

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: o caso Itaú-Unibanco

André Dias Ferrão Levy de Souza

Nº de Matrícula: 0620516

Orientador: João Manoel Pinho de Mello

Rio de Janeiro, 06 de dezembro de 2010.

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: o caso Itaú-Unibanco

André Dias Ferrão Levy de Souza

Nº de Matrícula: 0620516

Orientador: João Manoel Pinho de Mello

Rio de Janeiro, 06 de dezembro de 2010.

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri
para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando
autorizado pelo professor tutor”**

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a minha mãe Paula, ao meu pai Antonio, as minhas irmãs Renata, Natália e Thais e a minha namorada Fernanda pelo apoio durante todo o curso. Um agradecimento especial para a minha tia Eliane que me ajudou na conclusão desse trabalho.

“The road to happiness lies in two simple principles: find what it is that interests you and that you can do well, and when you find it put your whole soul into it-every bit of energy and ambition and natural ability you have.”

John D. Rockefeller III

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Resumo: O número de fusões e aquisições no Brasil vem crescendo de forma constante. Isso também é visível no setor bancário. Esse trabalho busca estudar especificamente a fusão Itaú-Unibanco, anunciada em novembro de 2011. Pretende-se analisar como as fusões e aquisições geram concentração de mercado. Posteriormente analisarei como os reguladores dos Estados Unidos, União Europeia e Brasil reagem a esse tipo de operação no setor bancário. Após, serão apresentados dados sobre a reação das empresas as fusões, no curto e no longo prazo. Finalmente realizarei testes empíricos para observar se houve aumento de poder de mercado no setor bancário em decorrência da fusão. Também será observado como o mercado de ações reagiu ao anuncio da fusão entre o banco Itaú e o Unibanco, analisarei se a fusão criou ou destruiu valor para os acionistas.

Palavras-Chave: bancos, concentração, fusão e aquisição.

Índice

I.	Introdução	6
II.	Poder de Mercado na Economia – Análise de Atos de Concentração	9
III.	Fusão Bancária nos Estados Unidos, na União Europeia e no Brasil	18
IV.	Como as Empresas reagem as Fusões	25
V.	Análise Empírica	31
VI.	Conclusão	35
VII.	Bibliografia	37

I. Introdução

O sistema bancário brasileiro vem sofrendo um processo de reorganização, principalmente após o advento do Plano Real, em 1994. Nos últimos anos, diversas fusões ocorreram dentro do setor, revelando que há um processo de consolidação na indústria bancária. “Esse processo é baseado principalmente na crença de que os ganhos podem ser adquiridos por meio de redução de custos, aumento de poder de mercado, redução de volatilidade e aumento no escopo e escala econômica” (Pilloff e Santomero, 1996).

As fusões e aquisições que ocorreram no mercado brasileiro não são um caso isolado. Esse processo de consolidação dos serviços bancários pode ser observado em diversos países. Para muitos especialistas, o que está acontecendo no Brasil faz parte de uma reestruturação do sistema bancário mundial. Entretanto, o mercado brasileiro tem suas peculiaridades e por isso pode ser considerado um modelo especial. Podemos citar como peculiaridade o fato de o país ter convivido durante décadas com um processo inflacionário que corroeu boa parte da economia produtiva do país. Some-se a isso o fato de o Brasil somente ter atingido a estabilidade macroeconômica no decorrer da década de 90, época em que todos os outros países estudados já se encontravam economicamente estáveis. Essa estabilização acarretou uma transformação no sistema financeiro brasileiro, acostumado à hiperinflação, e, em um primeiro momento, levou à bancarrota várias das firmas dependentes das transferências inflacionárias.

Posteriormente, a partir da virada do século, o Brasil deixou de correr riscos inflacionários, o resultou em uma mudança na política de juros altos que acompanhou o país durante todo o processo de estabilização financeira. No início do século XXI, a economia global também contribuía para um cenário favorável para o Brasil, com o aumento da oferta de crédito internacional (com conseqüente redução de juros) e a crescente demanda pelas importações brasileiras, principalmente por meio da agroindústria e da mineração. Durante esse movimento de reorganização do sistema pós-estabilidade, diversas instituições estrangeiras ingressaram em todos os setores da economia. Quando isso não ocorria de forma independente, tinha como objetivo buscar empresas para adquirir e, dessa forma, entrar no mercado brasileiro. Esse influxo de investidores estrangeiros também foi direcionado para o mercado bancário. A entrada dos novos participantes se dava de duas formas: ou as empresas começavam o negócio do zero, ou então adquiriam bancos brasileiros para assim iniciar suas operações no país.

Com um cenário de abertura econômica, entrada de novos competidores e queda de juros, as empresas brasileiras, privadas ou estatais, necessitavam de meios para se tornarem mais competitivas em um mercado completamente diferente da década anterior. A partir daí, podemos observar que os bancos brasileiros se modernizaram do ponto de vista tecnológico e com uma melhor qualidade de capital humano, tornando-se muito diferentes do que eram no começo da década de 90. Contudo, não foi apenas com uma melhor qualidade de serviço que as mesmas instituições líderes de mercado na época do Plano Real se mantiveram líderes de mercado 15 anos depois. Foi, entre outros fatores, por meio de fusões e aquisições que essas instituições ganharam *market share* para se manterem no topo do mercado. Mas, assim como as organizações se modernizaram para manter a liderança, as agências reguladoras também tiveram de se modernizar, a fim de manter o sistema bancário brasileiro competitivo, mesmo com seguidas aquisições ocorrendo no setor bancário.

No entanto, as análises de fusões dentro do sistema bancário não podem ter como base os mesmos parâmetros utilizados para os demais setores da economia. Visto que o sistema bancário, por meio da oferta de crédito, produz externalidades em todos os outros setores da economia, tanto os reguladores brasileiros como os reguladores dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (vale tratar as fusões no setor bancário de forma diferente das que ocorrem nos demais setores da economia. Além disso, a assimetria de informação inerente ao negócio bancário torna a dinâmica concorrencial dentro do setor algo extraordinário se comparado com qualquer outra atividade. Portanto, devido à alta complexidade do setor bancário, uma economia nacional moderna como a do Brasil exige que os reguladores desse setor tenham como método de análise o que de mais moderno existe no estudo de fusões e aquisições.

Em novembro de 2008 ocorreu o anúncio da fusão do Banco Itaú Holding Financeira S.A. e a União dos Bancos do Brasil S.A. (Unibanco), que, ao se concretizar, constituiu o maior banco privado do Brasil. Tendo em vista que essa fusão tem dimensões sem precedentes no mercado financeiro brasileiro, ela se torna um interessante *case* para estudo.

O objetivo deste trabalho é, então, analisar se essa fusão proporcionou algum ganho de poder de mercado tanto para os participantes da operação quanto para os outros bancos do sistema. Para cumprir seus objetivos, a monografia se divide em cinco capítulos, além da introdução. No segundo capítulo é realizado um estudo sobre o poder

de mercado e como ele é combatido pelas agências reguladoras. O terceiro capítulo analisa como as fusões no setor bancário são tratadas segundo a experiência dos Estados Unidos, da União Européia e do Brasil. O quarto capítulo descreve como as fusões costumam afetar as empresas em geral. No quinto capítulo é realizado um teste empírico, que tem como finalidade constatar se a fusão Itaú-Unibanco promoveu ou não um aumento no poder de mercado dentro do setor bancário. O ultimo capítulo do trabalho, por sua vez, traz uma conclusão baseada nos resultados obtidos pelo teste empírico.

II. Poder de Mercado na Economia – Análise de Atos de Concentração

A análise de casos de concentração nos diversos setores da economia tem como objetivo evitar um aumento de poder de mercado a partir de uma fusão horizontal. O arcabouço no qual esse estudo antitruste é baseado vem de experiências prévias dos países da OCDE (principalmente americanos), e forma o guia de análise da Seae/SDE (Ministério da Fazenda [2001]). Este guia cobre todos os setores da economia e busca proteger os direitos econômicos da população por meio da análise das fusões que porventura ponham em risco a liberdade econômica dos agentes.

O entendimento básico é de que há um risco à liberdade econômica quando há um aumento significativo de poder de mercado. Esse aumento pode ser mensurado a partir do Índice de Herfindahl-Hirschman¹ (HHI). Segundo o HHI, uma fusão que resulte em um aumento de pelo menos 50 pontos para um número final de pelo menos 1.800 justificaria uma investigação das agências reguladoras. Entretanto, segundo os padrões americanos, uma investigação no setor bancário só é aberta quando o aumento é igual ou superior a 200 pontos, tendo como números finais os mesmos 1.800 pontos dos outros setores da economia.

