

## **Fusões e Aquisições no Setor Bancário Brasileiro: Os Bancos Buscam Poder de Mercado ou Eficiência?**

**Autoria:** Conceição Aparecida Pereira Barbosa, Moisés Ari Zilber, Sérgio Lex

### **RESUMO**

Este trabalho objetivou discutir o contexto das operações de fusões e aquisições - F&A no setor bancário brasileiro à luz do paradigma estrutura-conduta-desempenho - ECD e da Visão Baseada em Recursos, notadamente enfocando a busca de poder de mercado e eficiência pela obtenção de sinergias e argumenta sobre os interesses subjacentes às decisões pelas operações no setor. Com base em uma visão integrativa entre a Economia e a Estratégia apresentada por Rumelt, Schendel e Teece (1991), o trabalho foi desenvolvido discutindo a premissa de retornos acima do normal e sua relação com a concentração e colusão de firmas de um lado e, de outro, tratando do papel dos recursos para a obtenção de sinergias. Dentro deste contexto, discute a função das F&A tanto para o paradigma ECD, como para a VBR. O principal estímulo para esta discussão foi gerado pela crescente consolidação do sistema bancário brasileiro e pela observação da tentativa dos estudiosos em explicarem a natureza deste fenômeno. Pelo caráter contraditório de resultados verifica-se que mesmo entre trabalhos empíricos não há um consenso sobre os verdadeiros fatores motivadores para a adoção das F&A, analisadas com base nestas linhas teóricas, o que sugere que uma abordagem complementar pode ser uma melhor alternativa para compreensão do fenômeno. Esta falta de consenso talvez se deva ao que Peltzmann (1977) sugere ser uma relação espúria: eficiências poderiam contribuir para a criação de poder, logo, não se pode fazer uma avaliação sem que se leve isto em conta. O que é importante pontuar é que uma visão integrativa, neste caso, forçosamente deverá avaliar esta relação de influência. Quando se toma as abordagens de Larsson e Finkelstein (1999), Trautwein (1990) e Copeland e Weston (1992) fica muito clara a compartimentalização do tema por áreas do conhecimento, o que acentua a distância de uma visão relacional entre elas. A expectativa é que este trabalho contribua para a discussão não só das razões para a adoção das F&A, mas para entendimento das intenções das firmas nos mercados, que atuam em um processo dinâmico formado por ações e respostas, para obterem melhores posições em termos competitivos. Também não se pode menosprezar a relevância da formação de um quadro de análise que possa atender a fins estratégicos, contudo fortemente fundamentado no entendimento dos mecanismos de mercado e comportamentos concorrentes. Este trabalho busca um breve respaldo inicial na Nova Economia Institucional como elemento que justifica o contexto regulador do setor e não houve em sua elaboração a pretensão de determinar um curso de ação, mas estimular o debate no meio acadêmico.

## 1 INTRODUÇÃO

Seriam o paradigma ECD e a Visão Baseada em Recursos excludentes quando se trata de operações de F&A? É possível estabelecer uma relação entre eles tomando por base as motivações para a realização de operações? Será que a aproximação da Economia com a Estratégia oferece a sustentação suficiente para esta discussão?

Em que pese o tema F&A seja, essencialmente, mais explorado pelos aspectos relacionados à criação de valor para acionistas, evidenciado por uma perspectiva financeira em termos de análise, os elementos que fundamentam a decisão, sob o ponto de vista estratégico, também são de suma importância para dar amplitude a compreensão do fenômeno como um todo. É por esta razão que este ensaio ora se desenrola, com o intuito de oferecer elementos teóricos que contribuam para o estudo das F&A à luz da perspectiva estratégica, contudo, considerando a abordagem econômica como elemento complementar.

