



Mayo 2019 - ISSN: 1696-8360



## **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO E OS DETERMINANTES DA CRIAÇÃO DE VALOR: ANÁLISE BIBLIOGRÁFICA A PARTIR DA WEB OF SCIENCE**

**Júlia Alves e Souza<sup>1</sup>**

Universidade Federal de Lavras  
julia.jasouza@gmail.com

**Maria Olívia Silva e Vasques<sup>2</sup>**

Universidade Federal de Lavras  
olivia\_vasques1@hotmail.com

**Douglas José Mendonça<sup>3</sup>**

Universidade Federal de Lavras  
mendonca\_douglas@yahoo.com.br

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Júlia Alves e Souza, Maria Olívia Silva e Vasques y Douglas José Mendonça (2019): "Fusões e aquisições no setor bancário e os determinantes da criação de valor: análise bibliográfica a partir da web of science", Revista contribuciones a la Economía (abril-junio 2019).

En línea: <https://eumed.net/ce/2019/2/setor-bancario.html>

### **Resumo**

Este estudo objetiva identificar o panorama da produção científica internacional sobre as fusões e aquisições do setor bancário e quais fatores são apontados como determinantes da criação de valor nessas operações. Foi efetuada uma pesquisa bibliográfica e observou-se, dentre outros resultados, o crescimento no número de publicações sobre a temática. Os fatores identificados como determinantes para a criação de valor envolvem elementos referentes ao cenário e momento econômico em que tais operações ocorrem, ao formato de atuação dos bancos, ao relacionamento entre as instituições adquirentes e adquiridas, à forma de operacionalização da transação e a características específicas dos bancos envolvidos.

**Palavras-chave:** Fusões; Aquisições; Criação de valor; Setor bancário; Análise bibliográfica.

**Códigos JEL:** G34.

## **MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE BANKING SECTOR AND THE DETERMINANTS OF VALUE CREATION: BIBLIOGRAPHICAL ANALYSIS FROM THE WEB OF SCIENCE**

<sup>1</sup> Professora na área de Contabilidade e Finanças, é Doutora em Administração pela Universidade Federal de Lavras, Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo, Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa e Especialista em Docência do Ensino Superior pela Faculdade AVM/Universidade Cândido Mendes.

<sup>2</sup> Mestre em Administração pela Universidade Federal de Lavras, é Graduada em Administração Pública pela Universidade Federal de Lavras.

<sup>3</sup> Professor na área de Administração Financeira, é Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Lavras, Mestre em Administração pela Universidade Federal de Lavras, Bacharel em Administração pela Faculdades Integradas Adventistas do Estado de Minas Gerais e possui MBA em Administração, Finanças e Negócios pela Escola Superior Aberta do Brasil.

## **Abstract**

This study aims to identify the panorama of international scientific production on the mergers and acquisitions of the banking sector and what factors are identified as determinants of value creation in these operations. A bibliographic search was carried out and among the results there was a growth in the number of publications on the subject. The factors identified as determinants of value creation involve elements referring the scenario and economic moment in which such transactions occur, the banks' operation set, the relationship between the acquiring and acquired institutions, the way the transaction is transacted, and the specific characteristics of the banks involved.

**Keywords:** Mergers; Acquisitions; Value creation; Banking industry; Bibliographic analysis.

## **1 INTRODUÇÃO**

Em um cenário competitivo, os principais objetivos das empresas envolvem a busca por maior eficiência e criação de valor para seus proprietários. No contexto atual, tem se consolidado o movimento de formação de acordos, cooperação, alianças estratégicas e de fusões e aquisições (DÍAZ; AZOFRA; GUTIÉRREZ, 2008).

As operações de fusões e aquisições (F&A) são adotadas como parte de uma estratégia que visa ampliar o escopo e a atuação das empresas adquirentes e adquiridas. De forma geral, os potenciais ganhos gerados pelas operações de F&A são a grande motivação para a concretização de tais processos (BERNAD; FUENTELESAZ; GOMEZ, 2013). As empresas realizam F&A com o intuito de conseguirem rápida expansão, entrada em novos mercados e economias de escala, dentre outras vantagens. Entretanto, segundo Camargos e Camargos (2010), os processos de fusões e aquisições devem ser implantados com parcimônia, devido principalmente à complexidade de operacionalização e aos riscos envolvidos.

No setor bancário, observa-se que o movimento de F&A teve início em países desenvolvidos e apresentou um grande crescimento a partir da década de 1990, gerando um processo de consolidação sem precedentes entre as instituições financeiras (DÍAZ; AZOFRA; GUTIÉRREZ, 2008). Segundo Dunn, Intintoli e Mcnutt (2015), este movimento tem levado a uma redução significativa do número de bancos, dando lugar às grandes instituições financeiras com atuação global.

O processo de F&A se intensificou no setor bancário brasileiro a partir de 1994, seguindo a tendência mundial. Como afirmam Bergmann et al., (2015), a implementação do Plano Real levou à estabilização econômica no país, com o equilíbrio da inflação e das taxas de juros. Esse novo cenário mudou drasticamente o modelo de negócio bancário, que passou a aumentar sua oferta de crédito e a depender menos de receitas provenientes de operações de tesouraria, que eram comumente utilizadas nos períodos de hiperinflação.

As operações de F&A são realizadas na expectativa de que uma nova combinação dos ativos das empresas envolvidas será mais produtiva do que a soma de suas partes (PIRES, 2011). Conforme Seth (1990), quando o valor da entidade combinada ultrapassa a soma dos valores das firmas isoladas, ocorre a criação de valor ou sinergia. Em relação às F&A bancárias, não existe consenso na literatura sobre a criação de valor dessas operações, e há indícios de que algumas características específicas dos bancos envolvidos ou do cenário em que se inserem podem influenciar nesse processo.

Diante da relevância da criação de valor nas F&A no setor bancário, nota-se que a temática tem despertado cada vez mais o interesse de pesquisadores de diversas áreas de conhecimento. A atividade internacional de F&A apresenta um crescente volume de operações nos últimos anos, e o número de estudos científicos sobre o assunto tende a acompanhar esse crescimento.

Considerando esses aspectos, emerge a necessidade de um melhor entendimento sobre as características da produção científica que trata do tema e sobre os possíveis fatores que influenciariam na criação de valor em F&A. Nesse sentido, o presente estudo pretende responder a seguinte questão: qual o panorama da produção científica internacional sobre as F&A do setor bancário e quais fatores são apontados como determinantes da criação de valor nessas operações? Assim, será possível contribuir para a sistematização das características das publicações selecionadas e reunir um conjunto de evidências empíricas sobre os determinantes de criação de valor nas F&A bancárias, o que também fomenta uma discussão sobre o conhecimento produzido a respeito do tema e sobre os diferentes elementos que os bancos precisam levar em consideração ao planejarem suas estratégias de F&A.

Dessa forma, visando responder ao problema de pesquisa proposto, o estudo tem o objetivo geral de identificar o panorama da produção científica internacional sobre as fusões e aquisições do

setor bancário e quais fatores são apontados como determinantes da criação de valor nessas operações. O escopo da pesquisa consiste inicialmente em fazer um diagnóstico dos artigos publicados em periódicos indexados na base de dados Web of Science, considerada uma das principais bases científicas internacionais. Na sequência, são explorados especificamente alguns artigos que apresentam evidências empíricas sobre os determinantes da criação de valor no setor em questão.

O presente artigo está estruturado em cinco seções, sendo esta introdução a primeira. Na segunda seção, é apresentada a plataforma teórica que dá embasamento ao estudo, enquanto que na terceira seção são descritos os procedimentos metodológicos utilizados. A quarta seção evidencia e discute os resultados obtidos pela pesquisa. Já na quinta seção, são apresentadas algumas considerações finais pertinentes ao estudo.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Nessa seção, apresenta-se o arcabouço teórico que sustentou a realização do estudo. Inicialmente, são abordados conceitos relacionados à fusões e aquisições; na sequência, é apresentado o contexto dos processos de fusões e aquisições no setor bancário; por fim, são discutidos aspectos referentes à criação de valor em F&A bancárias.