Entretanto, não é apenas com base no HHI que as agências reguladoras julgam os atos de concentração no Brasil. É necessário um estudo dividido em cinco etapas:

“ Etapa I: Definição de mercado relevante.

Etapa II: Determinação da parcela de mercado sob controle das empresas requerentes. Os atos que não gerarem o controle de uma parcela de mercado suficientemente alta obterão parecer favorável das Secretarias, sendo dispensável a continuação da análise. Os demais serão objeto de análise nas etapas subsequentes.

Etapa III: Exame da probabilidade de exercício de poder de mercado. Quando não for provável o exercício do poder de mercado, a concentração receberá parecer favorável. Quando for provável o exercício do poder de mercado, a concentração será objeto de investigação na Etapa IV.

Etapa IV: Exame das eficiências econômicas geradas pelo ato.

Etapa V: Avaliação da relação entre custos e benefícios derivados da concentração e emissão de parecer final. Quando as eficiências forem iguais ou

¹ O índice Índice de Herfindahl-Hirschman é obtido somando-se os quadrados das fatias de mercado das empresas participantes, e multiplicando-os por 10.000.

Ex: Um monopólio teria um índice HHI de 10.000, uma vez que $(100\%^2)*10.000=10.000$ e um duopólio perfeito teria um índice HHI de $((50\%^2)+(50\%^2))*10.000=5.000$.

superiores aos custos (efeito líquido não-negativo), as Secretarias emitirão parecer favorável à concentração. Quando as eficiências forem inferiores aos custos, a concentração será proibida ou terá condicionada sua aprovação à adoção de medidas consideradas necessárias e da capacidade de os agentes abusarem do poder de mercado obtido para que a análise do ato de concentração seja concluída. Estes pontos serão tratados nas seções a seguir. “

PORTARIA CONJUNTA SEAE/SDE N° 50, DE 1° DE AGOSTO DE 2001

Discorrerei brevemente sobre cada uma das etapas, uma vez que é necessário o entendimento do processo de análise de atos de concentração.

II.1 Mercado Relevante

Primeiramente, é necessária a definição de um mercado relevante no qual o regulador testará a hipótese de aumento de poder de mercado. A determinação de um mercado relevante é feita a partir do teste do “monopolista hipotético”, em que se considera uma área e um produto específico, sobre o qual o monopolista teria o poder de aumentar o preço do produto de forma “pequena, mas significativa e não transitório”.

Um exemplo de mercado relevante poderia ser o de dois supermercados em uma pequena cidade. Considerando que existem apenas esses dois supermercados e não há espaço para algum outro. Se, com a fusão desses dois supermercados, esse monopolista tivesse a oportunidade de aumentar os preços em 5% de forma não transitória, então este seria um mercado relevante para uma análise de ato de concentração horizontal.

Portanto, para que haja a definição de um mercado relevante, é necessário buscar um produto cuja empresa poderia gerar um aumento de preço. É claro que o correto seria o regulador testar todos os produtos da nova organização, mas isso não seria factível no mundo real. Desta forma, o agente regulador escolhe o principal produto, ou aquele no qual a nova firma poderá, em tese, promover um aumento nos preços.

Soma-se à busca de um produto específico a probabilidade de haver o abuso via *clustering*, ou elasticidade-cruzada, quando a nova empresa lucra com o aumento de preço tanto por meio deste quanto por meio dos consumidores que buscaram um substituto para o novo produto.²

A seguir, após definir o produto em estudo, o regulador buscará a área geográfica relevante, ou seja, a área onde a empresa poderia praticar aumento de preço

² Um caso de clustering seria quando a empresa A dona do produto líder α adquire a firma β dona do produto vice-líder B de mercado. Ao aumentar o preço de α alguns consumidores irão substituir α por β , que agora também é de propriedade da mesma empresa A, portanto fazendo com que o aumento de preço diminua o lucro do produto α , mas no agregado dos produtos ($\alpha + \beta$) a empresa terá maior.

dos produtos. O critério para a definição da dimensão geográfica pode variar, uma vez que pode haver poder de monopólio em certos mercados a nível nacional, e outros a níveis regionais ou municipais.

II.2 Determinação da Parcela de Mercado

Após a definição do produto e da área geográfica em que possa haver um aumento “pequeno, mas significativo, e não transitório”, o agente regulador determinará se a empresa tem participação suficiente no mercado para exercer esse tipo de aumento. Neste caso, o critério utilizado é justamente o HHI já descrito acima. Caso houver a constatação de que a fusão aumentará significativamente o nível de concentração do mercado o estudo prosseguirá, caso contrário o regular aprovará a operação.

III. 3 Probabilidade de Exercício de Poder de Mercado.

Havendo possibilidade de a nova empresa abusar do poder de mercado adquirido, o próximo passo na análise é determinar se essa possibilidade é factível, ou seja, determinar probabilidade desse aumento ocorrer. Para tanto, deve se observar o mercado em questão oferece alguma barreira à entrada. Analisarei aqui os três tipos de barreira à entrada existentes.

Tecnológicas

Barreiras tecnológicas estão presentes em todos os setores da economia. A barreira tecnológica será considerada alta quando os recursos necessários para a implementação de uma operação viável forem significativamente grandes.

Especificamente para o setor bancário pode-se considerar uma barreira tecnológica o número de agências disponíveis para o atendimento aos clientes, uma vez que essa estrutura é custosa e necessita de uma grande rede organizacional, também custosa, como apoio. Some-se ao número de agências o custo de uma larga rede de autoatendimento, fundamental para a operação dos bancos de varejo.

Além de uma estrutura física, o setor bancário necessita ter capacitação de pessoal para atender aos clientes empresariais, ou pessoas físicas de maior renda, uma vez que são esses os clientes que mais demandam serviços dos bancos. Esses clientes também utilizarão o banco pela internet ou por serviço telefônico, demandando ainda mais investimentos por parte de um possível entrante. Some-se à estrutura física e organizacional a gama de produtos e serviços que se espera de um banco, uma vez que os clientes estão à procura de um banco que tenha a capacidade de oferecer uma série de produtos, além de ser pela variedade de produtos que o banco pode se valer da renda

originária do *clustering*, ao concentrar em apenas um agente bancário todas as suas demandas financeiras.

Regulatórias

Uma barreira de entrada regulatória pode ser caracterizada, por exemplo, pela oferta de concessões de operação, caso do setor de mineração. No setor bancário, uma barreira regulatória pode ser caracterizada por uma regulamentação governamental, que poderia visar, entre outros aspectos, a saúde financeira das instituições. “A responsabilidade limitada faz com que as empresas em geral – e os bancos em particular – tenham incentivos desalinhados, e assumam mais risco que o desejado [Jensen de Meckling (1976)] Os casos do Saving and Loans Scandal, nos Estados Unidos, e a bancarrota do Banco Nacional (no Brasil) são apenas dois entre muitos exemplos disso” (De Mello (2005)) Desta maneira, é de interesse dos reguladores evitarem crises bancárias, que de várias maneiras podem afetar de forma substantiva toda a atividade econômica de um país.

Informacionais

São consideradas barreiras informacionais o conhecimento técnico que uma empresa detém do mercado. Uma vez que a maneira mais eficiente que os bancos têm de reduzir os custos é pela redução da assimetria de informação entre cliente-banco, a instituição que consiga uma quantidade suficientemente grande de informações sobre o mercado de clientes terá uma vantagem informacional significativa, o que de certa maneira serve como barreira à entrada de novos competidores.

Essa barreira informacional fará com que as instituições que possuem um maior conhecimento do mercado fiquem com os melhores clientes, restando aos entrantes os clientes duvidosos. Sabendo da dificuldade em diferenciar o bom do mau cliente, baseado nisso o possível entrante pode abandonar os planos de entrada no mercado.

