sistemático

Santos (2012) afirma que o beta (β) refere-se a uma medida estatística da volatilidade do preço de ações com relação à carteira referencial de mercado (Bovespa, Dow Jones, S&P 500 etc) e representa o risco sistemático e específico da empresa e/ou de seu setor de atuação. Segundo o autor, o risco sistemático ou não diversificável é aquele atribuível a fatores de mercado que afetam todas as empresas tais como guerra, inflação, taxa de juros, câmbio, eventos políticos etc, não podendo ser eliminado por meio da diversificação – quanto maior o índice de volatilidade da empresa (β), maior o risco do investimento.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2008) o beta mede a sensibilidade de um título a movimentos da carteira de mercado, sendo proposta a seguinte equação para sua determinação:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

Onde:

β_i = Beta do ativo *i*

$\text{Cov}(R_i, R_M)$ = é a covariância entre os retornos do ativo *i* e da carteira de mercado

$\sigma^2(R_M)$ = é a variância do Mercado

Em outras palavras, o beta é a covariância do título com o mercado, dividida pela variância do mercado. Para os autores anteriormente mencionados, ele é determinado pelas características da empresa considerando três fatores: (i) natureza cíclica das receitas; (ii) alavancagem operacional; e (iii) alavancagem financeira.

No que diz respeito à alavancagem operacional, ela se refere à proporção de custos fixos de operação em relação a custos variáveis, de modo que uma empresa que possua custos operacionais fixos elevados apresenta maior alavancagem operacional e, portanto, seu Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda - LAJI é mais sensível a uma variação da receita de vendas. Como já abordado, a natureza cíclica das receitas de uma empresa é um fator determinante do beta da empresa, assim, a alavancagem operacional amplia esse efeito.

Em relação à alavancagem financeira esta se refere à intensidade com a qual uma empresa utiliza capital de terceiros, sendo medida pelo quociente entre o capital de terceiros a longo prazo e capital de terceiros a longo prazo mais capital próprio. Em outras palavras, a alavancagem financeira é a proporção com a qual a empresa usa capital de terceiros, assim, uma empresa alavancada é uma empresa que conta com algum capital de terceiros em sua estrutura de capital.

Como uma empresa alavancada precisa fazer pagamentos de juros, independentemente de suas vendas, a alavancagem financeira corresponde aos custos fixos de financiamento da empresa. Um ponto importante em relação ao cálculo do beta, diz respeito a adequar o beta calculado à estrutura de capital da empresa analisada por meio do processo de alavancagem, ou seja, determinar o beta não alavancado, o qual mede o risco de negócio de uma empresa por meio da remoção do efeito da alavancagem financeira. (SANTOS, 2012)

2.6. CAPM – Capital Asset Pricing Model

O modelo de precificação de ativos, ou Capital Asset Pricing Model – CAPM foi desenvolvido no início da década de 1960, e sua origem pode ser atribuída a partir de trabalhos de diversos autores tais como Harry Markowitz em 1959, William F. Sharpe em 1964, John Lintner em 1965 e J. Mossin em 1966.

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) comentam que o modelo de precificação de ativos representa um dos avanços mais importantes na teoria de finanças, de ampla aplicação nesta área, sendo útil para fins de investimento ao mostrar como o retorno esperado de um ativo está relacionado a seu beta. No entanto, alertam para o fato de que o CAPM não se trata de uma verdade divina, e sim uma teoria a ser empiricamente testada, a qual muita embora venha sendo validada em estudos anteriores há mais de 20 anos, mais recentemente a discussão tem-se aquecida a partir de evidências incompatíveis com o modelo apresentado por algumas pesquisas.

Fama e French (2004) comentam que o registro empírico do modelo é pobre o suficiente para invalidar a forma como ele é usado e, problemas empíricos do CAPM podem refletir falhas teóricas resultante de hipóteses simplificadoras. Tais problemas também podem originar-se pelas dificuldades de aplicação do modelo, como por exemplo, o CAPM diz que o risco de uma ação deve ser medido em relação a uma carteira de mercado que, em princípio, pode incluir não apenas ativos financeiros negociados, mas também bens de consumo duráveis, imóveis e capital humano, etc.

Assaf Neto (2012) afirma que o CAPM é bastante utilizado nas várias operações do mercado de capitais; é aplicado em decisões que envolvam orçamento de capital e no processo de avaliação de tomada de decisões em condições de risco; é utilizado para apurar a taxa de retorno requerida pelos investidores e também tem grande utilidade ao permitir que se estime o retorno desejado para cada segmento de negócios e se avalie o desempenho econômico, principalmente em termos de criação de valor, para as empresas que operam com várias unidades de negócios com diferentes riscos.