### **2.1 Fusões & Aquisições**

Quando uma empresa decide expandir-se ou diversificar-se, existem dois principais caminhos possíveis: o crescimento interno ou as fusões e aquisições (PATROCÍNIO et al., 2007). Atividades de F&A têm sido relacionadas ao longo da sua história com características econômicas e culturais da época e do lugar onde se fazem presentes. O crescimento dessas atividades durante as décadas de 1980 e 1990 esteve fortemente vinculado a poderosas forças de mudança, tais como a tecnologia, os fatores de economia e eficiência (economias de escala, escopo, complementaridade), a globalização, as mudanças na organização industrial, o surgimento de novas indústrias, as formas de regulação/desregulação dos mercados e as condições econômico-financeiras favoráveis (WESTON; SIU; JHONSON, 2001).

Os termos “Fusões” e “Aquisições”, ou simplesmente F&A, denotam uma ampla gama de transações formalmente distintas. Conforme Teplý, Stárová e Černohorský (2010), uma aquisição é definida como uma transação na qual a companhia licitante adquire controle de propriedade sobre outra companhia, também chamada de empresa-alvo, porém ambas permanecem como entidades legalmente independentes. O processo de fusão, por outro lado, consiste em uma transação em que, após realizada, uma ou ambas as entidades envolvidas deixam de existir legalmente, e os acionistas das empresas incorporadas obtêm participações acordadas de uma única entidade sucessora (TEPLÝ; STÁROVÁ; ČERNOHORSKÝ, 2010).

Pode-se considerar que as três principais motivações para as fusões e aquisições, conforme apresentadas por Berkovitch e Narayanan (1993), são: “sinergia”, “agência” e “arrogância” (hubris). Os autores explicam que a motivação de “sinergia” se refere ao valor das firmas juntas, que deve ser maior do que a soma dos valores individuais das mesmas. Essa sinergia gera ganhos positivos para compradores e vendedores, uma vez que a empresa alvo não aceitaria uma proposta que fosse lhe causar prejuízos e a empresa compradora somente entraria no negócio se observar que obterá vantagens no processo.

A motivação de “agência” – que também pode ser entendida como motivação “gerencial”, de acordo com Seth, Song e Pettit (2000) – ocorre quando as operações de F&A são decorrentes de interesses pessoais dos gestores da empresa adquirente, gerando perdas para seus acionistas. Já a “arrogância” sugere que as aquisições podem ser motivadas por erros de avaliação, provocados pelo excesso de confiança dos administradores. Neste caso o gestor pode decidir pagar um valor excessivo na aquisição por considerar que terá excelentes ganhos, porém esta decisão não está pautada em evidências concretas. Esses dois tipos de motivações (“agência” e “arrogância”) tendem a levar à destruição de valor, gerando uma rentabilidade negativa ou nula (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

Os ganhos financeiros gerados por meio das atividades de F&A podem ser originados a partir de duas fontes principais: o aumento do poder de mercado e a busca por sinergia operacional e financeira (que pode ser alcançada por meio do aproveitamento de benefícios fiscais e substituição de gestores ineficientes, dentre outros aspectos.). Observa-se que o processo de criação de valor envolve tomar ações estratégicas para fazer o melhor uso dos recursos produtivos da empresa, na presença de restrições e oportunidades ambientais. Deyoung, Evanoff e Molyneux (2009) afirmam

que as melhorias induzidas pelas fusões e aquisições na eficiência operacional podem ser testadas a partir de diferentes metodologias, e estas podem contribuir de formas diversas para a identificação dos impactos gerados por tais operações.

## 2.2 O Setor Bancário e o Processo de Fusões e Aquisições

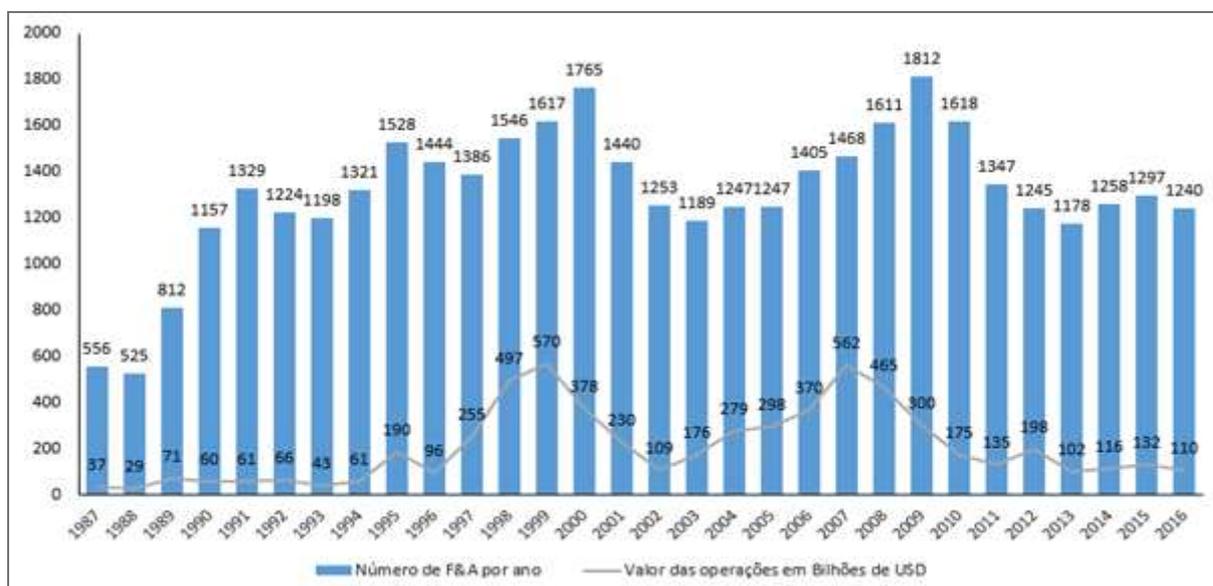
O setor bancário tem um papel fundamental no funcionamento dos sistemas econômicos, principalmente por sua função de intermediação financeira (CAMPOS; SOUZA; MATOS, 2015). O processo de globalização contribuiu para o desenvolvimento do setor financeiro mundial. Nesse contexto, o negócio bancário deixou de focar apenas na intermediação entre poupadores e tomadores de recursos financeiros, e passou também a explorar novos produtos e serviços. Conforme Belém e Gartner (2016), as evoluções nas tecnologias de comunicação também contribuíram para o desenvolvimento do setor bancário, a partir da criação de novos canais de atendimento aos clientes, como o *internet banking*, o *mobile banking* e os terminais de autoatendimento (ATM's), dentre outros.

A desregulamentação do setor bancário (simplificação das regras e regulamentações governamentais que restringem a operação das forças de mercado), aliada à globalização e às inovações tecnológicas, contribuiu para a ampliação das operações de Fusões e Aquisições (F&A) no setor bancário mundial (MICU; MICU, 2016). Nos Estados Unidos, o processo de liberalização e desregulamentação do setor bancário teve início entre os anos 1960/1970, levando as instituições a ganharem maior liberdade para gerir o próprio negócio e a buscarem novos mercados. Tal processo intensificou nos anos de 1980 e 1990, principalmente após a implementação da Lei *Riegle-Neal* (SCBHUA, 1994). Assim, as F&A passaram a ser utilizadas para a expansão de diversas instituições financeiras americanas (COSTA; SANTOS, 2014).

Ainda do ponto de vista da desregulamentação, observa-se que o setor bancário europeu era tradicionalmente caracterizado por uma forte regulação até meados da década de 1970. As instituições bancárias não tinham poder de decisão sobre um grande número de variáveis competitivas, como o número de mercados (países) em que poderiam operar ou as taxas cobradas pelos seus produtos vendidos e serviços prestados. A desregulamentação no setor começou no final da década de 1970 e se intensificou na década de 1980. Os processos de F&A no setor bancário europeu tiveram início no ano de 1988; desde então, passou a ser permitido que os bancos abrissem agências fora da região onde se encontravam as suas sedes (BERNAD; FUENTELESAZ; GOMEZ, 2013).