A decisão pelo tema se deve, principalmente, à proliferação de operações de F&A no Brasil e ao contínuo movimento de consolidação do Sistema Bancário Brasileiro, essencialmente resultante destas operações, mais do que devido a liquidações, que tem gerado instituições mais fortes, o que leva à indagação quanto aos verdadeiros motivos e resultados, não só do ponto de vista da indústria, mas das firmas individualmente.

O que também fomentou explorar esta questão foi a publicação de uma matéria, em 9 de março de 2009, no jornal Valor Econômico (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2009) na qual ao mesmo tempo em que o ex-presidente do Banco Central, Armínio Fraga, criticava a crescente oligopolização do mercado bancário brasileiro, defendendo a redução de poder de mercado, o Banco Central apontava que o comportamento é de oligopólio competitivo, logo, invalidando a idéia de que a concentração tenha como objetivo a obtenção de poder de mercado e mais se volte à busca de eficiência.

Assim sendo, o argumento central deste trabalho se fundamenta na síntese das perspectivas de poder e da eficiência, visando a defesa de uma complementariedade de abordagens como forma de ressaltar elementos que possam elucidar esta concentração contínua do sistema.

Este ensaio se apresenta assim organizado: na sequência é elaborada uma argumentação teórica, contrapondo a vertente econômica e a estratégica, respaldadas por estudos empíricos já realizados. Discute a natureza das F&A, para resgatar elementos que corroborem com as referidas vertentes teóricas e propõe alternativas de métodos de análise.

## 2 ARGUMENTAÇÃO TEÓRICA

North (1991) afirma que as instituições provêm o incentivo para a estruturação de uma Economia, como esta estrutura se desenvolve, e ajusta a direção da mudança econômica rumo ao crescimento, estagnação ou declínio. Existem, portanto, para reduzir a incerteza onipresente que emerge das interações com as organizações (NORTH, 1993).

North (1992) determina que cinco condições formam o arcabouço da mudança institucional:

- a) a chave da mudança institucional é a interação contínua entre instituições e organizações em um cenário econômico caracterizado pela escassez e competição decorrente dela;
- b) a competição exige que as organizações invistam continuamente em habilidades e conhecimento para sobreviverem e que moldarão as percepções sobre as oportunidades e escolhas decorrentes que alterarão as instituições de forma incremental;
- c) a estrutura institucional fornecerá incentivos que determinarão o tipo de habilidades e conhecimentos que maximizarão os ganhos;
- d) as percepções são derivadas dos construtos mentais dos *players* e

- e) as economias de escopo, complementariedades, e externalidades da rede de uma matriz institucional, fazem a mudança institucional ser acentuadamente incremental e dependente do caminho.

Gauthier e Gomez (2005) ressaltam que as instituições definem as regras da competição e suas condições efetivas. Desta forma, a competição é menos um resultado da ação das empresas e mais dos contextos institucionais e dos esforços para serem modificados.

Williamson (2000) sugere que haja um encadeamento entre os diversos níveis institucionais, em que um nível condiciona o seguinte, mas que também recebe o feedback do elemento condicionado e situa a Nova Economia Institucional (NEI) principalmente nos níveis do ambiente institucional e da governança.

Ao leitor poderá parecer uma discussão deslocada dos propósitos do trabalho, contudo, há que se ressaltar que a Medida Provisória do Governo Brasileiro (MPV No. 443, de 21 de outubro de 2008), que permitiu aos bancos federais, Banco do Brasil e Caixa Federal, se transformarem em adquirentes nos setores bancário e de construção civil, em muito poderá estar relacionada à manutenção do contexto institucional, anteriormente presente, de força e pujança de bancos estatais em relação aos bancos privados.

Também justifica esta abordagem a ressalva que Gauthier e Gomez (2005) fazem quanto à influência deste contexto institucional para a competição, representada pela atuação do Conselho Monetário Nacional - CMN e do Banco Central do Brasil - BACEN como elementos do subsistema normativo do Sistema Financeiro Nacional - SFN e que atuam no estabelecimento de diretrizes de atuação das instituições financeiras e controle de mercado.