Ainda segundo o autor, algumas hipóteses para desenvolvimento do CAPM podem ser destacadas: (i) assume-se grande eficiência informativa do mercado, atingindo igualmente a todos os investidores; (ii) os investidores, de maneira geral, são avessos ao risco e as decisões de investimentos são tomadas com base no retorno esperado e desvio-padrão; (iii) não há impostos, taxas ou quaisquer outras restrições para os investimentos no mercado; (iv) todos os investidores apresentam a mesma percepção com relação ao desempenho dos ativos, formando carteiras eficientes com base em idênticas expectativas; (v) existe uma taxa de juros de mercado definida como livre de risco.

Dentro da realidade de países de economias emergentes como é o caso do Brasil, algumas críticas são direcionadas ao cálculo do CAPM para estimar o custo do capital próprio, no que diz respeito a: (i) alta volatilidade dos indicadores de mercado, como a taxa livre de risco, e na formação da taxa de retorno da carteira de mercado; (ii) problemas de disclosure dos demonstrativos financeiros publicados e influência da legislação societária brasileira que reduzem a qualidade das informações, como a não correção dos balanços, que podem levar as estimativas do CAPM a erros; (iii) no alto grau de concentração das ações negociadas no mercado; (iv) na baixa competitividade do mercado; e (v) na inexpressiva representatividade das ações ordinárias nos pregões.

A equação do CAPM pode ser determinada pela seguinte equação:

$$\bar{R} = R_F + \beta \times (\bar{R}_M - R_F)$$

Onde:

\bar{R} = Retorno esperado de um título

R_F = Taxa livre de risco

β = beta do título

$\bar{R}_M - R_F$ = Diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco

Segundo Assaf Neto (2012) o CAPM estabelece uma relação linear entre o retorno de um ativo e o retorno de mercado. Os resultados deste modelo demonstram forte sensibilidade com a taxa requerida de retorno – o custo de capital, a qual deve comportar-se de forma condizente com o risco, ou seja, quanto mais elevado o risco da decisão, maior o retorno exigido pelos proprietários de capital.

3 ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção apresenta uma análise dos principais bancos brasileiros e um banco multinacional que incorporou um grande banco público brasileiro. Estes bancos possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, cuja análise foi do período compreendido de 2005 a 2012, abrangendo cálculos do retorno teórico do CAPM, EVA[®], LOA, PL E MVA[®], conforme a tabela 1 a seguir.

BANCOS	MÉTRICA	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MVA
Itau	CAPM	24,51%	26,34%	31,92%	-21,39%	55,80%	4,27%	-7,13%	7,80%	122%
	EVA	1.576.847	(2.390.217)	(2.101.022)	8.885.734	(19.855.114)	8.785.767	17.493.080	5.449.966	17.845.040
	LOA	5.391.145	3.816.490	7.145.100	(455.400)	13.113.540	11.669.460	12.120.240	11.379.060	
	PL	15.559.656	23.564.471	28.969.086	43.664.000	59.080.000	67.552.000	75.336.000	75.998.000	
Santander	CAPM	16,33%	9,47%	1,89%	29,36%	-12,92%	12,52%	20,96%	8,84%	86%
	EVA	(212.813)	(84.272)	1.099.298	(13.489.722)	7.975.705	(2.616.939)	(10.512.243)	(3.619.844)	(21.460.829)
	LOA	69.598	670.736	1.274.629	823.188	(358.092)	6.568.690	5.845.171	3.588.703	
	PL	1.729.628	7.975.611	9.264.593	48.756.557	64.492.693	73.363.394	78.031.992	81.566.111	
Banco do Brasil	CAPM	26,45%	30,32%	39,01%	-33,37%	72,03%	2,32%	-13,76%	7,56%	131%
	EVA	227.919	(2.394.840)	(4.764.388)	16.772.912	(16.392.431)	9.660.639	20.453.429	4.795.877	28.359.117
	LOA	4.684.109	3.899.566	4.699.138	6.781.659	9.623.560	10.923.572	11.744.868	10.078.129	
	PL	16.849.764	20.758.158	24.262.096	29.937.250	36.119.265	54.418.937	63.269.224	69.898.229	
Bradesco	CAPM	25,12%	27,59%	34,15%	-25,17%	60,91%	3,66%	-9,22%	7,72%	125%
	EVA	256.901	(2.637.778)	(4.229.672)	13.672.733	(18.967.588)	7.863.122	14.716.581	4.145.614	14.819.913
	LOA	5.133.054	4.160.389	6.137.375	5.051.299	6.466.417	9.733.062	9.240.889	9.656.836	
	PL	19.409.274	24.636.362	30.357.344	34.256.544	41.753.751	51.158.565	59.382.094	71.346.390	