Assim, a partir da década de 1980 os processos de F&A envolvendo instituições bancárias se intensificaram em diversos países. Pode-se verificar a relevância desses processos ao se analisar tanto o número de operações realizadas quanto o valor de tais operações. No Gráfico 01, é apresentada a evolução das F&A no setor bancário mundial entre os anos de 1987 a 2016.

**Gráfico 01 – Evolução das fusões e aquisições no setor bancário mundial**



Fonte: IMAA (2017).

A partir do ano de 1990, o setor bancário, passou a ter mais de 1.000 operações de F&A por ano, como pode ser observado no Gráfico 01. Os anos com os maiores números de F&A foram 2009 e 2000, com respectivamente 1.812 e 1.765 operações. Já o ano em que foi movimentado o maior volume financeiro em operações de F&A foi 1999, em que os valores totais chegaram a de 570 bilhões de dólares. O ano de 2007 também se destacou, com o valor das operações chegando a 562 bilhões de dólares. Ainda se observa que, nos anos mais recentes, as operações de F&A no setor bancário continuam movimentando mais de 100 bilhões de dólares por ano.

No Brasil, as grandes transformações no setor bancário ocorreram após a década de 1990, mais precisamente após o ano de 1994, com a criação do Plano Real. A desregulamentação do setor bancário brasileiro permitiu a abertura à maior participação de bancos estrangeiros, o crescimento da internacionalização dos bancos brasileiros e a intensificação das F&A no setor. Como consequência, o setor bancário do Brasil apresentou um forte crescimento, ampliando sua relevância no cenário econômico nacional e internacional (MODRO; SANTOS, 2015).

A frequente ocorrência de F&A envolvendo instituições bancárias tem impactado na acelerada consolidação do setor. Nota-se que a transformação que os processos de F&A causam no setor bancário é resposta à necessidade dos bancos de serem maiores, mais diversificados e de oferecerem serviços mais abrangentes, para competirem globalmente (PIRES, 2011). Costa e Santos (2014) afirmam que a base do pensamento para a criação de bancos multinacionais pauta-se na ideia de que estes são mais eficientes e capazes de atender às novas demandas do mercado. Nesse sentido, os autores destacam que as F&A são eventos complexos e importantes, que estão reconfigurando o altamente competitivo e dinâmico setor financeiro.

### **2.3 Criação de Valor em F&A do Setor Bancário**

Conforme Seth (1990), o conceito de criação de valor é sinônimo do conceito de sinergia. Existe sinergia em uma aquisição quando o valor da entidade combinada ultrapassa a soma dos valores das firmas isoladas. Assim, ganhos sinérgicos representam as diferenças entre o valor da firma combinada e o valor do portfólio particular das duas firmas antes da combinação (SETH, 1990).

Os processos de F&A podem ser examinados sob a perspectiva da teoria econômica neoclássica, que afirma que uma nova combinação de ativos será mais produtiva do que a soma de suas partes; dessa maneira, os ganhos de sinergia são auferidos e a criação de valor no processo de F&A se torna o caminho mais curto para o crescimento e desenvolvimento de uma empresa (PIRES, 2011). A criação ou destruição de valor, porém, pode variar sistematicamente em função das estratégias adotadas em cada firma no que diz respeito ao tipo de fusão ou aquisição que se pretende realizar.

Diversas teorias oferecem contribuições sobre os efeitos das F&A no valor da empresa, sendo que Weston, Siu e Johnson (2001) apresentam uma rica discussão sobre os aspectos envolvidos nesses processos. As teorias sobre criação de valor cada vez mais utilizam os conceitos de eficiência e sinergia, buscando prever o valor da empresa após o anúncio de uma fusão ou aquisição. Por um lado, as teorias baseadas em valores crescentes argumentam que os anúncios de F&A provocam aumento no valor da empresa, enquanto que teorias baseadas em custos de agência prevêem que o valor das empresas tende a diminuir após a operação. Há ainda a hipótese que prevê que as F&A não têm efeitos sobre o valor da empresa, pois qualquer ganho para a empresa-alvo significaria apenas uma transferência de riqueza (WESTON; SIU; JOHNSON, 2001).

Seth (1990) argumenta que diferentes tipos de F&A possibilitam captar diferentes fontes de criação de valor, pois refletem mudanças distintas decorrentes de novas decisões operacionais, financeiras e de diversificação do risco, dentre outras. Especificamente no cenário do setor bancário, nota-se que os bancos se envolvem em operações de F&A no intuito de aumentar sua escala de operação, de modo a compensar o declínio nas margens de intermediação financeira. Assim, as instituições bancárias são incentivadas a realizar fusões e aquisições com outras instituições, bancárias e não-bancárias, para possível aproveitamento de economias de escala e para diversificação de riscos (HAWKINS; MIHALJEK, 2001).

As F&A deste setor são também influenciadas no mundo inteiro pelas autoridades antitrustes e pelos bancos reguladores. Conforme Al-Sharkas, Hassan e Lawrence (2008), há um grande interesse em relação a se tais operações aumentam a eficiência dos bancos, e se esse aumento de eficiência pode ocorrer em decorrência do aumento de escala ou de uma combinação de resultados que tornam os bancos mais lucrativos que antes da integração. Além disso, os bancos ainda poderiam conduzir os ganhos de eficiência pela mudança do *mix* de entradas e saídas, de maneira a otimizar os custos e as receitas obtidas (AL-SHARKAS; HASSAN; LAWRENCE, 2008).

Nota-se que a combinação dos recursos especializados das empresas envolvidas, juntamente com as oportunidades e condicionalismos ambientais, fornece a base para a criação de valor nas fusões e aquisições. Com isso, uma série de investigações empíricas têm sido desenvolvidas para explicar como a combinação de diversas características específicas das empresas ou do cenário em que se inserem podem influenciar na criação de valor em processos de F&A. No setor bancário, pode também haver fatores específicos que sejam determinantes para a criação de valor nessas operações, sendo fundamentais para a compreensão sobre em que condições as F&A tornam-se vantajosas para as instituições bancárias.

### 3 METODOLOGIA

Essa seção contempla os aspectos metodológicos referentes ao desenvolvimento do estudo, descrevendo a caracterização da pesquisa, os critérios para a coleta de dados e os procedimentos de análise que foram adotados.

#### 3.1 Caracterização da Pesquisa

Para atingir o objetivo proposto, efetuou-se uma pesquisa que pode ser caracterizada como bibliográfica. Conforme Gil (2010), esse tipo de pesquisa é elaborado com base em materiais já publicados. No presente estudo, tais materiais consistem em artigos científicos publicados em diversos periódicos. O estudo também é caracterizado como descritivo, tendo como objetivo descrever as características de uma determinada população ou fenômeno (MARTINS, 2002). Neste caso, o foco recai sobre a análise da produção científica que trata de fusões e aquisições no setor bancário, enfatizando aspectos relacionados à criação de valor em tais operações.

A pesquisa foi subdividida em duas etapas. Na primeira delas, utilizou-se a análise bibliométrica, que se pauta no estudo dos aspectos quantitativos da produção, bem como na divulgação e uso da informação registrada (TAGUE-SUTCLIFFE, 1992). Conforme enfatizado por Greenhalgh (1997), esse tipo de análise deve conter objetivos, materiais e métodos claramente explicitados, além de ser conduzido por meio de uma metodologia clara e reproduzível.

Já na segunda etapa da pesquisa, foi efetuada uma revisão sistemática de literatura. Esta forma de pesquisa utiliza a literatura sobre determinado tema como fonte de dados, e disponibiliza um resumo das evidências encontradas mediante a aplicação de métodos explícitos e sistematizados de busca, a apreciação crítica dos dados e a síntese da informação identificada (SAMPAIO; MANCINI, 2007).

#### 3.2 Procedimentos para a Busca e Seleção dos Artigos

Os dados empregados no desenvolvimento do estudo são secundários, e foram obtidos a partir dos artigos publicados em periódicos. Optou-se por efetuar a busca de trabalhos que tivessem sido publicados em periódicos científicos indexados à base de dados *Web of Science* (coleção principal), da *Thomson Reuters*. A delimitação desta base foi efetuada considerando sua relevância e confiabilidade, uma vez que ela se destaca no cenário acadêmico e contém mais de 12.000 periódicos indexados.