Com base nesta perspectiva é plausível assumir que não só elementos internos estarão envolvidos nas decisões por F&A como fatores externos terão forte relevância principalmente quando se trata de coibir ações colusivas ou de formação de oligopólios, ou mesmo de monopólios, o que reduziria a avidez pela busca de poder de mercado por parte das firmas.

A fim de dar melhor perspectiva sobre a discussão em pauta cabe esclarecer alguns fundamentos relacionados às F&A. A busca de economias de escala e escopo são elementos importantes na execução de estratégias de fusão e diversificação porque afetam o tamanho da firma, a estrutura dos mercados, as estratégias de entrada e a determinação de preços (BESANKO et al., 2004). Já a visão de Penrose (1995) é de que a aquisição viabiliza a posse de novos serviços produtivos e conhecimentos para ingresso em novos mercados, o que geraria maior valor do que a exclusão de um concorrente ou redução dos custos de entrada. DePamphilis (2003) resalta a obtenção de velocidade e controle com a realização destas operações, muito embora pontue as desvantagens com relação ao capital e despesas necessárias, bem como uma possível diluição de ganhos com as operações.

Ansoff (1977) entende que as decisões entre adquirir ou desenvolver internamente são influenciadas pelo custo de instalação e oportunidade de ingresso e que deve ser observada a sinergia potencial para que se possa analisar possíveis vantagens e desvantagens das diversas formas para combinação e/ou crescimento das firmas.

No Brasil, as fusões e aquisições são assim definidas:

Fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. Com a fusão desaparecem todas as sociedades anteriores para dar lugar a uma só, na qual todas elas se fundem, extinguindo-se todas as pessoas jurídicas existentes, surgindo outra em seu lugar. Já aquisição é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações (Lei das S.A. – Lei Nº 6.404, de 1976, art. 228; Código Civil – Lei Nº 10.406, de 2002, art. 1.119).

Dada a forma indistinta com que algumas obras tratam as operações, para efeito deste trabalho poderá haver o intercâmbio entre fusão, aquisição ou F&A como expressões equivalentes.

Pfeffer (1972) e Galbraith e Stiles (1984) concordam que, de um modo geral, as fusões podem ser vistas apenas como uma estratégia para a organização gerenciar as contingências em mercados e recursos em um contexto de incerteza, de modo que possam alterar a interdependência organizacional por meio do controle dos recursos. O intuito é gerenciar o ambiente para reduzir a incerteza e tornar as empresas mais munificentes de forma que é razoável considerar que a firma usará a força e poder desenvolvido em um ambiente para obter melhores condições em outro (PFEFFER, 1972).

Weston et al. (2001) definem que em fusões horizontais estão relacionadas empresas que operam e competem na mesma atividade, condição que nem sempre beneficia pequenas empresas com economias de escala. São regulamentadas pelo Governo a fim de que seja coibida a colusão dos membros de um mercado para obtenção de lucros auferidos pela formação de um monopólio, resultando em práticas que afetem negativamente a competição.

Diversas teorias concorrerem, assim, para a compreensão das operações. Larsson e Finkelstein (1999) argumentam que haveria benefícios mútuos com a utilização de abordagens integrativas, embora afirmem que alguns estudos já realizados apresentaram resultados conflitantes, e subdividem o estudo das fusões entre as teorias de gestão estratégica, economia, finanças, teoria organizacional e gestão de recursos humanos. Já Trautwein (1990) as subdivide em sete grupos: teorias da eficiência, do monopólio, do invasor, da valoração, da construção de império, dos processos e do distúrbio.

Copeland e Weston (1992) determinam cinco abordagens para o tema: eficiência, informação ou sinalização, problemas de agência, poder de mercado e impostos.

As duas abordagens têm em comum com Larsson e Finkelstein (1999) as perspectivas da estratégia (manifesta como eficiência por Trautwein (1990) e Copeland e Weston (1992)) e da economia (manifesta pelos autores como monopólio e poder de mercado, respectivamente).