Além da barreira à entrada, é necessário observar se a redução do número de competidores, inerente ao processo de fusão, será permanente e se essa redução promoverá uma alteração no regime de competição que se encontrava em vigor. Mercados onde a redução de um competidor altere um regime de competição para um de oligopólio, onde a probabilidade que se instalar um cartel seria significativamente maior, não contam com a simpatia dos reguladores.³

³ Uma demonstração do modelo desta teoria pode ser observada em DE MELLO, João Manoel (2005)

Mudança no Regime de Competição

O fato de haver uma fusão leva, necessariamente, a diminuição imediata do número de competidores no mercado. O regulador deve observar se essa mudança, dadas as barreiras à entrada, será revertida no curto ou no longo prazo. De qualquer maneira, a diminuição do número afetará de forma negativa a competitividade do mercado. Primeiro, pode haver uma diminuição do nível de competitividade. Podemos, por exemplo, utilizar o modelo de Cournot com competição via quantidade. Neste modelo, a saída de um competidor reduzirá a quantidade ofertada do produto ao mesmo tempo em que há um aumento do preço. Isso pode ser observado em Cabral (2000):

“(...) total outputs tends to decrease as a result of a merger. In particular, the combined output of the merged firms normally decreases”

Esse benefício de redução de oferta com aumento de preços beneficia os demais competidores do mercado, como Cabral também ressalta:

“In fact, nonmerging firms are the main beneficiaries from the merger: without having to incur any costs, they see the number of their competitors decrease by one, the nonmerging firms are, as it were, free-riding on the output reduction (and price increase initiated by the merging firms. As a well-known author put it ‘the promoter of a merger is likely to receive much encouragement from each firm-almost every encouragement, in fact, except participation’⁴”

A segunda contribuição que uma fusão pode ter para a redução da competição é exatamente a alteração do regime de competição existente no mercado. Isso ocorre quando a saída de um competidor torna a existência de um conluio tácito ou de um cartel possível de se sustentar⁵. O modelo mostra como a diminuição do número de competidores aumenta a possibilidade da formação de um oligopólio no mercado. De forma análoga, o modelo demonstra como a entrada de um novo competidor pode transformar um oligopólio em um mercado competitivo.

⁴ George Stigler. “Monopoly and Oligopoly by Merger” American Economic Review Proceedings 40 (Maio de 1950): 479-489.

⁵ Uma demonstração do modelo desta teoria pode ser observada em De Mello, João Manoel (2005)

Além de observar como a redução do número de competidores afeta da dinâmica de mercado, o regulador deve observar a demanda pelo bem, dado que “se o mercado relevante está de fato se expandido, então não há muita razão para preocupação”⁶. Isso significa que, se há uma concentração elevada no mercado, essa concentração não perdurará uma vez que o mercado se expandirá oferecendo oportunidades para novos entrantes participarem do mercado.

II.4 Eficiências

O regulador irá observar se a fusão gerará eficiências para o setor, preferencialmente reduções de custo marginal e não apenas a redução de custos médios. Isso pode ser visto por meio do alinhamento de interesses que poderão ser gerados após a fusão, caso não existissem no momento anterior.

Um exemplo seria uma fábrica de autopeças que no momento pré-fusão não faria um investimento em uma determinada máquina para a confecção de uma nova porta de carro. Ela não faria esse investimento uma vez que apenas uma montadora demandaria essa nova porta de carro (monopsônio). Caso a montadora adquira a fabricante de autopeças, haverá um alinhamento de interesses e a nova máquina poderá, então, ser comprada.

O regulador admitirá, além do exemplo citado acima, ganhos de eficiência advinda do aumento de escala e de escopo da produção, assim como ganhos de bem-estar econômicos que somente se tornaram possíveis pela fusão. Não serão aceitos ganhos pecuniários ou que resultem do aumento do poder de mercado dos agentes em questão.

II.5 Avaliação Custo-Benefício

Nesta etapa final o regulador calculará os ganhos obtidos pelo aumento da eficiência e as perdas advindas do aumento de concentração e de poder de mercado. Tem-se como objetivo do agente regulador no Brasil a maximização do bem-estar do consumidor e não necessariamente da economia como um todo. Portanto, a análise será feita de forma a calcular se houve um aumento ou uma diminuição no bem-estar do consumidor.

Após essa etapa, o ato de concentração pode ser aprovado sem restrições, aprovado com restrições ou não aprovado. No caso de aprovado com restrições, a fusão poderá ocorrer, mas somente se a nova firma se comprometer com algumas decisões do

⁶ De Mello, João Manoel (2005)

regulador – chamadas de “remédios” –, que podem ser a venda de um setor da nova empresa, a não fabricação de um produto ou qualquer outro “remédio” que o regulador ache necessário para manter o bem-estar do consumidor estável.

II.6 Defesas

Invariavelmente um ato de concentração será contestado pelo regulador. Caberá à empresa interessada apresentar defesas que para a fusão seja aprovada. Destacamos a seguir algumas das mais comuns dentro do setor bancário.

Eficiência Clássica

“A defesa típica é argumentar que a empresa fundida se tornará mais eficiente que as duas empresas separadas.” (De Mello (2006)) – não podemos usar vírgula antes do ano? De onde foi tirado o texto?) Essa argumentação abre caminho para duas linhas de pensamento, a saber: a nova empresa terá uma função de produção maior, algo que podemos chamar de eficiência-X; ou uma das empresas não é tão eficiente quanto a outra, e essa ineficiência-X, será eliminada com a união das empresas.

Esse tipo de defesa envolve o raciocínio de que as duas empresas, ao se fundirem, serão mais eficientes, uma vez que poderão oferecer os mesmos produtos a um custo menor ou ao mesmo custo para uma quantidade maior de pessoas. Apesar de ser bastante simples, o argumento é bastante forte. Se a firma pós-fusão gerar economias de escala e de escopo então haverá aumento da eficiência.

No caso de uma empresa eficiente adquirir outra menos eficiente pode alegar-se que haverá uma transmissão de eficiência, da compradora para a adquirida, o que caracterizaria ganhos de eficiência-X. Entretanto, para que essa defesa seja aceita, o regulador terá de contrabalancear o aumento da eficiência com o aumento do poder de mercado associado à fusão de duas firmas.

Efeito de Conglomeração.

O efeito de conglomeração estará presente em empresas que se possam complementar. Tomando como exemplo uma firma que venda sucos e outra refrigerantes, a nova empresa poderá unificar a produção em uma única fábrica ou ainda ter um benefício logístico ao produzir os dois produtos em duas fábricas. No setor bancário pode-se argumentar que haverá efeito de conglomeração se houver um aumento de economia de escopo, como seria o caso da fusão de um banco de investimentos com outro de varejo.⁷

⁷ Um modelo que pode representar o Efeito de Conglomeração pode ser observado em De Mello, João Manoel (2005).

Diversificação

O argumento de diversificação à primeira vista parece similar ao do efeito de conglomeração, explicado acima, uma vez que este utiliza a economia de escopo como fundamento. Entretanto, ao argumentar que haverá um efeito de diversificação, a empresa – e, neste caso, especificamente, uma instituição do setor bancário – poderá argumentar que a diversificação pode, para o mesmo retorno esperado, diminuir os custos de *default* da carteira. Esse efeito será inversamente proporcional à sobreposição das carteiras dos bancos pré-fusão, tanto na dimensão geográfica quanto na dimensão produto.

Eficiência Informacional

No setor bancário, ao contrário do que ocorre em outros segmentos da economia, é caracterizada pela assimetria de informação entre cliente e banco. Isso gera uma série de ineficiências no setor de crédito. O investimento na relação cliente-banco, portanto, é um meio de o banco diminuir os riscos associados ao empréstimo de capital. Há indícios de que em um mercado competitivo os bancos têm menos incentivos para investir nesse tipo de relacionamento. Logo, um aumento na concentração poderia aumentar os incentivos dos bancos para investir no relacionamento com clientes.

O fato de haver um benefício da concentração de mercado não significa necessariamente que a fusão deva ser aceita. Como nas outras defesas, o regulador deve mensurar os benefícios com os malefícios de uma fusão – que em geral será algo que aumente ou diminua o bem-estar do consumidor. Somente depois de contrabalançados prós e contras uma fusão deve ou não ser aceita.

Firma Falida

Em todos os setores da economia, as firmas falidas nada mais são do que modelos de negócio ou negócios que não são suficientemente eficientes para competir no mercado. Entretanto, no setor bancário, firmas falimentares podem significar um risco ao sistema bancário como um todo.

Há duas linhas de argumentação para casos de bancos falidos. Primeiramente, pode-se defender que a compra de um banco falido não gera efeitos anticompetitivos, uma vez que a falência da firma adquirida *per se* implicaria um aumento da concentração no setor. Desde modo, ao aceitar a fusão, o regulador poupa as perdas dos acionistas, trabalhadores e credores do banco.

O outro argumento é a favor da estabilidade do sistema como um todo. O efeito da falência de um banco pode significar que outros bancos possam estar

“contaminados” pelo mesmo motivo que levou o primeiro banco à bancarrota. Ao evitar-se a falência do primeiro banco pode-se evitar gerar o medo do risco sistêmico, tornando a fusão, assim, altamente desejada. Durante a crise financeira de 2008, diversas fusões nos Estados Unidos e em outros países do mundo foram justificadas com base no argumento da firma falida, especificamente pelo temor do risco sistêmico.