Inicialmente, foram definidos os critérios de busca para identificar a produção científica sobre a temática de fusões e aquisições no setor bancário. Optou-se por utilizar termos de busca em inglês, que se referem à fusão (*merger*), à aquisição (*acquisition*) ou à expressão F&A (*M&A*), combinados com termos referentes a bancos (*banks*) ou a instituições financeiras (*financial institutions*). Os termos foram pesquisados nos títulos dos artigos, utilizando a opção de “pesquisa avançada” disponível no endereço eletrônico da *Web of Science* (THOMSON REUTERS, 2017).

A busca foi configurada de forma que abrangesse os termos tanto no singular quanto no plural, bem como as variações de palavras com o radical “*bank*” (referente a bancos). Os operadores booleanos *OR* e *AND* foram empregados para que se capturasse artigos que tivessem em seu título pelo menos um dos termos referentes a F&A juntamente com um dos termos referentes a bancos ou a instituições financeiras. No Quadro 01, apresenta-se a configuração da pesquisa efetuada.

## Quadro 01 – Expressão utilizada para a busca avançada dos artigos no site da *Web of Science*

TI = (((merger OR acquisition OR M&A) AND (bank\*)) OR ((merger OR acquisition OR M&A) AND (financial\_institution)))

Fonte: Elaborado pelos autores.

Assim, foram identificados os trabalhos que continham, em seus títulos, palavras referentes a fusões e/ou aquisições no setor bancário. A busca foi refinada utilizando os critérios de tipo de trabalho e ano de publicação, sendo selecionados os artigos científicos que foram publicados até o ano de 2016. O período até 2016 foi definido por ser o ano completo mais recente para o qual os dados estavam disponíveis no momento da realização da pesquisa. A busca e seleção dos trabalhos foi executada no dia 10 de fevereiro de 2017.

Seguindo os critérios mencionados, foram identificados 398 artigos que tratam do tema investigado, e estes compõem a amostra final analisada na pesquisa. Efetuou-se o *download* de cada um desses trabalhos (em formato .pdf), por meio dos *websites* dos periódicos correspondentes. Na sequência, foram desenvolvidas as análises dos dados obtidos.

### 3.3 Procedimentos para a Análise dos Dados

As análises foram realizadas em duas etapas distintas. Na primeira etapa da pesquisa, todos os 398 artigos foram avaliados, de forma a identificar algumas características gerais da produção científica sobre fusões e aquisições no setor bancário. Foi elaborado um instrumento de coleta de dados para a extração das informações referentes a cada artigo, a exemplo do proposto por Fakis et al. (2014). Tal instrumento consistiu em uma planilha eletrônica que continha as categorias das características a serem analisadas em cada artigo. Após o preenchimento da planilha, foi feita uma síntese identificando: a evolução temporal da produção; os países de origem dos trabalhos; os periódicos com maior volume de publicações; e quais os trabalhos mais citados pelos 398 artigos da amostra. Dessa forma, identificou-se o panorama geral da produção científica internacional sobre as F&A envolvendo bancos.

Na segunda etapa da pesquisa, foram analisadas as particularidades dos artigos que apresentam evidências empíricas sobre os determinantes da criação de valor (ou sinergia) em fusões e aquisições do setor bancário. A opção por explorar esses estudos foi feita considerando a relevância, dentro da temática de F&A, dos fatores que podem influenciar a criação de valor. Para selecionar tais artigos, partiu-se dos 398 artigos anteriormente selecionados e procedeu-se a identificação daqueles que continham os termos “*value creation*” (criação de valor) ou “*synergy*” (sinergia) em seus títulos, palavras-chave ou resumos. Esse primeiro procedimento resultou em 19 artigos, os quais foram lidos na íntegra e analisados de forma a selecionar especificamente os trabalhos que apresentassem evidências empíricas sobre os determinantes da criação de valor em F&A do setor bancário. Por meio de tais critérios, foram selecionados os 7 artigos que são explorados de forma mais detalhada na presente pesquisa.

Para estes trabalhos, foram investigados os elementos referentes às seguintes categorias: anos de publicação, objetivos dos estudos, amostras investigadas e as principais técnicas de análise aplicadas. Além disso, foram analisadas as evidências empíricas relacionadas a variáveis (características específicas das empresas ou do cenário em que se inserem) apontadas como aquelas que influenciaram na criação de valor para as amostras estudadas. Finalizando as análises, foi elaborada uma síntese qualitativa apontando as principais contribuições dos estudos em relação aos fatores que podem determinar a criação ou a destruição de valor em operações de F&A no setor bancário.

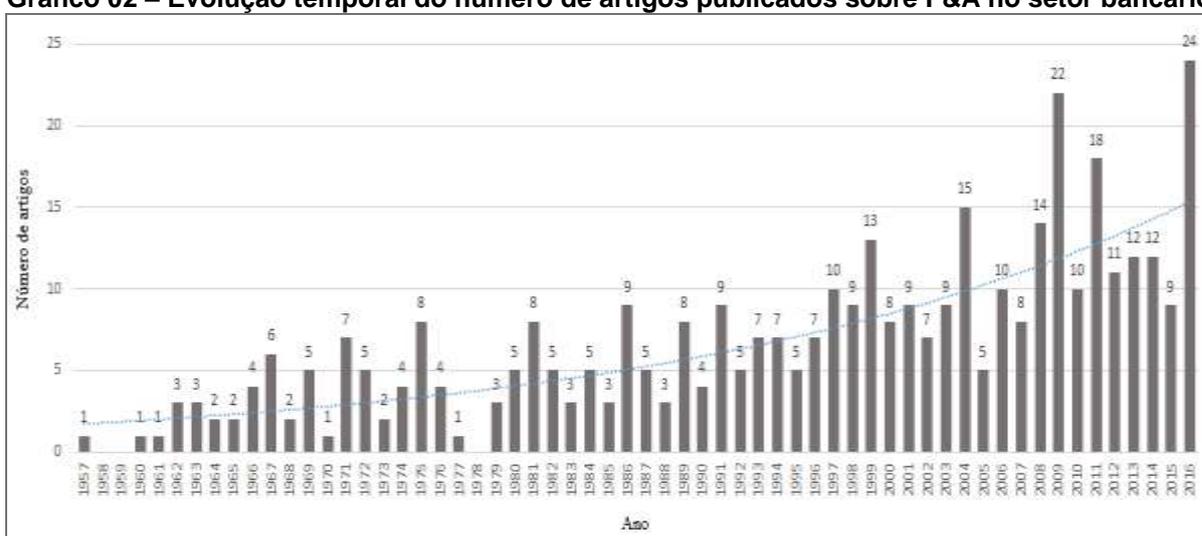
## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

As evidências obtidas pela pesquisa estão agrupadas em dois subtópicos. No primeiro deles, apresentam-se os resultados referentes aos 398 artigos que abordam a temática, enquanto que no segundo subtópico discorre-se sobre os resultados em relação aos artigos que tratam especificamente da criação de valor nesse tipo de operações.

### 4.1 Produção Científica sobre Fusões e Aquisições no Setor Bancário

A análise da distribuição dos artigos ao longo dos anos revela que o trabalho mais antigo da amostra foi publicado em 1957. Este é o artigo de Funk (1957), que discute a legislação antitruste que estava vigente na época, nos Estados Unidos, e seus efeitos nas fusões e aquisições bancárias. Já nas décadas seguintes, houve um aumento substancial no volume de artigos que abordaram as F&A no setor bancário. A representação gráfica da evolução temporal das publicações é apresentada no Gráfico 02.

**Gráfico 02 – Evolução temporal do número de artigos publicados sobre F&A no setor bancário**



Fonte: Elaborado pelos autores.

Embora o número de publicações varie ao longo dos anos, observou-se que há uma tendência de crescimento (conforme explicitada no Gráfico 02). Foram 29 trabalhos publicados na década de 1960, 35 na de 1970, 54 na de 1980 e 76 na de 1990. Já a década de 2000 se destacou com um grande volume de artigos, totalizando 107.

A tendência de aumento é ainda mais acentuada a partir da década de 2010, para a qual se observa que, de 2010 a 2016 (ou seja, em 7 anos), foram publicados 97 trabalhos. Até o momento, o ano com o maior número de publicações foi justamente 2016, o mais recente que foi abordado na pesquisa.