## 2.1 O poder de mercado ou a eficiência?

A questão assim colocada pode dar ao leitor uma percepção de mútua exclusão, propositadamente colocada para que seja desconstruída e para que ancore a justificativa de união das vertentes teóricas. Um elemento motivador para isto foi a edição especial *Fundamental Research Issues in Strategy and Economics* do **Strategic Management Journal**, publicada em 1991, e que apresentou uma discussão relevante acerca da combinação de estratégia e economia, principalmente representada pela abertura do volume em um texto de Rumelt, Schendel e Teece (1991).

A simultaneidade da emergência de conceitos nos anos 80, relacionados ao paradigma estrutura-conduta-desempenho - ECD, com foco em poder de mercado, e de especificidade de recursos únicos e difíceis de imitar, de posse e uso de firmas, que resultavam em diferenças no desempenho, acabaram por sinalizar uma inserção maior do pensamento econômico na gestão estratégica (RUMELT; SCHENDEL; TEECE, 1991).

Esta conexão muito se deveu à necessidade de identificar a natureza das diferenças de desempenho, muito embora o equilíbrio competitivo proposto pela economia encontrasse um contra-argumento na visão estratégica para a qual o equilíbrio mais se deveria à não existência de regras gerais, situando, assim, a firma como o cerne da análise. Em adição a isto, os conceitos relacionados à curva de experiência ofereciam uma explicação plausível para a dominância de algumas firmas, sustentada ao longo do tempo, condição que viabilizou ser delineado o conceito de vantagem competitiva, sua origem e fontes de existência. Um terceiro ponto de aproximação se deveu à criação do modelo CAPM - *Capital Asset Pricing Model*, de precificação de ativos, que dava uma idéia sobre a eficiência de mercados, uma vez que eram buscadas argumentações que explicassem os lucros persistentes em firmas da mesma

indústria, de forma que a perspectiva de conceitos econômicos foi colocada ao nível da firma, por meio da teoria da estratégia competitiva, do posicionamento da firma/grupo estratégico como forma de se obter vantagem competitiva sustentável por meio dos custos ou da diferenciação, aliada ao impedimento do livre fluxo de fatores no mercado como fatores geradores de retornos anormais (RUMELT; SCHENDEL; TEECE, 1991).

O contorno de uma nova perspectiva surgiu tratando dos elementos impeditivos para a obtenção de retornos anormais como barreiras de entrada e mobilidade, previsão de mercado, especificidade dos ativos, aprendizagem, ambigüidade, conhecimento tácito, habilidades e recursos não-imitáveis, compartilhamento de competências essenciais e comprometimento. Todos estes elementos foram somados a uma nova Economia que emergia considerando a incerteza, assimetria da informação, racionalidade limitada, oportunismo e especificidade dos ativos, combinadas em teorias como a economia dos custos de transação, da agência, dos jogos e evolucionária. Assim sendo, se a economia diz respeito ao desempenho em mercados, como resultado da alocação e coordenação de recursos, a estratégia trata destes temas do ponto de vista interno da firma (RUMELT; SCHENDEL; TEECE, 1991).

### **2.1.1 A perspectiva do poder**

O paradigma ECD, que tem como principal premissa a geração de retornos acima do normal e sua relação com a concentração e colusão direta e interdependente de firmas na indústria (DJOLOV, 2006), aponta que o poder de mercado seria um ativo compartilhado por todas as firmas do mercado e que a lucratividade superior seria a manifestação deste poder (PORTER, 1979), construído com base na concentração resultante da colusão ou monopólio coletivo (DJOLOV, 2006). Dentro desta premissa, fusões e aquisições seriam consideradas anti-competitivas porque ampliariam os limites da firma, fazendo com que a concentração seja resultado da rivalidade entre as firmas, condição que se desvia da competição perfeita esperada pelo paradigma (DJOLOV, 2006).