Campeão Nacional

O argumento de campeão nacional é utilizado em todos os setores da economia. Baseia-se no conceito de que uma empresa necessita ser grande para ter capacidade de competir no mercado global. No mercado brasileiro, podemos citar os *cases* recentes da Ambev (do setor de bebidas) e JBS-Friboi (de carne animal), em que grandes empresas se fundiram para a criação de megaempresas, líderes no mercado global em seus respectivos setores.

II.7 Remédios

As análises de fusões podem ou não ser aprovadas pelo regulador. Em determinados casos há a aprovação com ressalvas, determinando-se que a nova empresa deva tomar algumas atitudes para diminuir seu poder de mercado. Entre as medidas a serem tomadas podem estar à venda de alguma marca ou de alguma unidade fabril, ou, ainda, a obrigatoriedade de manter-se determinado produto no mercado.

No caso específico do setor bancário, pode ser pedida a venda de agências em determinadas localidades. Esse processo de venda visa diminuir o poder no mercado do novo banco, aumentando a participação dos concorrentes nas regiões ou possibilitando a entrada de um novo banco no mercado.

III. Fusão Bancária nos Estados Unidos, na União Europeia e no Brasil

O setor bancário merece atenção especial no rol de missões dos reguladores nacionais, uma vez que é considerado um pilar da estrutura econômica de qualquer país desenvolvido. A fiscalização adequada desse setor é de vital importância para os outros segmentos da economia, uma vez que é por meio do setor bancário que as demais atividades econômicas da nação se respaldam para obter crédito. Portanto, qualquer ineficiência gerada a partir de algum relaxamento por parte do regulador levará a um enfraquecimento de toda a economia nacional.

O objetivo deste capítulo é determinar como os Estados Unidos agem diante de uma fusão ou aquisição dentro do setor bancário. Utilizarei como exemplos os Estados Unidos e a União Europeia, uma vez que é nesses países que a vanguarda da regulamentação bancária se concentra. Além disso, a razão de tal seleção parte do princípio de que os Estados Unidos e a União Europeia têm um desenvolvimento econômico extremamente elevado, com os maiores produtos internos per capita do mundo e, portanto, com economias nacionais complexas o suficiente para abrigar instituições que trabalhem com problemáticas concorrenciais com as quais nosso país ainda não se tinha deparado até o advento da fusão Itaú-Unibanco.

É importante frisar que este capítulo apenas descreverá os principais pontos de cada modelo institucional, e de forma alguma tentará determinar que modelo é mais eficiente ou qual seria mais adequado para utilização no Brasil. Farei apenas uma comparação entre os arranjos de cada país, a fim de observar como a fusão Itaú-Unibanco seria julgada caso esta ocorresse em outro país.

III.1 Estados Unidos

Começarei a análise pelos Estados Unidos, uma vez que o país tem a maior história em análises antitruste, especialmente no setor bancário, assim como é a partir dos atos de concentração americanos que os principais estudos sobre o assunto se baseiam. Primeiramente, descreverei algumas características do setor bancário americano. Em seguida, discorrerei sobre o sistema regulatório do país.

O sistema bancário americano é significativamente diferente do brasileiro e dos demais países da OCDE em análise. Os países da União Europeia e o Brasil têm uma estrutura bancária pautada em grandes bancos nacionais ou regionais. Em sua maioria, estes atendem tanto aos setores de varejo quanto de atacado, e oferecem uma extensa gama de produtos financeiros. O sistema americano, por sua vez, sempre funcionou de forma completamente diferente, com diversos pequenos bancos atendendo a pequenas

regiões do país. Enquanto que os bancos dos demais países são considerados grandes (em relação ao tamanho de cada país), os bancos americanos são considerados significativamente menores, tanto em tamanho de ativos quando em produtos financeiros ofertados. Hoje, leis recentemente criadas garantem aos bancos mais liberdade para atuar em novas áreas e oferecerem novos produtos. Entretanto, as implicações dessa diferença entre regime americano e o dos outros países serão percebidas no decorrer da análise das legislações.

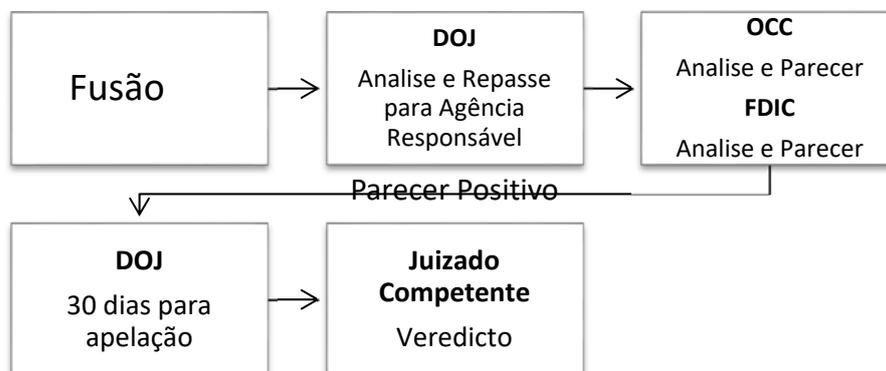
a) Instituições

Os Estados Unidos têm basicamente duas agências responsáveis por julgar os atos de concentração. São elas a Office of the Comptroller of the Currency (OCC) e o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). O ato de concentração será analisado pela agência responsável e esta somente poderá aprovar uma fusão uma vez que os benefícios e os malefícios da operação tenham sido corretamente julgados. Cada agência se reportará de forma independente ao Congresso, uma vez que cada uma tem poder regulador sobre uma gama diferente de bancos⁸. De forma paralela aos OCC e ao FDIC, trabalha a Divisão Antitruste do Departamento de Justiça (DOJ).

A Divisão Antitruste do DOJ tem a função de analisar as fusões e encaminhá-las para a agência responsável, ressaltando sua opinião sobre os possíveis efeitos concorrenciais da operação. Após o encaminhamento à agência responsável – no caso do setor bancário, à OCC ou ao FDIC –, se houver um parecer favorável, o DOJ poderá recorrer da decisão se julgar a fusão danosa para a concorrência do setor. Após o recurso do DOJ, a fusão só poderá ocorrer a partir de uma decisão tomada mediante um julgamento, em que as partes expõem seus argumentos tanto pró quanto contra a realização da fusão. Pronunciado o veredicto do juiz competente, não caberá mais recurso tanto ao DOJ quanto à respectiva agência.

⁸ O OCC regula em torno de 1500 bancos americanos e 50 bancos estrangeiros que operam em solo americano. Os demais bancos, chamados de bancos “não afiliados” (em tradução livre), são regulados pelo FDIC.

Gráfico I - Organização da análise e julgamento de Atos de Concentração no Setor Bancário nos Estados Unidos.



b) Legislação

Nos Estados Unidos, qualquer ato de concentração recai sobre as diretrizes do Sherman Antitrust Act⁹ e do Clayton Antitrust Act¹⁰. A partir destas duas leis, foram criados guias para fusões em geral, o *Horizontal Merger Guidelines* e, para o setor bancário especificamente, o *Bank Merger Screening Guidelines*.

Especificamente também para o setor bancário foi criado em 1960 o Bank Merger Act, baseado no Clayton Antitrust Act, que criou uma base para, entre outras coisas, proibir fusões e aquisições que “resultem em um monopólio (...) ou que seus efeitos (...) sejam de substancialmente (...) diminuir a competição”¹¹. Durante seguidos anos foram criadas emendas que modernizaram a lei, tornando-a mais eficiente ao eliminar brechas utilizadas pelos bancos para legitimarem operações.

Posteriormente, foi criado o *Bank Merger Screening Guidelines* (1995), que busca estabelecer parâmetros para as fusões dentro do setor bancário. Foi por meio deste guia que se criou o conceito de 200/1800 pontos do índice HHI, além de critérios específicos para a análise do caso como, por exemplo, área de atuação (nacional, regional ou local) e tamanho do *market share* por localidade (pré e pós fusão).

III.2 União Europeia

A União Europeia conta com leis modernas que regulam de forma exemplar os setores da economia, inclusive o bancário. Trate-se de uma comunidade que preza pela

⁹ O Sherman Antitrust Act, criado em 1890, surgiu durante o Movimento Progressista e tem como principais diretrizes inibir a criação de trustes e monopólios seja eles nacionais ou estrangeiros.

¹⁰ O Clayton Antitrust Act, de 1914, assim como Sherman Antitrust Act procurava proteger o consumidor de atos que colocassem risco a concorrência e o livre comércio. O Clayton Antitrust Act especificava as ações consideradas proibidas, as medidas corretivas assim como algumas exceções.