Os Estados Unidos foram o país pioneiro na pesquisa sobre F&A no setor bancário, e também se destacaram como aquele que tem o maior número de trabalhos sobre a temática. Na Tabela 01, constam os resultados referentes ao número de artigos por país, englobando os 10 principais identificados.

**Tabela 01 – Número de artigos por país de origem**

<b>País de origem</b>	<b>Número de Artigos</b>	<b>Percentual da Amostra</b>
Estados Unidos	156	39,2%
Inglaterra	25	6,3%
Itália	14	3,5%
Espanha	12	3,0%
Canadá	11	2,8%
Taiwan	11	2,8%
Alemanha	11	2,8%
China	8	2,0%
Austrália	7	1,8%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Além dos Estados Unidos, cuja produção corresponde a 39,2% dos artigos analisados, nota-se que países da Europa apresentam uma produção significativa sobre a temática: Inglaterra, Itália, Espanha e Alemanha tiveram mais de 10 artigos cada. Outros países que também se destacaram foram Canadá, Taiwan, China e Austrália, conforme pode ser observado na Tabela 01. Nesse sentido, identificou-se que o interesse científico sobre as fusões e aquisições no setor bancário vem se expandindo para diversas regiões do mundo, e os 398 artigos analisados tiveram origem em 43 diferentes países. Vale mencionar que a amostra contém 2 trabalhos de origem brasileira.

Já em relação aos periódicos que publicaram o maior número de artigos, houve destaque para o *Journal of Banking & Finance* e o *Banking Law Journal*. Os resultados para a maior publicação de artigos, conforme os periódicos de origem, são demonstrados na Tabela 02. Essa tabela contempla todos aqueles que publicaram 10 ou mais dos artigos analisados.

**Tabela 02 – Número de artigos por periódicos que mais publicaram**

<b>Nome dos Periódicos</b>	<b>Número de Artigos</b>	<b>Percentual da Amostra</b>
<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	40	10,1%
<i>Banking Law Journal</i>	38	9,5%
<i>Journal of Financial Services Research</i>	13	3,3%
<i>Business Lawyer</i>	12	3,0%
<i>Journal of Financial Economics</i>	10	2,5%
<i>Journal of Money Credit and Banking</i>	10	2,5%

Fonte: Elaborada pelos autores

Observa-se que, dentre os 6 periódicos com maior número de publicação sobre o tema, 5 são voltados especificamente para estudos sobre bancos/instituições financeiras. Apenas o *Business Lawyer* não tem como foco o setor bancário, mas sim questões jurídicas. A legislação dos países e demais aspectos normativos exercem influência sobre os processos de F&A, o que justifica o alto número de artigos sobre o tema publicados nesse periódico.

Outro aspecto relevante identificado nessa primeira etapa da pesquisa consiste em quais são os principais trabalhos citados pelos 398 artigos da amostra. Observou-se que 5 trabalhos foram citados por mais de 30 dos artigos, como apresentado na Quadro 02.

**Quadro 02 – Trabalhos mais citados pelos artigos da amostra selecionada**

<b>Título do Artigo</b>	<b>Autores</b>	<b>Periódico</b>	<b>Ano</b>	<b>Citado por</b>
<i>The consolidation of the financial services industry: causes, consequences, and implications for the future</i>	Berger, A. N.; Demsetz, R. S.; Strahan, P. E.	<i>Journal of Banking and Finance</i>	1999	57
<i>The overall gains from large bank mergers</i>	Houston, J. F.; Ryngaert, M. D.	<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	1994	38
<i>Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense</i>	Berger, A. N.; Humphrey, D. B.	<i>The Antitrust Bulletin in</i>	1992	37
<i>The effects of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function</i>	Akhavein, J. D.; Berger, A. N.; Humphrey, D. B.	<i>Review of Industrial Organization</i>	1997	34
<i>Changes in corporate performance associated with bank acquisitions</i>	Cornett, M. M.; Tehranian, H.	<i>Journal of Financial Economics</i>	1992	33

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esses artigos podem ser considerados relevantes para a temática de F&A no setor bancário, uma vez que foram muito citados pelos trabalhos que compõem a amostra da pesquisa. O estudo mais citado, de Berger, Demsetz e Strahan (1999), traz uma ampla abordagem sobre as instituições bancárias, tendo se tornado uma importante referência para a área. A principal contribuição desse artigo consiste em projetar uma estrutura para avaliar as causas, consequências e implicações da consolidação do setor de serviços financeiros, além de uma revisão da literatura existente no contexto deste quadro (abrangendo mais de 250 referências).

O segundo trabalho mais citado, de Houston e Ryngaert (1994), trata especificamente dos ganhos globais (a média ponderada dos ganhos para os adquirentes e os alvos) de uma amostra de fusões bancárias. Os autores também demonstram as características das fusões que o mercado percebe como mais valiosas, dando suporte a outros estudos que investigam fatores que influenciam a possível criação de valor gerada por F&A.

Já o artigo de Berger e Humphrey (1992), terceiro mais citado, analisa as implicações de custo-benefício de “mega-fusões” (F&A em que ambas as organizações excedem US\$ 1 bilhão em ativos) no setor bancário dos EUA. Os resultados de tal análise trazem importantes contribuições, principalmente ao se considerar que os bancos consolidados oriundos desse tipo de fusões podem dominar a indústria do futuro. O estudo de Akhavein, Berger e Humphrey (1997), quarto em número de citações, também analisa as “mega-fusões” bancárias, porém enfatizando os efeitos sobre a eficiência e os preços das fusões aplicando uma função de fronteira de lucro.

Por fim, o estudo de Cornett e Tehranian (1992) foi o quinto mais citado e examina o desempenho pós-aquisição de grandes fusões bancárias dos EUA entre 1982 e 1987. Dentre outros resultados, conclui que os bancos que passaram por F&A tendem a ter desempenho superior ao dos demais bancos do mercado, e esse melhor desempenho parece resultar de melhorias na capacidade de atrair empréstimos e depósitos, na produtividade dos funcionários e no crescimento lucrativo de ativos.

#### **4.2 Evidências sobre a Criação de Valor nas F&A do Setor Bancário**

Na segunda etapa da pesquisa, foi efetuada a análise detalhada de alguns artigos que apresentam evidências empíricas sobre os determinantes da criação de valor em F&A do setor bancário. Os 7 trabalhos abordados nessa etapa são apresentados no Quadro 03, bem como seus objetivos, a amostra abordada em cada pesquisa e as principais técnicas de análise utilizadas.

**Quadro 03 – Artigos com evidências empíricas sobre os determinantes da criação de valor em F&A do setor bancário**

Trabalho	Objetivo do estudo	Amostra	Principais Técnicas de Análise
Houston e Ryngaert (1994)	Examinar a percepção do mercado de ativos sobre as operações de F&A no setor bancário americano.	153 anúncios de operações F&A entre os anos 1985 a 1991 nos Estados Unidos.	Estudo de eventos e regressão multivariada (modelo OLS).
Díaz, Azofra e Gutiérrez (2008)	Analisar o efeito dos prêmios pagos sobre o valor da adquirida nas operações de F&A bancárias.	42 operações de F&A realizadas por bancos europeus entre os anos de 1995 e 2004.	Estudo de eventos e regressão multivariada (modelo OLS).
Becher (2009)	Examinar os componentes antecipados dos retornos dos bancos adquirentes, concentrando-se nos efeitos da desregulamentação interestadual ( <i>RiegleNealAct</i> de 1994).	Bancos dos Estados Unidos que realizaram fusões nos anos de 1990 (65 adquirentes, 114 alvos e 12 “ambos”).	Estudo de Eventos e regressão multivariada (modelo OLS).
Teplý, Stárová e Černohorský (2010)	Verificar se as transações de F&A no setor bancário podem ser justificadas pela criação de valor para os acionistas dos bancos envolvidos.	59 operações de F&A de bancos europeus entre os anos 1998 e 2007.	Estudo de eventos e comparações entre sub-amostras.
Asimakopulos e Athanasoglou (2013)	Examinar a criação de valor dos acordos de F&A entre bancos Europeus de 1990 até 2004.	F&A de bancos da Europa anunciadas entre 1990 e 2004 (170 adquirentes e 168 alvos).	Estudo de eventos e regressão multivariada (modelos OLS e Probit)
Dunn, Intintoli e McNutt (2015)	Investigar se as operações de F&A no período de crise diferem daquelas que ocorrem durante os períodos de estabilidade econômica.	118 F&A de bancos comerciais nos Estados Unidos entre os anos 2004 e 2010.	Estudo de eventos, estatísticas descritivas e regressão multivariada (modelo OLS).
Akkus, Cookson e Hortaçsu (2015)	Proporcionar novas estimativas de criação de valor em fusões, explorando as preferências reveladas de bancos envolvidos em fusões, a partir de um <i>framework</i> de mercados correspondentes.	Fusões bancárias dos Estados Unidos entre 1995 e 2005 (cerca de 1.500 observações).	Método de preferência revelada.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A partir da observação do Quadro 03, pode-se notar que, dentre os 7 artigos analisados, o mais antigo foi publicado em 1994, enquanto que os mais recentes foram publicados no ano de 2015. Os artigos exploram diferentes aspectos relacionados à criação de valor em F&A do setor bancário, o que se reflete nos objetivos de pesquisa apresentados.