Tabela 1 – Métricas para análise dos quatro maiores bancos

Fonte: Os autores

Para os bancos brasileiros o EVA[®] nos anos de 2006, 2007 e 2009 foram negativos, em função do reflexo da crise internacional, enquanto que para o Banco Santander - o único banco estrangeiro, este operou com EVA's[®] negativos em quase todo o período, tendo apresentado resultados positivos nesta métrica exatamente nos anos em que foram apresentados valores negativos para os grandes bancos brasileiros (2007 e 2009), mostrando uma influência maior da situação europeia sobre os resultados deste banco.

O MVA[®] do período de 2005 à 2012, denota que os bancos brasileiros tiveram valor adicionado positivo durante todo o período, enquanto o Banco Santander destruiu valor durante o mesmo período da análise. Cabe ainda observar que os bancos privados brasileiros tiveram um desempenho inferior em relação ao banco estatal brasileiro - Banco do Brasil, o qual apresentou o maior MVA[®] no período, correspondendo a R\$ 28.359.117.

Pelo cálculo do retorno em excesso (retorno mercado – retorno teórico do CAPM) podemos ver que todos os bancos nacionais tiveram retornos médios positivos, enquanto que o Banco Santander obteve um retorno em excesso negativo, ou seja, um déficit de retorno que corresponde a -14,83%, corroborando com a análise do EVA®.

Cabe ainda ressaltar que o risco dos três bancos nacionais representado pelo beta são razoavelmente similares no período, enquanto que o risco do Banco Santander apresenta-se negativo, mostrando uma tendência contrária ao mercado durante quase todo o período.

A tabela 2 apresenta uma análise do retorno teórico, retorno de mercado e o retorno em excesso no período da análise.

Ano	Retorno Teórico				Retorno Mercado				Retorno em excesso			
	Itaú	Santander	Bradesco	Brasil	Itaú	Santander	Bradesco	Brasil	Itaú	Santander	Bradesco	Brasil
2005	24,51%	16,33%	25,12%	26,45%	36,32%		124,81%	1,14%	11,80%		99,68%	1,14%
2006	26,34%	9,47%	27,59%	30,32%	38,22%	9,22%	25,90%	20,46%	11,88%	9,22%	-1,69%	20,46%
2007	31,92%	1,89%	34,15%	39,01%	167,88%	-49,41%	30,11%	8,54%	135,96%	-49,41%	-4,04%	8,54%
2008	-21,39%	29,36%	-25,17%	-33,37%	-38,37%	-50,41%	-43,80%	-21,87%	-16,98%	-50,41%	-18,64%	-21,87%
2009	55,80%	-12,92%	60,91%	72,03%	54,82%	59,59%	51,49%	34,83%	-0,98%	59,59%	-9,42%	34,83%
2010	4,27%	12,52%	3,66%	2,32%	2,66%	-3,43%	5,37%	6,17%	-1,61%	-3,43%	1,72%	6,17%
2011	-7,13%	20,96%	-9,22%	-13,76%	-12,88%	-54,30%	-1,60%	-10,81%	-5,75%	-54,30%	7,63%	-10,81%
2012	7,80%	8,84%	7,72%	7,56%	15,40%	-15,09%	34,20%	0,46%	7,60%	-15,09%	26,48%	0,46%
Média	15,26%	10,81%	15,60%	16,32%	33,01%	-14,83%	28,31%	4,87%	17,74%	-14,83%	12,71%	4,87%
Beta	0,6308	-0,3142	0,7010	0,8538								

Tabela 2 – Análise do retorno teórico, de mercado e em excesso dos quatro maiores bancos