¹¹ 12 U.S.C. § 1828

competição em todos os setores onde casos de concentração dificilmente são observados.

a) Instituições

Na União Europeia, a Comissão Europeia conta com o Directorate General for Competition (DG Comp.), que impede distorções no mercado europeu e assegura que os mercados funcionem da forma mais eficiente possível. Ao contrário do que acontece nos Estados Unidos, não há outro agente regulador para o setor bancário na União Europeia. O Banco Central Europeu (BCE) não tem a função de regular os atos de concentração. Cabe à instituição apenas pronunciar sua opinião sobre os atos julgados pelo órgão competente.

b) Legislação

Na União Europeia, as leis de competição apareceram primeiramente na European Coal and Steel Community (ECSC), criada em 1951. Por ter sido fundada no período pós-guerra, tinha o objetivo de evitar que as empresas alemãs dominassem o setor de carvão e aço, setores extremamente estratégicos. O acordo se tornou efetivo apenas em 1953, entretanto seus conceitos concorrenciais foram aplicados quatro anos após a assinatura do Tratado de Roma¹² e o estabelecimento do Mercado Comum Europeu¹³, em 1957. O Mercado Comum utilizou a ECSC como um modelo para as políticas e as ações a serem tomadas de modo a regulamentar práticas anticompetitivas. Foi somente em 1989, com a Regulação nº 4064/1989, que realmente se criou um arcabouço legal para as práticas anticompetitivas.

Posteriormente, foi criado o Regulamento nº 139/2004, que aperfeiçoou os métodos utilizados para regulamentar as fusões dentro da União Europeia. Entre as principais mudanças pelo Regulamento está o estabelecimento do limite de 5.000 milhões de euros: acima deste valor, o caso seria considerado comunitário. Abaixo desse limite, os casos seriam julgados pelos reguladores dos estados.

Outra mudança com relação ao que estava acordado até 1989 foram os limites de *market share* e de HHI para julgar uma operação perigosa à concorrência. Foi estabelecido que somente seriam consideradas nessa faixa empresas pós-fusão com uma participação acima de 25%. Entretanto, isso não seria respeitado se o novo mercado

¹² Assinado em 25 de março de 1957. O tratado de Roma foi assinado pela Alemanha, França, Itália, Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo criando a Comunidade Economia Europeia, que evoluiu na atual União Europeia.

¹³ Criado em 1957 através do Tratado de Roma, buscava fundir os mercados nacionais em um único mercado europeu comum.

atingir os 2.000 pontos do índice HHI, com um incremento mínimo de 50 pontos. Diferentemente dos americanos, os europeus estabeleceram um limite levemente diferente para o setor bancário. Para um índice HHI pós-fusão de até 2.000 pontos são julgados casos que resultem em um incremento de no mínimo 250 pontos, e acima dos 2000 pontos e que tragam um incremento mínimo de 150 pontos. No mesmo Regulamento também se pode observar o argumento da firma falida, que aceita fusões “que de outra maneira seriam anticompetitivas” (OCDE). Com relação ao setor bancário, a única especificidade se refere aos critérios de tamanho da operação, *market share* e nível de concentração, prevendo que sejam relativizados em detrimento de outros indicadores mais complexos, como volume de operações financeiras ou taxas de juros, para o caso do setor bancário.

III.3 Brasil

O Brasil, ao contrário dos outros países tratados neste trabalho, ainda está em processo de desenvolvimento econômico. Suas instituições bancárias e, de forma paralela, os reguladores acompanham esse desenvolvimento. Não há tradição, no país, de fusões e aquisições no setor bancário que ponham em risco o nível de competição existente. O caso Itaú-Unibanco é o primeiro que supera o limite de fusões, em que dois dos cinco maiores bancos comerciais¹⁴ do país estão presentes. Até então, apenas fusões de pequeno porte ou aquisições de bancos nacionais por firmas estrangeiras eram destaque e geravam pouco ou nenhum perigo à concorrência ao setor bancário brasileiro.

a) Instituições

O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) é composto por três órgãos que, juntos, são responsáveis pela defesa da competição no mercado brasileiro. São eles:

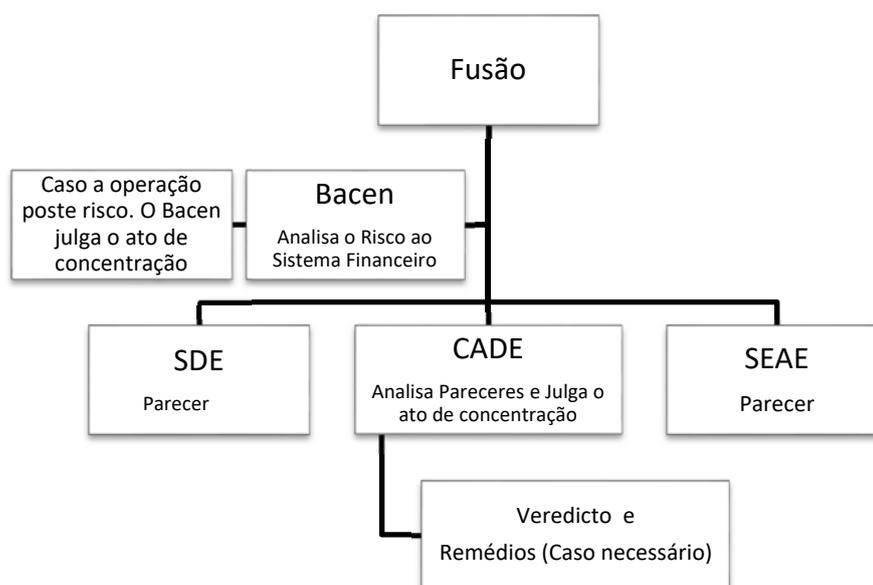
- Secretaria de Direito Econômico (SDE) – Ministério da Justiça.
- Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) – Ministério da Fazenda.

¹⁴ Na época da fusão, segundo dados do Banco Central de junho de 2008, o Itaú era o segundo maior banco comercial em ativos com R\$339.594.373,00 em ativos totais. O Unibanco era o sexto maior banco comercial brasileiro com ativos totais no valor de R\$169.712.541,00. O Itaú-Unibanco seria o maior banco comercial do Brasil com ativos totalizando R\$573.180.933,00.

- Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) – Autarquia, porém vinculada ao Ministério da Justiça.

Cada órgão é responsável por uma parte do processo de análise, sendo a SDE responsável por analisar os atos que ponham em risco a ordem econômica, tais como a formação de cartéis, além de atos de concorrência, como fusões e aquisições. A SEAE é responsável por investigar e emitir pareceres sobre atos anticoncorrenciais. Por fim, o CADE analisa os pareceres tanto da SDE quanto da SEAE, além de julgar os casos que se apresentem. Especificamente para o setor bancário, o Banco Central do Brasil (Bacen) é o responsável por julgar os atos de concentração, visto que, segundo a lei brasileira, o Bacen é a instituição mais capacitada para essa função. Consequentemente, existe um conflito de competências entre o CADE e o Bacen, uma vez que o primeiro é responsável pela análise de todos os atos de concentração no Brasil, menos os que envolvem instituições financeiras. Essa sobreposição de poderes ainda não foi resolvida legalmente no país, cabendo apenas uma suposição observada pelo Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 344/2002. Considerando que o CADE analisa os casos que põem em risco a competitividade dos mercados e o Bacen é o responsável pela ordem econômica e monetária do país, o PLP sugere que caberia ao CADE analisar apenas os atos que não põem em risco o sistema financeiro, cabendo ao Bacen a competência para deliberar sobre os casos que apresentem riscos para o sistema.

Gráfico II – Organização da análise e julgamento de Atos de Concentração no Setor Bancário no Brasil.



b) Legislação

“Art. 1º Esta lei dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica, orientada pelos ditames constitucionais de liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico.”

Lei nº 8.884, de 11 de Junho de 1994

Foi a partir da Lei nº 8.884/94 que se formalizam as diretrizes para análise de atos de concentração no Brasil. E foi por meio desta lei que o CADE se tornou uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Justiça, com obrigatoriedade de, entre outras atribuições “decidir sobre a existência de infração à ordem econômica e aplicar as penalidades previstas em lei”¹⁵ e “decidir os processos instaurados pela Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça”¹⁶. A lei também discorre sobre os casos de fusão em que o CADE será acionado: “Incluem-se nos atos de que trata o *caput* aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja por meio de fusão ou incorporação de empresas que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em vinte por cento de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00”¹⁷. No caso de uma sentença negativa, compete ao CADE “multar ou impor uma obrigação de fazer ou não fazer...”¹⁸ Pode-se entender então que a lei brasileira é vaga se comparada com as leis americanas e europeias para o setor. Não há qualquer menção à dimensão geográfica, dimensão, produto ou ao índice HHI. Apesar disso, pode-se observar que esses conceitos são levados em conta nas decisões do CADE.