Com relação aos países em que ocorreram as operações de F&A analisadas, verifica-se que 4 artigos abordaram bancos dos Estados Unidos (HOUSTON; RYNGAERT, 1994; BECHER, 2009; DUNN; INTINTOLI; MCNUTT, 2015; AKKUS; COOKSON; HORTAÇSU, 2015) e 3 investigaram bancos da Europa (DÍAZ, AZOFRA, GUTIÉRREZ, 2008; TEPLÝ; STÁROVÁ; ČERNOHORSKÝ, 2010; ASIMAKOPOULOS; ATHANASOGLU, 2013).

Já sobre a caracterização das amostras, parece não haver consenso na literatura sobre qual o tamanho ideal a utilizar. Teplý, Stárová e Černohorský (2010) argumentam que as 59 observações analisadas no seu artigo estão compatíveis com o número de observações selecionadas em trabalhos anteriores. Nota-se, ainda, que o trabalho que selecionou o maior número de observações foi o de Akkus, Cookson e Hortaçsu (2015), envolvendo todas as fusões bancárias entre 1995 e 2005 para as quais havia informações disponíveis (aproximadamente 1.500 observações).

Quando se trata das principais técnicas aplicadas para obtenção de evidências empíricas, observa-se a predominância do método de estudo de eventos (utilizado em 6 dos 7 artigos analisados). Uma explicação para a escolha desse método está amparada na sua finalidade, pois o modelo de estudo de evento busca compreender e analisar o impacto que um evento específico gera em uma variável qualquer (BERGMANN et al., 2015). Assim, o uso do estudo de eventos nos artigos se propôs a estimar os retornos anormais, ou seja, a diferença entre os retornos esperados e os efetivamente obtidos, como parâmetro estabelecido para “captar” a reação do mercado de ativos

frente aos anúncios de F&A durante certo período de tempo. Conforme afirmam Teplý, Stárová e Černohorský (2010), os resultados do estudo de eventos podem representar as expectativas dos acionistas em relação à criação e/ou destruição de valor, o que os autores acreditam ser a melhor e mais direta medida da rentabilidade geradas nas operações (ou da criação de valor).

Outra técnica muito utilizada nos artigos foi a regressão multivariada, presente em 5 deles. O uso das regressões nos trabalhos visou identificar se determinadas variáveis possuem influência sobre os retornos anormais associados às operações de fusões e aquisições. As variáveis que exercem tal influência são consideradas os determinantes da criação de valor.

Vale destacar que o artigo de Akkus, Cookson e Hortaçsu (2015) aplicou uma técnica de análise diferente em relação aos demais, baseando-se no método de preferência revelada. Segundo os autores, o método aplicado usa as características de cada banco, juntamente com as transferências observadas entre adquirentes e alvos, para estimar o valor das fusões e aquisições que ocorrem.

Partindo para a análise dos fatores que os artigos apontaram como aqueles que influenciam na criação ou destruição de valor nas F&A bancárias, observou-se que tais artigos apontam evidências referentes a diferentes variáveis. Uma síntese dos determinantes identificados é apresentada no Quadro 04.

**Quadro 04 – Determinantes da criação de valor em F&A bancárias - evidências empíricas apresentadas nos artigos analisados**

<b>Artigo</b>	<b>Fatores apontados como determinantes da criação de valor</b>
Houston e Ryngaert (1994)	Percentual do negócio financiado por ações, percentual do negócio financiado com diferentes tipos de ações (ordinárias ou preferenciais), ano da operação de F&A, sobreposição dos mercados, os bancos envolvidos terem uma rentabilidade (retorno sobre o ativo) superior à média do setor.
Díaz, Azofra e Gutiérrez (2008)	Prêmios pago sobre o valor da adquirida, percentual que o banco adquirente possui do adquirido antes da operação.
Becher (2009)	Desregulamentação ( <i>Riegle Neal Act</i> de 1994); diversificação geográfica (aquisição de alvos em diferentes estados).
Teplý, Stárová e Černohorský (2010)	Tamanho relativo dos bancos envolvidos na transação, forma de pagamento da transação.
Asimakopoulos e Athanasoglou (2013)	Operação ser entre bancos do mesmo país (F&A domésticas), rentabilidade dos bancos, tamanho dos bancos, risco de crédito, eficiência e percentual das receitas de juros em relação às receitas totais dos bancos envolvidos.
Dunn, Intintoli e Mcnutt (2015)	Adequação de capital, qualidade dos ativos, eficiência na gestão, preço das ações da empresa alvo antes do anúncio da operação.
Akkus, Cookson e Hortaçsu (2015)	Tamanho dos bancos envolvidos, concentração de mercado, existência de mercados sobrepostos, número de filiais, efeitos de rede entre as filiais.

Fonte: Elaborado pelos autores

A partir do Quadro 4, pode-se observar diversos fatores, tanto específicos dos bancos quanto referentes ao cenário em que se inserem, que influenciam na criação de valor dos processos de F&A bancárias. O primeiro trabalho analisado, de Houston e Ryngaert (1994), analisou a percepção do mercado em relação a um conjunto de operações de fusões e aquisições bancárias americanas. Para tais autores, o mercado responde positivamente às fusões na qual os bancos envolvidos apresentam uma rentabilidade (retorno sobre o ativo) superior à média do setor. Quando um banco com bom desempenho e lucrativo (em relação ao setor) adquire um outro banco com desempenho igual ou superior, o mercado reage positivamente a esse tipo de F&A.

O ano em que as operações de F&A foram consolidadas influenciou a percepção do mercado. De acordo com Houston e Ryngaert (1994), as operações de fusões bancárias feitas em anos de maior estabilidade econômica criaram mais valor do que aquelas feitas em anos de instabilidade econômica.

A sobreposição no setor também foi um fator que influenciou positivamente na criação de valor das F&A. Isso sugere que as fusões entre bancos que possuem agências nas mesmas

localidades são percebidas como mais lucrativas do que as fusões envolvendo bancos que operam em localidades diferentes. Segundo Houston e Ryngaert (1994), a forma como as instituições utilizam as ações para financiar as operações de F&A é outro fator que influencia na criação de valor. O uso de ações ordinárias ou preferenciais resulta em retornos mais positivos, por parte do mercado, se comparado ao uso de debêntures. Porém, o uso de um grande volume de ações (independentemente de serem preferenciais ou ordinárias) resultou, na maioria das vezes, em retornos negativos.

O trabalho de Díaz, Azofra e Gutiérrez (2008) analisou o efeito dos prêmios pagos sobre o valor das empresas adquiridas nas operações de F&A bancárias. Segundo os autores, embora esta variável possa ser um dos fatores-chave para explicar a criação de valor nos processos de fusões e aquisições, ela não é comumente utilizada na literatura. Os resultados demonstram que os prêmios pagos podem influenciar na criação de valor nas operações de F&A bancárias. Para esses autores, é importante que a empresa adquirente faça a correta avaliação do prêmio que será pago na operação, visando reduzir perdas futuras para os acionistas advindas da superestimação.