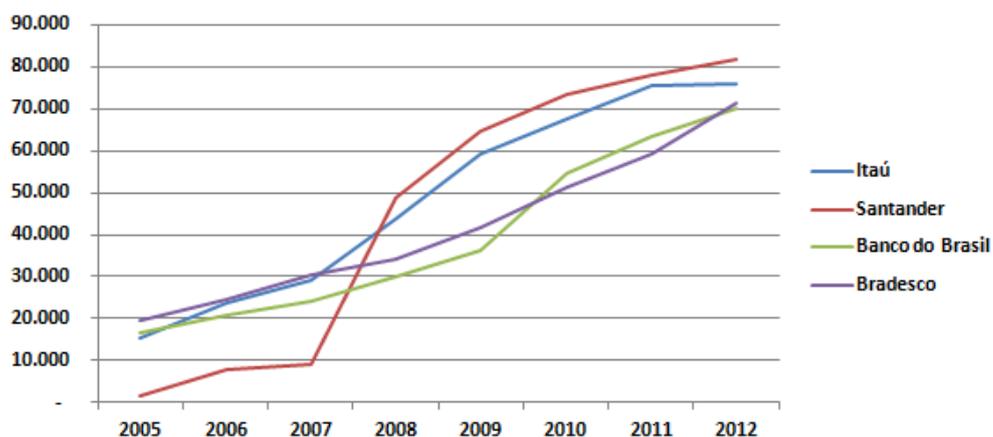
Fonte: Os autores

Procurou-se ainda identificar os três grandes fenômenos que ocorreram durante o período compreendido na análise, sendo: (i) a crise econômica mundial com epicentro em 2008 e um segundo movimento em 2011; e (ii) as fusões e aquisições realizadas no setor financeiro brasileiro; e (iii) redução da taxa de juros.

Em relação à crise econômica, esta claramente afetou os bancos tanto em seu período mais agudo em 2008 como em seu rebote em 2011, mostrando que os bancos tiveram nesses dois anos retornos em excessos negativos - exceção feita ao Banco Bradesco em 2011 por ter apresentado um retorno em excesso positivo de 7,63%, muito embora em 2009, a crise de 2008 tenha ainda afetado o seu retorno ao apresentar um resultado de -9,42%.

Outro fator que convém mencionar se refere às operações de fusões e aquisições ocorridas no período nos bancos analisados, as quais foram de diversos tamanhos, cabendo destacar a fusão do Banco Itaú com o Unibanco e a compra do ABN Amro Real pelo Banco Santander. Tanto as pequenas aquisições quanto as grandes aquisições não demonstraram ter gerado um impacto no EVA® e no retorno em excesso dos bancos analisados.

O gráfico 1 apresenta as principais operações de fusões e aquisições envolvendo os bancos integrantes da amostra desta pesquisa no período de 2005 à 2012.



Fusões e Aquisições	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Itáú		Bank Boston		Unibanco				
Santander			ABN Amro					
Banco do Brasil				Nossa Caixa	Votorantim	Patagônia		
Bradesco	BEC	AMEX	BMC					

Gráfico 1 – Principais operações de fusões e aquisições nos bancos entre 2005 à 2012

Fonte: Os autores

Quanto à estabilidade da taxa Selic em um patamar mais baixo de 2009 até os dias atuais, levou a uma menor volatilidade nos retornos e a um retorno em excesso médio menor a partir deste período. O Lucro Operacional Ajustado – LOA a partir de 2010 tornou-se mais estável para os bancos com exceção feita ao Banco Santander que alternou apresentando LOA's com valores positivos e negativos, vindo a apresentar nos últimos três anos da análise, resultados decrescentes.

Por fim, neste mesmo período comentado o EVA[®] tem se tornando constantemente positivo para os bancos brasileiros e negativo para o Banco Santander, o que se pode comprovar pelos dados apurados onde o EVA[®] dos últimos três anos é em media muito superior ao dos anos anteriores.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve por objetivo avaliar o efeito da crise, das fusões e aquisições e da taxa de juros nos resultados dos maiores bancos que atuam no mercado brasileiro para os seus acionistas. No que se refere à crise financeira foi possível perceber que ela afetou pontualmente na criação de riqueza dos bancos em seu período de maior intensidade no ano de 2008 e em 2011 como resultado das crises geradas na Europa.

O Banco Santander diferentemente dos demais vem sofrendo com a crise há mais tempo, tendo destruído valor medido pelo MVA[®] durante todo o período da análise.

Quanto à consolidação do sistema bancário por meio de fusões e aquisições, pode-se perceber que mesmo as grandes fusões não interferiram nos retornos em excesso e

nos EVA[®] dos bancos. Pode-se ainda inferir que as opções de crescimento orgânico ou de fusões e aquisições não interferiram nos desempenhos dos bancos analisados.