Porter (1985) sintetiza assim o modelo ECD: a estrutura determina o comportamento ou conduta da firma que, juntas, determinam o desempenho coletivo das firmas no mercado. Desempenho é definido amplamente, e pelo senso dos economistas sobre performance social, como abrangendo dimensões como eficiência na alocação (lucratividade), eficiência técnica (minimização de custos) e grau de inovação. Já a conduta é a escolha de decisões-chave em variáveis como preço, propaganda, capacidade e qualidade e pode ser vista como a dimensão econômica da estratégia da firma. A estrutura da indústria refere-se às dimensões econômica e técnica relativamente estáveis que provêm o contexto no qual a empresa compete.

Bain (1956) defende que as condições de entrada nos mercados influenciarão a conduta e o desempenho bem como a forma para acessar estes mercados, de que modo são abertos, a extensão e a natureza de sua importância atual. Determina que as condições de entrada estão relacionadas ao estado potencial de competição para novos vendedores, sendo uma condição estrutural que determina, em qualquer indústria, os ajustes intra-indústrias que podem ou não induzir à entrada.

De acordo com o modelo ECD, em indústrias oligopolistas altamente concentradas, serão encontradas mais colusões explícitas ou tácitas, em média, do que em indústrias menos concentradas, onde as colusões serão mais ineficientes, havendo, assim, uma rivalidade mais destrutiva para obtenção da lucratividade. Destas condições pode-se presumir que poucas firmas, ou sua redução por meio de fusões e aquisições, aumentam a probabilidade de colusão ou a propensão à formação de um cartel, principalmente quando os bens são homogêneos, o que torna o cartel mais facilmente monitorado, ou reforçado, já que os membros vendem produtos mais semelhantes do que diferentes no mesmo ponto da cadeia de distribuição (DJOLOV, 2006).

Em termos de tamanho, Porter (1980) afirma que empresas grandes competindo em grupos estratégicos mais protegidos com barreiras de mobilidade do que empresas pequenas,

em posição mais forte perante clientes e fornecedores, estarão menos propensas a disputas rivais com outros grupos e, por isso, tenderão a ser mais lucrativas do que empresas pequenas. Por outro lado, se as economias de escala em produção, distribuição, etc., não forem grandes, as pequenas firmas seguirão estratégias especializadas que podem conduzir à alta diferenciação ou alto progresso tecnológico e a serviços superiores podendo, assim, ser mais lucrativas.

Demsetz (1973) argumenta que uma colusão bem sucedida, que resulta em concentração, favorece pequenas firmas mais do que grandes firmas. Contudo, esta condição se altera quando se considera a eficiência, ou a dessemelhança ou superioridade das estruturas de custo de fornecimento das empresas maiores, o que significa que apenas as pequenas firmas que estejam aptas a produzirem com níveis de custos semelhantes às grandes poderão obter retornos mais altos.

Excluída a proteção do Governo, o poder de mercado, no curto prazo, acontecerá em um ambiente em que firmas são maiores economicamente falando e mais fortes em relação às outras, resultando em discrepâncias nas posições de mercado e diferenças no *market share* (DJOLOV, 2006).

Clarke, Davies e Waterson (1984) lembram que a possibilidade de colusão ou de espelhar a empresa dominante se torna mais fácil com menos firmas ou que para um dado contexto acerca das reações entre rivais, o equilíbrio nos resultados viria de restrições proporcionais em função do grau de concentração.

Adams (1953) argumenta que as implicações da concentração do poder econômico, traduzidas por pressões de grupos gigantes controlando o Governo ou pela pressão de regulamentos por parte do Governo, requerem que o poder econômico esteja distribuído entre muitos compradores e vendedores competindo ativamente em mercados abertos. Caberia ao Governo prever e reforçar as regras, manter os canais de comércio livres, prevenir a intenção oportunista do monopólio, preservar os incentivos para a eficiência e o progresso e prevenir o crescimento de feudos e tirania política, como forma de compatibilizar o poder de monopólios e oligopólios com a estabilidade e solidez do moderno capitalismo democrático. Sendo assim, compradores e fornecedores atuariam como força de contrabalanço, principalmente apoiados pelo Governo, a fim de conter a exploração pelo poder privado.