Além disso, Díaz, Azofra e Gutiérrez (2008) reforçam que o percentual que a empresa adquirente possui da empresa-alvo pode influenciar na criação de valor, uma vez que os gestores teriam informações privilegiadas e poderiam gerar superestimação nos prêmios (por acreditarem que os resultados seriam superiores aos que realmente poderiam ser alcançados pela operação de F&A). Eles destacam que, para minimizar esse problema, é necessário o aumento da transparência nas operações de F&A, seguindo os princípios de governança corporativa.

O trabalho de Becher (2009) analisou os resultados de fusões e aquisições no contexto da implementação do *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994)*, ou *Riegle Neal*. Dentre outras medidas, essa norma eliminou as restrições geográficas às filiais interestaduais, facultando aos bancos a possibilidade de formar uma rede nacional de filiais e de atuar em todos os estados. O estudo examina os componentes antecipados dos retornos dos adquirentes e apresenta evidências de que as empresas adquirentes tiveram ganhos significativos após o *Riegle Neal*.

A aplicação dessa nova legislação é considerada um fator que influenciou significativamente na criação de valor das F&A nos Estados Unidos. Becher (2009) destaca que a grande reação do mercado em relação às ofertas de aquisição ocorreu durante a passagem do evento desregulador. Ao se considerar a segmentação por ramificação geográfica, concluiu-se que adquirentes de empresas alvo localizadas em vários estados tiveram ganhos significativamente maiores do que aqueles que adquiriram alvos de apenas um estado.

O autor ainda discute que a literatura documenta que as fusões de bancos reduzem os custos (pelo menos até certo ponto), mas que ela também evidencia que não há ganhos para os adquirentes quando se observa os retornos do período de anúncio. Assim, o trabalho propõe investigar os componentes de antecipação dos retornos do adquirente, e com tal análise mostra que de fato os adquirentes ganham com as fusões e que esses retornos positivos são antecipados. Tais resultados sugerem que, como os retornos dos adquirentes são antecipados, focar apenas em janelas de eventos estreitas subestima os ganhos aos adquirentes. Esta pode ser considerada uma contribuição importante para a realização de futuros estudos.

Já o trabalho de Teplý, Stárová e Černohorský (2010), analisando operações de bancos europeus, aponta que as operações de F&A que foram feitas com capital financiado criaram maior valor quando comparadas com as operações que foram feitas utilizando capital próprio da instituição adquirente.

Outra evidência do estudo é que as operações de F&A feitas entre instituições menores (ou seja, as operações com menores volumes financeiros) criaram mais valor se comparadas com as grandes operações (feitas por grandes instituições financeiras). Diante disso, os autores da pesquisa afirmam que os participantes do mercado de ações esperam maior criação de valor das F&A bancárias relativamente menores.

O trabalho de Asimakopoulou e Athanasoglou (2013) aponta que o fato de a operação ser realizada entre bancos do mesmo país é um dos fatores que afetam a criação de valor nas F&A de bancos da Europa, sendo que um efeito positivo sobre os retornos anormais gerados pelo anúncio da fusão é identificado quando o negócio é doméstico (se for comparado com operações envolvendo bancos de diferentes países). A rentabilidade dos bancos, mensurada pelo indicador de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) também exerce influência sobre a criação de valor, assim como o tamanho dos bancos envolvidos no negócio. Os resultados do estudo indicam que os negócios entre bancos de menor porte ou menos rentáveis podem ser mais benéficos. Ao mesmo tempo, fornecem uma indicação de que bancos maiores e mais rentáveis têm mais chances de criar valor para seus acionistas por meio da aquisição de bancos menores e menos rentáveis, uma vez que será mais fácil proceder eficientemente com a necessária reorganização necessária após a operação.

O risco de crédito e a eficiência dos bancos foram identificados como fatores que influenciam a criação de valor. O risco de crédito representa o quanto um banco é agressivo em sua expansão e/ou quão avançados são seus sistemas de gestão de risco, e esse fator impacta positivamente na criação de valor da operação. Isto ocorre porque, em ambos os casos, um acordo pode facilitar a transferência de *know-how*, proporcionando também benefícios de diversificação. Já a eficiência se refere a como um banco utiliza suas despesas para gerar renda, sendo que um banco eficiente pode transferir suas habilidades superiores para outro banco envolvido na F&A, numa tentativa de a entidade global realizar potenciais de eficiência. Porém, os resultados indicam que um banco relativamente mais eficiente entrar em um acordo de F&A diminui a probabilidade de criar retornos anormais positivos, havendo indícios de que os acionistas de um banco eficiente podem ficar preocupados com as perspectivas do negócio.

O estudo também fornece evidências de que um negócio envolvendo um banco com um auto percentual das receitas de juros em relação às receitas totais (ou seja, um banco que se concentra em uma fonte de renda relativamente estável) pode agregar valor aos acionistas. Um negócio envolvendo dois bancos com esse percentual elevado pode resultar na criação de riqueza devido ao efeito do foco do produto, gerando economias de escala.

O trabalho de Dunn, Intintoli e McNutt (2015) identificou que, por causa dos altos custos com a adequação de capital das instituições financeiras, as operações de fusões no período de crise apresentam características diferentes daquelas que ocorrem em períodos de estabilidade econômica. Os resultados evidenciaram que, em F&A que foram feitas em períodos de estabilidade econômica, a criação de valor é maior tanto para as instituições adquirentes quanto para os alvos. Segundo os autores, isso ocorre porque em períodos de estabilidade econômica as empresas adquirentes procuram alvos relativamente maiores e oferecem maiores prêmios sobre o valor da adquirida.

O estudo também aponta que, em períodos de crise, a ineficiência na gestão do banco-alvo se traduz numa criação de valor geral mais elevada se comparado com os períodos de estabilidade. Além disso, a baixa qualidade dos ativos do banco-alvo se traduz em menores prêmios sobre o valor da adquirida, ocasionando também menores retornos das ações do banco-alvo e menor valorização global durante a crise financeira.

Por fim, o trabalho de Akkus, Cookson e Hortaçsu (2015) apresenta evidências empíricas de que o tamanho, a concentração de mercado, a existência de mercados sobrepostos, o número de filiais e os efeitos de rede entre as filiais são fatores determinantes para a criação de valor em fusões e aquisições bancárias. Em relação ao tamanho, os resultados sugerem que um maior número de ativos e filiais no banco-alvo contribui positivamente para a criação de valor; mas isso também depende do tamanho do banco adquirente, e deve-se considerar que há um custo para gerenciar mais ativos e mais filiais.

Ao se considerar a estrutura do mercado, notou-se que a maior concentração de mercado aumenta o potencial de criação de valor, permitindo que o banco combinado extraia lucro adicional. Ainda se observou que os bancos obtêm significativamente maior valor se o adquirente e o alvo tiverem mercados mais sobrepostos. Esse resultado sugere que os bancos que se fundem podem obter melhores eficiências operacionais quando os bancos-alvo e os adquirentes têm filiais na mesma área geográfica. Os autores do estudo afirmam que estas eficiências decorrem mais provavelmente de economias em custos indiretos (como os de publicidade, que podem ser distribuídos entre várias filiais) do que de reduções de custos geradas pelo fechamento de filiais.

Akkus, Cookson e Hortaçsu (2015) apontam, ainda, que uma rede de sucursais e clientes é mais valiosa à medida que o tamanho da rede cresce, sugerindo que um adquirente com muitas sucursais e clientes tiraria desproporcionalmente mais valor de um grande banco-alvo. Essas eficiências podem surgir da capacidade do banco combinado de abrigar despesas operacionais fixas, como publicidade e redes ATM, tanto provenientes do banco adquirente quanto dos bancos-alvo. Assim, os resultados do estudo indicam que tanto a eficiência quanto o poder de mercado justificam criação de valor nos processos de F&A.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo identificar o panorama da produção científica internacional sobre as fusões e aquisições do setor bancário e quais fatores são apontados como determinantes da criação de valor nessas operações. Inicialmente, foram analisados 398 artigos publicados em periódicos indexados na *Web of Science*, a qual é considerada uma das principais bases científicas internacionais. Na sequência, foram investigadas as evidências empíricas de 7 artigos específicos, e apresentou-se uma discussão sobre fatores que podem ter influência na criação de valor nas operações de F&A do referido setor.