No que tange aos atos de concentração do setor bancário, a Lei nº 4.595/64 determina que “O Banco Central da República do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei.”¹⁹. Portanto,

¹⁵ Art. 7º, § II da Lei nº 8.884/94

¹⁶ Art. 7º, § III da Lei nº 8.884/94

¹⁷ Art. 54º, § III da Lei nº 8.884/94

¹⁸ Art. 60º da Lei nº 8.884/94

¹⁹ Art. 18º, § II da Lei nº 4.595/64

como foi dito acima, existe uma sobreposição de poderes no que diz respeito a atos de concentração no setor bancário. Cabe a esse trabalho apenas expressar nossa opinião: que o mais desejável seria o Banco Central ser o responsável pelos atos de concentração no setor bancário, cabendo ao CADE a responsabilidade pelos outros setores da economia.

IV. Como as Empresas reagem as Fusões

Esse capítulo tratará do desempenho das empresas após a realização de uma fusão ou de uma aquisição. Apesar de ser uma das áreas mais estudadas da economia, ainda não há certeza sobre como as Mergers and Acquisitions (M&A) afetam a empresa no longo prazo. Primeiramente, serão apresentadas as principais motivações que levam uma firma a optar por uma fusão ou aquisição. Em seguida, serão mostrados os problemas que as organizações enfrentam após a operação. Por fim, apresentarei estudos sobre o desempenho de longo prazo das empresas envolvidas em operações de M&A.

IV.1 Motivações

As empresas que recorrem a operações de M&A buscam, de forma ótima, o aumento do valor da empresa. Esse aumento pode ser realizado de diversas maneiras. Analisarei como uma empresa pode agregar valor por meio deste tipo de operação.

Sinergia²⁰

Operações que buscam aumento de valor atraem de ganhos de sinergia consistem em aumentar tanto a economia de escala quanto a economia de escopo da empresa. Quando uma empresa de um setor adquire ou se funde com uma outra do mesmo setor, há a oportunidade de se reduzirem operações que se sobrepõem como os setores de marketing, financeiro, jurídico, entre outros. Essas reduções de custos fixos só poderiam ser obtidas por meio de uma M&A, onde os custos fixos sobrepostos seriam eliminados.

Os ganhos de economia de escopo dizem respeito ao uso da mesma estrutura ou mesmo conhecimento técnico já utilizado em uma operação, que poderiam ser rearranjados para a utilização simultânea em outra atividade. Diversos exemplos podem ser observados, dentro e fora do setor financeiro.²¹ Outro tipo de ganho pode ser obtido através de *clustering*, já explicado acima.

²⁰ Sinergia pode ser entendida como adição de valor.

$$\Delta V = V_{A-T} - (V_A + V_T)$$

Onde V_T = o valor pré-fusão da empresa alvo.
 V_{A-T} = o valor da empresa pós fusão
 V_A = o valor da empresa compradora pré-fusão.

²¹ Fora do setor financeiro podemos dar o exemplo de empresas multímarcas (HiperMarcas, Procter&Gamble) que utilizam a mesma unidade fabril e a mesma estrutura de marketing para produzir e vender uma gama de produtos similares. No setor financeiro podemos dar o exemplo de bancos que adquirem outros bancos para que desta maneira este possa entrar em um novo segmento antes não atingido.

Penetração em Novos Mercados

Uma empresa pode adquirir outra com objetivo de penetrar no mercado em que a segunda se encontre, seja dentro do país ou para iniciar uma operação no exterior. As organizações que buscam esse tipo de solução estão à procura de uma entrada no mercado alvo da forma mais barata possível, uma vez que a criação de uma estrutura viável a partir do zero pode ser muito trabalhosa e demandar grandes somas de dinheiro e tempo. Elas buscam, então, empresas estabilizadas, com participação significativa no mercado relevante.

Diversificação

Quando a motivação para uma operação de M&A é a diversificação, ela geralmente não tem como principal motivo agregar valor. Uma operação cujo objetivo seja a diversificação busca diminuir o risco da empresa dado o mesmo lucro esperado. Muitas vezes, a aquisição é feita fora do setor de atuação da organização. É interessante que isso frequentemente não é de interesse dos *shareholders*, mas pode ser de interesse dos executivos que buscam maior segurança em suas operações ou maior poder a seu dispor.

Compra de Ativo Desvalorizado

É interessante para a firma compradora quando há a oportunidade de comprar outra empresa que, por motivos diversos, possa estar desvalorizada. Para tanto, a compradora deve ter a certeza de que pode reestruturar a firma adquirida, para que esta volte a recuperar seu real valor. Outro motivo que pode levar uma empresa a comprar uma firma desvalorizada é simplesmente o valor da compra ser menor que o valor dos ativos dessa empresa.

Benefícios Fiscais

Uma empresa pode optar por comprar, ou se juntar, a outra por motivos fiscais, caso haja a possibilidade disto ocorrer. Esse benefício pode ser obtido, por exemplo, via manobras contábeis em que seja possível a reavaliação dos ativos de ambas as empresas. Outro motivo poderia ser uma maior eficiência contábil gerada pela união das duas empresas, de modo que o fluxo de impostos futuros seja menor que o atual.

Poder de Mercado

A motivação de uma operação de M&A pode ser simplesmente a oportunidade de abusar do poder de mercado advindo do aumento do *market share* da nova empresa. Esse abuso pode ser obtido por meio de uma nova dinâmica de mercado, que favoreça cartéis ou monopólios, ou pelo aumento do preço de venda do produto ofertado, em busca de um lucro extraordinário.

IV.2 Dificuldades

Uma operação de M&A pode ser incrivelmente complexa. Essa complexidade pode decorrer de diversos fatores, dificilmente observados na etapa de pré-fusão. Algumas dessas dificuldades serão mostradas a seguir.

Problemas de Integração

Os ganhos de sinergia previstos anteriormente a fusão somente serão realizados após a integração das equipes das duas empresas. Entretanto, podem surgir dificuldades a partir da tentativa de unificar departamentos de duas empresas. A diferença nos métodos, na filosofia ou até nos softwares utilizados pelas empresas podem dificultar essa transição. Não é raro que essas transições demorem mais do que o tempo previsto pelos planejadores.

Problemas de Análise

Outra questão que pode ocorrer é um problema de análises pré-fusão. Estes problemas podem ser de *valuation* e *due dilligence*, considerando-se que primeira busca obter o valor real da empresa enquanto o segundo rastreia problemas internos: contábeis, jurídicos ou ambientais, entre outros. Problemas de análise costumam ocorrer freqüentemente, uma vez que há o risco moral de a empresa vendedora ocultar informações da compradora, que somente serão obtidas após a concretização da operação.

Falta de Estratégia

Quando o objetivo de uma M&A é a entrada da empresa em um determinado mercado, essa operação precisa ser bem planejada. Problemas operacionais, devido à falta de conhecimento do novo mercado, podem acarretar dificuldades na aceitação do produto no mercado, ineficiência do marketing, além de problemas na integração de pessoal com a matriz, entre outras dificuldades.

IV.3 Desempenho das Empresas

Essa seção buscará entender o desempenho das empresas no longo prazo. Isso será feito analisando-se primeiramente estudos feitos em torno do anúncio das operações – ou seja, o que o mercado de ações espera das fusões, e, posteriormente, o desempenho de longo prazo das empresas envolvidas nas operações – ou seja, o comportamento do mercado após a operação.

Desempenho no Curto Prazo

O ganho de curto prazo é observado quando o investidor tem um retorno anormal da ação proveniente do anúncio da fusão. Esse tipo de ganho pode ser estudado ao analisar-

se o movimento das ações das empresas alguns dias antes e alguns dias depois do anúncio. Há diversos estudos concentrados nos resultados de curto prazo das operações. Os resultados indicam que, em geral, as empresas adquiridas têm ganhos extraordinários enquanto que as empresas compradoras têm, em média, um resultado negativo ou nulo. (Bruner (2004))

Outro tipo de visão possível é de um ganho agregado. O objetivo dessa análise é balancear os ganhos da empresa vendedora com as perdas da empresa compradora. Os resultados dos estudos mostram que, mesmo que a firma compradora seja significativamente maior que a vendedora, os ganhos desta mais do que compensam as perdas da firma vendedora em 14 dos 24 estudos realizados (Bruner (2004)).

Desempenho no Longo Prazo

Enquanto há uma série de estudos realizados para o curto prazo, é escasso o número de estudos para o desempenho de longo prazo. Isso acontece porque, enquanto os de curto prazo têm o benefício de minimizar o número de choques externos, nos estudos de longo prazo os choques externos fazem a análise dos casos, algo muito mais complicado de ser alcançado. Este trabalho utilizará como base dois estudos dos mesmos autores que, em épocas diferentes, tentaram mensurar o desempenho de firmas que realizaram operações de M&A.