Neste caso, as fusões horizontais e para expansão de mercado facilitariam a ocorrência desta força de contrabalanço, por gerarem a redução de competidores paralelos, bem como pela necessária gestão da interdependência, sob certas condições (GALBRAITH; STILES, 1984).

Por estas razões, Adams (1953) defende que o poder de contrabalançar tem seu mérito, todavia, não é um substituto para a competição, ou que possa sobreviver na ausência desta ou ainda que favoreça indicadores para políticas públicas.

### **2.1.2 A perspectiva da eficiência**

Quando se fala em eficiência, Copeland e Weston (1992) lembram que as firmas podem focalizar eficiências diferenciais e que sempre haverá disparidade no desempenho das firmas, ora pelo desempenho inferior ora pelo não aproveitamento pleno da capacidade, de maneira que uma operação de F&A tanto pode melhorar o desempenho da uma firma ou torná-la mais eficiente por conta de algum tipo de sinergia, que Trautwein (1990) especificará como sendo de ordem gerencial, financeira ou operacional.

A obtenção da sinergia resultará, assim, da adequada alocação de recursos. Sob a perspectiva da Visão Baseada em Recursos o tipo, a magnitude e a natureza dos recursos e capacidades da empresa são fatores importantes para sua lucratividade (AMIT e SCHOEMAKER, 1993), tendo a propriedade de recursos escassos como um importante vetor desta lucratividade (TEECE et al., 1997).

Wernerfelt (1984) afirma que recursos específicos determinariam vantagem competitiva e desempenho, sendo corroborado por Barney (1991), Amit e Schoemaker (1993) e Peteraf e Bergen (2003), quando diz que as firmas rivais competem em recursos e capacidades.

O ponto focal é a necessária imobilidade destes recursos entre as firmas, o que lhes asseguraria existirem em um contexto de heterogeneidade, dificultando a implementação de estratégias semelhantes entre as mesmas. Além disso, a impossibilidade de duplicação da estratégia, também viabilizada pelo caráter único do recurso, permitiria a obtenção de vantagem competitiva. É desta forma que os recursos se tornariam raros, valiosos, difíceis de imitar e não-substituíveis, conferindo à firma o potencial de obter vantagem competitiva sustentável (BARNEY, 1991). Amit e Schoemaker (1993) e Grant (1991) conceituaram os recursos como fatores disponíveis, de posse ou controle pelas firmas, que atuariam como *inputs* para o processo produtivo e que incluem o conhecimento comercializável, ativos físicos, financeiros e capital humano.

Embora Teece et al. (1997) defendam a denominação de ativos específicos em lugar de recursos, Cool et al (2002) definem recursos como ativos, capacidades, competências, conhecimento e reputação pertencentes ou controlados pela firma e que lhe viabilizam a concepção de estratégias que ampliem a eficiência e eficácia. Por sua vez, Chandler (2002) argumenta que a criação de capacidades está atrelada aos conhecimentos técnicos, funcionais e gerenciais que estabelecem a direção e limites do caminho em função das barreiras de entrada que criam.

O desafio, então, é identificar o conjunto de ativos que favoreçam a criação e proteção de ganhos econômicos (AMIT; SCHOEMAKER, 1993) e a maximização de rendimentos ao longo do tempo (GRANT, 1991). Peteraf e Bergen (2003) discordam afirmando que não são os recursos, mas suas funcionalidades e usos que propiciariam a correta noção de ameaças e oportunidades relacionadas às capacidades.