Fica evidente pelos dados coletados e informações obtidas na pesquisa que o sistema financeiro brasileiro apresenta solidez, sendo considerado bem capitalizado e com elevados níveis de liquidez.

Nos últimos anos, compreendendo especificamente o período de 2010 à 2012, esse setor apresentou uma estabilidade em seus resultados, remunerando seus acionistas acima do retorno teórico esperado (CAPM), mesmo com a redução das taxas de juros básicas da economia e de uma maior agressividade dos bancos estatais.

A influência governamental sobre o banco estatal (Banco do Brasil) parece refletir em seus ganhos. O retorno em excesso do Banco do Brasil é substancialmente menor do que os demais bancos brasileiros, além do crescimento de seu PL ter sido menor no período.

Cabe ainda ressaltar que o desempenho do Banco Santander foi demasiadamente afetado pelo desempenho de sua matriz na Espanha. A falta de investimentos no Brasil levou o banco a destruir valor calculado pelo MVA[®] negativo de -R\$ 21.460.829 durante o período compreendido na análise de 2005 à 2012.

Por fim, as outras duas medidas, EVA[®] e o retorno em excesso (calculado pela diferença entre o retorno do mercado em relação ao retorno teórico exigido) indicam neste período resultados similares, ou seja, corroboram com as mesmas conclusões descritas.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BACEN. Relatório de Estabilidade Financeira. Banco Central do Brasil, v. 12, n. 1, p.18, mar 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_03/refP.pdf>. Acesso em 18.06.2013.

BARROS, B. T., CANÇADO, V. L., SOUZA, H. H. R. F., STEUR, R. Criando valor com aquisições – Por que comprar? Como integrar? O Caso do Banco Itaú. In: ENANPAD, 2003, São Paulo-SP: 2003. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2003/GIN/GIN542.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2013.

BRASIL. Lei Ordinária nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Presidência da República - Casa Civil - Subchefia para Assuntos Jurídicos, Brasília, DF, 15 dezembro 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em 18.06.2013.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. Administração Financeira – Teoria e Prática. 13. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2012.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F.D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, vol. 40, n. 4, p.353-360, out-dez 2005. Disponível em <<http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4004353.pdf>> Acesso em 18.06.2013.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2012.

FAMA, E. F., FRENCH, K. R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. Journal of Economic Perspectives, v. 18, n. 3, p. 25-46, Summer 2004. Disponível em: <<http://www-personal.umich.edu/~kathrynd/JEP.FamaandFrench.pdf>>. Acesso em: 19.06.2013.

FEBRABAN. Informativo Semanal de Economia Bancária. Federação Brasileira de Bancos, Ano 5, n. 187, p.3, 08 a 12 abr 2013. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF710aSDf9jyV/sitefebraban/ISEB%20de%2008%20a%2012%20de%20abril_2013_.pdf>. Acesso em 19.06.2013.

FREZATTI, F. Gestão de Valor na Empresa: Uma abordagem abrangente do Valuation a partir da Contabilidade Gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

KPMG Corporate Finance. Fusões e Aquisições 2012 – 2º Trimestre: Espelho das transações realizadas no Brasil. São Paulo, 2012. Disponível em <http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2012/FA-2otrim-2012.pdf> Acesso em 18.06.2013.

MARTINS, E. Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica. Caderno de Estudos - FIPECAFI, v. 13, n. 24, p. 28-37, jul/dez 2000. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad24/Revista_24_Art_2.pdf>. Acesso em: 18.06.2013.

MARTINS, E. (Org.). Avaliação de Empresas: Da mensuração Contábil à Econômica. São Paulo: Atlas, 2011.

MATIAS, A.B.; BARRETTO, A.C.P.M; GORGATI, V. Fusões e Aquisições no Brasil Atual: Possibilidades de Ocorrências de uma onda. In: I SEMEAD, 1996, FEA-USP. São Paulo-SP: 1996. Disponível em: <http://www.cepefin.com.br/publicados_pdf/fusoes_aquisicoes_brasil_atual.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2013.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. F. Administração Financeira: Corporate Finance. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008

SANTOS, J. O. Valuation: um guia prático: Metodologias e técnicas para análise de investimentos e determinação do valor financeiro nas empresas. São Paulo: Saraiva, 2012.

SAUNDERS, A. Administração de instituições financeiras: Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2000.

SHERMAN, A.J.; HART, M. A. Mergers & Acquisitions – From A to Z. 2. ed. New York, United States of America: American Management Association, 2006.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. EVA e Gestão Baseada em Valor: Guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.