Em seus estudos, Agrawal e Jaffe (AJ) chegaram à mesma conclusão: de que, no longo prazo, as empresas envolvidas em M&A têm um desempenho inferior ao esperado. AJ examinam dois tipos de análise, que eles classificam como pré-FHT²² e pós-FHT²³. Estas análises consideraram majoritariamente empresas listadas na NYSE e na AMEX, embora alguns estudos tenham contemplado empresas listadas em mercados fora dos EUA.

Nas análises pré-FHT, apenas dois dos sete estudos podem ser destacados, começando por Mandelker (1974), que obtém um desempenho negativo das empresas no pós-fusão, resultado, entretanto, insignificante do ponto vista econômico. Asquith (1983), por sua vez, consegue enxergar indícios de sub-performance, mas estes, sim, economicamente significantes. Os demais artigos, segundo AJ, foram inconclusivos em seus resultados, seja por problemas metodológicos, objeto de análise (os estudos não

²² Franks, Harris and Titman (1991) – criaram uma metodologia para a análise de desempenho de firmas pós-fusão.

²³ Uma tabela com os resultados dos estudos podem ser observados no Anexo III.

focavam especificamente no período pós-fusão) ou por haver dois estudos sobre o mesmo período com resultados divergentes.

São oito os estudos pós-FHT analisados por AJ. Destes, dois não tratam especificamente de fusões, restando apenas seis estudos. Destes, a maioria obtém resultados significativos de sub-desempenho das empresas pós-fusão. Destacam-se os estudos de Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992), que obtiveram uma redução da ordem de 10% na performance das empresas após cinco anos da fusão, além dos resultados de Anderson and Mandelker (1993), que detectaram uma redução da ordem de 9%, também após cinco anos da realização da fusão.

Conclusão do Estudo

AJ concluem que os estudos baseados na metodologia FHT obtiveram resultados economicamente robustos, o que pode significar que há um problema crônico nas operações de M&A. Além dos problemas evidenciados acima, este pode ter como causa o que AJ chamam *Methods of Payment e Performance Extrapolation*. Um problema de *Methods of Payment* ocorre quando:

a firm tends to issue stock when its shares are overvalued and to issue debt or to finance out of retained earnings when its shares are undervalued. Consequently, a firm's share price should drop upon the news of an equity issuance.

E continua, sugerindo que

“acquirers who issue stock are overvalued, with a stock price decline following issuance. (...) predict an immediate drop in the price of the stock, LV look for long-run post-acquisition under-performance. Negative abnormal returns in the long-run here would be consistent with the finding of under-performance following seasoned equity offerings (SEOs) (...) While a long-term price drop following equity issuance is inconsistent with market efficiency, it still must be viewed as a possible explanation, given the results reviewed earlier in this paper.”

Já o problema de *Performance Extrapolation* é observado quando:

“both the market and the board of directors or top management of a bidder extrapolate its past performance when assessing the value of a new acquisition. The hypothesis has at least three implications (...) First, because of good (bad) past performance, the market assumes that glamour (value) firms make good (bad) acquisitions. Thus, glamour bidders should realize greater abnormal returns at the takeover announcement date than should value bidders. Second, the market slowly reassesses the acquirer’s quality as information from the acquisition is received. Since glamour (value) firms are initially overvalued (undervalued), long-run post-acquisition abnormal performance should be negative (positive). Third, since both the board and top management are influenced by a bidder’s past performance, value bidders will exercise greater prudence toward takeovers than will glamour bidders. Thus, glamour acquirers will pay greater acquisition premiums.”

Portanto, pode-se concluir que o mercado espera um desempenho pós-fusão subótimo para a empresa compradora. Os motivos que levam o mercado a esperar esse desempenho vão além da área financeira, o que pode representar uma dificuldade para esse tipo de estudo. Entretanto, há razões comportamentais – tanto por parte dos executivos da empresa quanto por parte do mercado – que ajudam a racionalizar o desempenho das empresas no período pós-fusão.

V. Análise Empírica

Nesse capítulo farei uma análise empírica da fusão Itaú-Unibanco a fim de observar se ela gerou, ou não, aumento de poder de mercado. Também tentarei quantificar os ganhos de sinergia gerados pela fusão ao novo banco. Por último buscarei provar a transferência de valor dos acionistas do banco Itaú, parte compradora, para os acionistas do Unibanco, parte vendedora. Essas análises consistirão em análises de eventos, onde teremos como data base o anúncio da fusão – 18 de fevereiro de 2010.

V.1 Dados

A base de dados desse estudo consiste nos valores das ações dos bancos Itaú, Unibanco, Bradesco e Banco do Brasil negociadas na BM&FBOVESPA no período de 19 de janeiro de 2009 a 19 de março de 2009. Utilizarei também os dados disponíveis no Banco Central relativos a quantidade de bancos comerciais existentes além de dados referentes aos ativos totais dos bancos comerciais no Brasil, para o período de janeiro de 2007 a junho de 2010.

V.2 Aumento de Poder de Mercado

Estudarei o evento da fusão Itaú-Unibanco comparando como os principais bancos do sistema bancário brasileiro reagiram a notícia. Primeiramente vou analisar o índice de concentração desse mercado segundo o índice HHI. Como pode ser observado na Tabela 1 há uma clara tendência de aumento na concentração bancária. Houve um aumento significativo do nível de concentração durante o ano de 2008. O índice HHI que antes não ultrapassava os 940 pontos em julho de 2008, sofreu um salto para cerca de 1300 no semestre seguinte, onde finalmente se estabilizou. Entretanto, apesar do aumento significativo em apenas um semestre (2008.1 para 2008.2) como o nível de concentração não ultrapassa os 1800 pontos utilizados como limite, podemos considerar o nível de concentração baixo para o setor bancário. Entretanto, como a fusão Itaú-Unibanco só ocorreu no início do ano de 2009, podemos associar esse aumento de concentração a fusão em estudo, uma vez que o aumento foi de cerca de 360 pontos (acima dos 200 pontos utilizados como base para o setor bancário).

Tabela I Índice HHI para o setor Bancário Comercial Brasileiro - 2007.1 a 2010.1

2007.1	2007.2	2008.1	2008.2	2009.1	2009.2	2010.1
882	897	933	1292	1278	1308	1290

Utilizando Dados do site do Banco Central do Brasil. www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp

Ademais, se formos considerar a participação dos principais bancos no sistema, veremos, através da Tabela II, que houve um aumento na participação dos cinco principais bancos. Esse movimento, assim como o aumento no índice HHI, ocorreu no final do ano de 2008, uma vez que os níveis anteriores e posteriores a esse período se mantiveram relativamente estáveis. A participação do G5, cinco principais bancos do sistema, aumentou de cerca de 60%, nos três primeiros semestres em estudo, para cerca de 76%.

	2007.1	2007.2	2008.1	2008.2	2009.1	2009.2	2010.1
G5	60%	61%	62%	76%	77%	77%	77%
G10	82%	82%	83%	88%	88%	89%	88%
G20	93%	93%	93%	95%	94%	94%	94%

Utilizando Dados do site do Banco Central do Brasil. www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp

Para poder analisar o aumento de poder de mercado tive que criar um banco sintético que simulará o banco Itaú-Unibanco uma vez que a unificação das ações só ocorreu em 31 de março de 2009²⁴. Para tanto utilizarei a seguinte relação entre as ações do Itaú, parte compradora, e Unibanco, parte vendedora:

Código anterior	UBBR11	Novo código	ITAU4	Relação de troca (código anterior: novo código)	1,7391=1
Retirado do comunicado ao mercado realizado pelas partes em 19 de fevereiro de 2009.					

Utilizando esse banco sintético, que chamaremos de Banco Novo, realizei uma regressão com análise de evento entre os 3 principais bancos do sistema (Banco Novo (Itaú-Unibanco), Bradesco e Banco do Brasil), usando como benchmark de mercado o índice Ibovespa para observar se houve algum ganho extraordinário após o anúncio da fusão. Buscaremos esse retorno extraordinário ao analisarmos o β_{merger} na regressão. Um aumento em β_{merger} significaria um indício de aumento de poder de mercado.

$$\alpha_{bancoi} = c + \beta_{merger} + \beta_{ibov}$$

²⁴ Utilizei o período de 30 dias antes do anúncio e 30 dias depois do anúncio para minimizar a influência de outros choques no preço das ações estudadas.

Onde α_{bancoi} é a variável dependente com as variáveis independentes sendo: β_{merger} : Mede o efeito do anúncio da fusão no Banco i. β_{ibov} : Mede o efeito do índice Ibovespa, que utilizaremos como benchmark, nas ações do banco i.