Do ponto de vista de sinergia é importante ressaltar que o conceito implica na exploração de vínculos entre diferentes negócios, mercados e atividades, vínculos estes diretamente relacionados aos recursos e capacidades que podem ser compartilhados. A sinergia é gerada em razão de indivisibilidades relacionadas ao menor valor do custo marginal para desenvolvimento, a fim de serem utilizados em aplicações adicionais, em relação ao custo marginal de seu uso inicial, o que se configuraria como a economia de escopo. Assim sendo, o potencial para obtenção de sinergias é diretamente relacionado à visão de recursos cuja abordagem para a estratégia corporativa se situará em recursos e capacidades que podem ser disseminados além dos limites da indústria, quando se fala em múltiplos mercados ou negócios relacionados (GRANT, 2002).

Desta forma, a decisão pelas F&A para Anand e Delios (2002) resulta de dois interesses: não só explorar as capacidades existentes, mas aumentá-las, através da busca de ativos, também denominada internalização reversa, o que os fazem diferenciar as firmas entre as que buscam ativos e as que buscam melhor aproveitamento dos ativos existentes.

Galbraith e Stiles (1984) afirmam que a possibilidade de obtenção de sinergias torna as fusões uma forma de diluir o comportamento de risco, e que a seleção ótima de candidatos a uma fusão ou aquisição terá a perspectiva do risco e retorno como ênfase. Contudo, ainda que haja uma redução do risco com as fusões sempre haverá a contrapartida pelo aumento do risco relacionado ao aumento de mercado. A fim de reduzir a interdependência competitiva, Pfeffer (1972) esclarece que as firmas atuarão em busca de fusões horizontais entre firmas similares, ainda que limitadas por políticas anti-truste.

Chatterjee (1986) afirma que o uso de recursos especializados irá contribuir para a criação de valor econômico seja pela redução dos custos da entidade combinada, seja pela habilidade de elevar preços, ou ambos. Para isto, o total do valor econômico resultante de uma

fusão dependerá do total de recursos de posse da firma em relação ao total de recursos na economia e da disponibilidade de oportunidades para usar este recurso. Este recurso deve ser escasso e uma vez que a dificuldade está em unir as forças (recursos) com as oportunidades (usos) pode se configurar uma dificuldade na implementação. Desta forma, o valor econômico esperado é função da escassez do recurso, problemas de implementação e disponibilidade de oportunidades.

Em termos de sinergias, as classificações atribuídas por Trautwein (1990), Larsson e Finkelstein (1999) e Weston et al. (2001), que as categorizam como sinergias gerenciais, operacionais e financeiras, divergem parcialmente da visão de Chatterjee (1991), que desconsidera o potencial de sinergia gerencial, contudo, acrescentando o potencial de sinergia colusiva, relacionada à obtenção de poder de mercado.

Chatterjee (1991) busca estabelecer uma relação entre os tipos de estratégias de aquisição e as diferenças na performance e, para tanto, analisa os recursos como o custo do capital relacionado (que resulta em sinergia financeira), o custo de produção relacionado (que resulta em sinergia operacional) e o preço relacionado (que resulta em sinergia colusiva).

A sinergia colusiva representa os recursos escassos que conduzem ao poder de mercado; a sinergia operacional, os recursos que levam a eficiências de produção e/ou administrativas e a sinergia financeira, ou os recursos escassos que conduzem à redução do custo de capital (CHATTERJEE, 1991).

Se a rivalidade entre as firmas acontece apenas com base em preço, em que produtos homogêneos ou imitados estão presentes, os ganhos em eficiência produtiva com uma fusão ou aquisição irão habilitar a firma a aumentar seu *market share*. Por outro lado, se a rivalidade está focada na criação de variações de produtos por meio de inovação, desenvolvimento de novos produtos e diferenciação de produtos, que exige esforços em comunicação e marketing, o ganho em eficiência produtiva, via F&A, pode não ser suficiente para as empresas combinadas ganharem vantagens em *market share* (DJOLOV, 2006).