Ao se analisar o panorama da produção científica internacional que trata das F&A bancárias verificou-se que o número de publicações sobre a temática apresentou uma tendência de crescimento nas últimas décadas. Esse crescimento reflete a importância do tema no contexto econômico atual, levando em conta que o número de fusões e aquisições envolvendo instituições bancárias teve um considerável aumento a partir dos anos de 1990.

O presente artigo não tem a pretensão de generalizar os resultados acerca da temática ou de investigar todos os aspectos por ela envolvidos, mas buscou sistematizar algumas evidências relevantes para fomentar a discussão sobre as fusões e aquisições no setor bancário.

Os diferentes elementos mencionados devem ser levados em consideração ao se planejar estratégias de F&A no setor bancário, uma vez que tendem a influenciar na criação de valor para os acionistas das instituições envolvidas. Espera-se, desta forma, contribuir para o avanço do conhecimento sobre as F&A e seus impactos, bem como sobre as formas pelas quais este assunto é abordado na literatura acadêmica.

Considera-se que esta pesquisa apresenta algumas limitações, pois as análises foram efetuadas a partir da produção científica disponível em uma base de dados específica (a *Web of Science*), que foi previamente definida. Assim, artigos que não estivessem disponíveis nessa base não foram considerados. Da mesma forma, o estudo se restringiu à análise dos artigos que se enquadraram nos critérios de seleção especificados. Outra limitação consiste no fato de os determinantes apresentados terem sido investigados por meio de diferentes metodologias e considerando a realidade de amostras com características distintas, o que pode restringir os resultados obtidos pelos artigos analisados.

Sugere-se, para trabalhos futuros, ampliar as análises de forma a abranger artigos disponíveis em outras bases de periódicos (por exemplo, a *Scopus* e a *Science Direct*), estabelecendo comparações com os resultados encontrados na presente pesquisa. Além disso, trabalhos futuros podem se apropriar da identificação dos fatores determinantes levantados neste estudo, utilizando-os como variáveis explicativas para investigar a criação de valor em F&A bancárias que ocorrem em contextos ainda não explorados pela literatura.

## REFERÊNCIAS

- Akhavein, J. D., Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (1997). The effects of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function. *Review of Industrial Organization*, 12(1), 95-139.
- Akkus, O., Cookson, J. A., & Hortacsu, A. (2015). The determinants of bank mergers: A revealed preference analysis. *Management Science*, 62(8), 2241-2258.
- Al-Sharkas, A. A., Hassan, M. K., & Lawrence, S. (2008). The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of the US banking industry: further evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 50-70.
- Asimakopoulou, I., & Athanasoglou, P. P. (2013). Revisiting the merger and acquisition performance of European banks. *International Review of Financial Analysis*, 29, 237-249.
- Becher, D. A. (2009). Bidder returns and merger anticipation: evidence from banking deregulation. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 85-98.
- Belém, V. C., & Gartner, I. R. (2016). Análise Empírica dos Buffers de Capital dos Bancos Brasileiros no Período de 2001 a 2011. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 113-124.

Berger, A. N., Demsetz, R. S., & Strahan, P. E. (1999). The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future. *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), 135-194.

Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (1992). Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense. *The Antitrust Bulletin*, 37(3), 541-600.

Bergmann, D. R., Savoia, J. R. F., Souza, B., M., de & de Mariz, F. (2015). Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 17(56), 1105-1115.

Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(3), 347-362.

Bernad, C., Fuentelsaz, L., & Gomez, J. (2013). The consequences of mergers on the profitability of Spanish savings banks. *The Service Industries Journal*, 33(2), 266-278.

Camargos, M. A., de & Camargos, M. C. S. (2011). Análise da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, 1994 a 2010. In: *EnANPAD*. Rio de Janeiro.

Campos, K., Souza, M. M., & Matos, L. D. S. (2015). Impacto da crise econômica do crédito nos indicadores de desempenho dos maiores bancos brasileiros: uma análise entre os anos de 2005 a 2012. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 5(2).

Cornett, M. M., & Tehranian, H. (1992). Changes in corporate performance associated with bank acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 31(2), 211-234.

Costa, A. J. D., & de Santos, E. R. de S. (2014). Indústria bancária brasileira: evidência da formação de instituições financeiras multinacionais. *Revista de Economia Contemporânea*, 18(2).

DeYoung, R., Evanoff, D. D., & Molyneux, P. (2009). Mergers and acquisitions of financial institutions: a review of the post-2000 literature. *Journal of Financial services research*, 36(2-3), 87-110.

Díaz, B. D., Azofra, S. S., & Gutiérrez, C. L. (2008). Influencia de la prima sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones bancarias en Europa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 11(34), 81-106.

Dunn, J. K., Intintoli, V. J., & McNutt, J. J. (2015). An examination of non-government-assisted US commercial bank mergers during the financial crisis. *Journal of Economics and Business*, 77, 16-41.

Fakis, A., Hilliam, R., Stoneley, H., & Townend, M. (2014). Quantitative analysis of qualitative information from interviews: A systematic literature review. *Journal of Mixed Methods Research*, 8(2), 139-161.

Funk, C. W. (1957). Antitrust legislation affecting bank mergers. *The Business Lawyer*, 12(4), 496-507.

GIL, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa*. Atlas, São Paulo.

Greenhalgh, T. (1997). Papers that summarise other papers (systematic reviews and meta-analyses). *British Medical Journal*, 315(7109), 672-675.

Hawkins, J., & Mihajjek, D. (2001). The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability: an overview. *BIS papers*, 4, 1-44.

Houston, J. F., & Ryngaert, M. D. (1994). The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 18(6), 1155-1176.

Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances – IMAA (2017). *Mergers & Acquisitions in Banks*. Disponível em: <<https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries/>>. Consultado em 20/07/2018 às 14:25.

- Martins, G. D. A. (2002). *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. Atlas, São Paulo.
- Micu, A., & Micu, I. (2016). Mergers and Acquisitions in the banking sector during the financial crisis. *SEA-Practical Application of Science*, 4(2), 11.
- Modro, W. M., & dos Santos, J. O. (2015). A relação entre o retorno das ações ordinárias, métricas de desempenho e fatores econômicos: um estudo dos três principais bancos brasileiros entre 2001 e 2010. *Revista Administração em Diálogo-RAD*, 17(3), 33-58.
- Patrocínio, M. R., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2007). Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração*, 42(2), 205-215.
- Pires, M. G. (2011). *A integração pós-fusão dos sistemas e da tecnologia da informação nas fusões e aquisições em instituições bancárias* (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo).
- Sampaio, R. F., & Marcini, M. C. (2007). Estudos de revisão sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica. *Revista Brasileira de Fisioterapia*, 11(1), 83-89.
- Senate Committee on Banking – SCBHUA. (1994). *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Act of 1994*. Washington.
- Seth, A. (1990). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), 431-446.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of international business studies*, 31(3), 387-405.
- Tague-Sutcliffe, J. (1992). An introduction to informetrics. *Information processing & management*, 28(1), 1-3.
- Teplý, P., Starova, H., & Černohorský, J. (2010). Value creation of european bank mergers and acquisitions in the 1998–2007 period. *Journal of Economics*, 58(5), 458-470.
- Thomson Reuters. (2017). *Web of Science: Pesquisa avançada*. Disponível em: <[http://appswebofknowledge.ez26.periodicos.capes.gov.br/WOS\\_AdvancedSearch\\_input.do?SID=3B9s6GZAtv5syNBPnTe&product=WOS&search\\_mode=AdvancedSearch](http://appswebofknowledge.ez26.periodicos.capes.gov.br/WOS_AdvancedSearch_input.do?SID=3B9s6GZAtv5syNBPnTe&product=WOS&search_mode=AdvancedSearch)>. Consultado em 11/06/2018 às 18:40.
- Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring & corporate governance*. Prentice Hall, New Jersey.