Obtive então, esses resultados:

Tabela IV Aumento de Poder de Mercado Associado a Fusão

	Banco Novo	Bradesco	Banco do Brasil
C	-13,1073 ^a	-8,2651 ^a	-10,4827 ^a
B_{Merger}	0,1141 ^a	-0,0028 ^b	-0,0084 ^b
β_{ibov}	1,54370 ^a	1,0713 ^a	1,2546 ^a

^{a,b} Significância dos resultados ao nível de 1% e estatisticamente insignificante, respectivamente.

Só obtivemos resultados estatisticamente significantes para o Banco sintético Itaú-Unibanco. Para o banco Bradesco e Banco do Brasil os resultados não foram estatisticamente significantes.

V.3 Valor da Aquisição

Vou agora analisar se houve transferência de valor do banco Itaú para o Unibanco, ou se valor foi criado ou destruído através dessa operação. Para isso vou medir como a transferência de valor do banco i para o banco j. Utilizarei o Ibovespa novamente como benchmark, mas agora acrescentarei as ações dos dois outros grandes bancos do sistema, para evitar que o possível aumento de poder de mercado afete o resultado, um aumento em β_{merger} analisou a fusão como positiva para o banco em estudo:

$$\alpha_{bancoi} = c + \beta_{merger} + \beta_{ibov} + \beta_{Bradesco} + \beta_{Brasil}$$

Onde α_{bancoi} é a variável dependente com as variáveis independentes sendo β_{merger} : Mede o efeito do anúncio da fusão no Banco i. β_{ibov} : Mede o efeito do índice Ibovespa, que utilizaremos como benchmark, nas ações do banco i. $\beta_{Bradesco}$: Mede o efeito das ações do Bradesco no Banco i. β_{Brasil} : Mede o efeito das ações do Banco do Brasil no Banco i. Consegui, então, os seguintes resultados:

Tabela V	Aumento de Valor Associado a Fusão	
	Unibanco	Itaú
c	-4,1122 ^a	-2,8020 ^c
β_{merger}	0,1047 ^a	0,1341 ^a
B_{Ibov}	0,3468 ^b	0,2262 ^d
B_{Bradesco}	0,7473 ^a	0,9312 ^a
B_{Brasil}	0,3079 ^a	0,2635 ^b

^{a,b,c,d} Significância dos resultados ao nível 1%, 5%, 10% e estatisticamente insignificante, respectivamente.

Começando pelo Unibanco podemos ver que a fusão fez com que o valor de suas ações aumentasse em 10,47%. Já no caso do Itaú é encontrado um aumento de 13,41% no valor das ações, que podem ser associadas ao anúncio da fusão.

VI. Conclusão

Esse estudo procurou analisar a fusão Itaú-Unibanco do ponto de vista concorrencial. Busquei apresentar o processo regulatório que visa coibir o aumento do poder de mercado no Brasil e nos principais mercados mundiais. Com base nesses parâmetros e em uma análise empírica do movimento das ações durante o anúncio da fusão, buscarei concluir se houve ou não aumento de poder de mercado associado ao evento.

Primeiramente conclui-se que fusão não postou risco ao nível de concorrência do setor bancário no Brasil. Tem-se como base para essa afirmação o índice HHI calculado nesse trabalho e o relatório do CADE aprovando a união dos bancos. O índice HHI calculado mostrou que, apesar de um significativo aumento no final de 2008 da ordem de 360 pontos, o setor bancário brasileiro ainda está longe de atingir os 1800 pontos necessários para haver algum tipo de problemas de concentração nesse setor. O CADE por sua vez aprovou a fusão de forma unânime e sem restrições, o que reforça o fato dessa fusão não ter afetado o nível concorrencial no setor bancário. Entretanto, apesar do nível concorrencial não ter se alterado, há ainda a possibilidade de ter havido aumento de poder de mercado por parte dos grandes bancos comerciais brasileiros.

O trabalho buscou calcular esse aumento de poder de mercado analisando as ações dos três maiores bancos comerciais brasileiros. Como pôde ser observado, foi encontrada uma relação entre o anúncio da fusão e o aumento do valor das ações apenas no próprio banco sintético Itaú-Unibanco, os bancos Bradesco e Banco do Brasil não tiveram resultados significantes nesse aspecto. Podemos analisar o aumento das ações do banco sintético Itaú-Unibanco como uma criação de valor, uma vez que o mercado antecipa a melhoria nas operações nesse novo banco.

O aumento de poder de mercado ainda pode ter ocorrido apesar da aprovação do regulador, visto que houve a diminuição do número de competidores inerente de movimento de M&A podem facilitar conluíus tácitos em alguns produtos de crédito. Além disso, como no Brasil há poucos bancos operando em nível nacional a diminuição de um banco que atende todas as regiões pode sim causar efeitos negativos no mercado de pessoas jurídicas que também trabalham a nível nacional.

Na segunda parte da análise empírica foram estudados os dois bancos participantes dessa fusão: o banco Itaú, parte compradora, e o Unibanco, parte vendedora. Segundo a teoria apresenta nesse trabalho era de se esperar uma

transferência de valor da parte compradora para a parte vendedora. O que se constatou no entanto, foi uma supervalorização do banco Itaú na ordem de 13,41%, o mesmo ocorrendo para o Unibanco, com um aumento de 10,47%. O que se pode concluir é que o mercado analisou essa fusão como uma notícia positiva para o Itaú e para o Unibanco, logo podemos afirmar que essa fusão criou valor para os *shareholders* de ambos os bancos. Podemos suspeitar que essa avaliação possa ter sido feita uma vez que a teoria explica que geralmente o banco comprador tenha um ganho de sinergia, de escopo e escala. Outros benefícios explanados durante o trabalho também podem colaborar para a valorização da empresa no curto prazo.

Portanto, termino esse trabalho sem poder afirmar que a fusão Itaú-Unibanco promoveu um aumento de poder de mercado no setor bancário. O que temos é apenas uma suspeita uma vez que o anúncio da fusão afetou positivamente o dois bancos envolvidos na operação. No que diz respeito à valorização do novo banco, isso foi detectado via preço de ações de forma bastante significativa. Detectamos uma criação de valor que a princípio não pode ser explicada pelo aumento de poder de mercado, assim sendo o valor foi criado através de ganhos de eficiência da própria operação.

VII. Bibliografia

_____. Análise dos atos de concentração no setor bancário: um estudo motivado pelas recentes fusões no mercado brasileiro, 2006.

Coelho, Christiano A., de Mello, João Manoel Pinho de Mello e Rezende, Leonardo. Are Public Banks pro-Competitive? Evidence from Concentrated Local Markets in Brazil, 2007.

Banco Central do Brasil. Relatório de estabilidade financeira, 2009.

Agrawal, Anup e Jaffe, Jeffrey F. The Post-merger Performance Puzzle, 1999.

Brasil. Ato de Concentração: 08012.0011303/2008-96, Banco Itaú S.A. e Unibanco, 2008.

Healy, Paul M, Palepu, Krishna e Ruback, Richard S. Does Corporate Performance Improve after Mergers? 1990.

Bruner, Robert F. Applied Mergers and Acquisitions, 2004.

De Mello, João Manoel. Proposta de delimitação do escopo de análise da SDE em atos de concentração bancária e apurações de conduta. In: Estudos em métodos quantitativos aplicados à defesa da concorrência e à regulação econômica, 2005.

DePamphilis, Donald M. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions, 2001.

OCDE. Competition Law and Policy in the European Union, 2009.

OCDE. Competition, Concentration and Stability in the Banking Sector, 2010.

OCDE, *Managing Complex Mergers*, 2007.

Agrawal, Anup, Jaffe, Jeffrey F. e Mandelker, Gershon N.. *The post merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly*, 1992.

Focarelli, Dario e Panetta, Fabio. *Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits*, 2002.

Pilloff, Steven J. e Santomero, Anthony M.. *The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions*, 1996.

Thompson, J.C. e Mullineaux, Donald J. *A multiple-metric study of the returns to shareholders: the case of bank holding company mergers*, 1995.

Nakane, Márcio I. e Alencar, Leonardo S.. *Análise de fusões e aquisições horizontais no setor bancário: uma reflexão a partir da experiência internacional*, 2006.

Cabral, Luis M. B.. *Introduction to Industrial Organization*, 2000.

European Commission. *EU Competition Law Rules Applicable to Merger Control*, 2010.

U.S. Department of Justice: Antitrust Division. *Bank Merger and Antitrust*, 1996.

Itaú/Unibanco. *Comunicado ao Mercado*, 19 de fevereiro de 2009.