A união da perspectiva de poder e da eficiência com base em recursos, em que a escassez de recursos levaria ao poder de mercado, é o que confere à relação mais um caráter complementar do que excludente, aproximando, assim, a economia da estratégia, expressos em estudos empíricos como os que são exemplificados a seguir.

Antes porém, é fundamental mencionar Peltzman (1977) para quem enquanto alguns ganhos em eficiência podem ocorrer pelo declínio de ineficiências marginais, qualquer mudança substancial na estrutura de mercado provavelmente envolverá a realocação de resultados apenas entre as firmas eficientes. O autor pondera que diferenças nos custos fundamentarão mudanças nas participações de mercado, o que poderá gerar mudanças na estrutura do mercado visando a obtenção de eficiência, todavia, se existirem retornos em escala constantes haverá um viés em interpretar que a concentração seja a principal fonte para gerar redução de custos, mesmo porque esta condição ficará ao nível da firma que, em tendo tecnologia superior, com qualquer redução na sua curva de custos, estará apta a expandir para um tamanho eficiente máximo. Ele ainda critica a caráter incompleto dos estudos que relacionam concentração e lucratividade, mais focados em modelos de colusão, sem que se preste atenção aos efeitos da eficiência, sugerindo que os elementos causais na relação entre concentração e eficiência sejam destacados.

Martin (1998) desenvolveu um estudo em que propôs testar as hipóteses de poder de mercado e eficiência e concluiu, corroborando com Demsetz (1973), que a competição de pequenas firmas limita o potencial das grandes em exercerem poder de mercado. Argumenta que se um impacto positivo da concentração de mercado nas margens entre preço e custo evidencia uma coordenação oligopolista, logo a concentração vai aumentar as margens de todas as firmas e não apenas das grandes. O autor conclui que ambas as interpretações (eficiência e poder de mercado) de que há um efeito positivo da concentração de mercado nas

margens de preço e custo, são complementares mais do que mutuamente exclusivas, visão que corrobora Williansom (1991).

Clarke, Davies e Waterson (1984) exploram os possíveis efeitos das forças de poder de mercado e eficiência em uma indústria, contrapondo a corrente que defende que o poder de mercado gera aumento de lucro e a corrente que expressa que a eficiência o faz. Concluem que as diferenças entre firmas grandes e pequenas são menos pronunciadas em indústrias concentradas, como esperado pela hipótese de poder de mercado e que, sem colusão, a relação positiva entre lucro e concentração pode ser esperada, muito embora não haja evidências tão expressivas de poder de mercado, o que sugere que ambas, poder de mercado e eficiência, atuam em conjunto.

## 2.2 As F&A resultariam em poder de mercado e eficiência?

Com base em quatro premissas: a) os custos médios e marginais de produção ao longo do tempo são iguais para firmas de todos os tamanhos relevantes; b) a entrada de novas firmas é livre, ainda que não necessariamente não dispendiosa; c) a demanda pela produção da indústria é estável e d) os recursos especializados (fatores fixos) empregados na indústria são indestrutíveis, Stigler (1950) questiona se, sob estas condições, fusões em busca de monopólio irão ocorrer e prossegue explicando como, mesmo sob as condições elencadas as fusões ocorrem. Afirma que uma fusão que busque o monopólio pode ser lucrativa e a lentidão no ingresso de novas firmas pode fazer esta lucratividade perdurar, contudo desde que o mercado seja mais numeroso, pois com poucas firmas é mais difícil ocorrer uma fusão sendo, portanto, mais lucrativo permanecer fora de uma operação.

O autor aponta que com grandes deseconomias de escala, as fusões não são lucrativas e que com grandes economias, o monopólio ou oligopólio são inevitáveis. Diante de restrições legais que inviabilizam as fusões com o objetivo de monopólio, comenta que a formação de oligopólio seria o objetivo mais viável, porque esta estrutura é a forma mais fraca da monopolização, mas não tão fraca que possa ficar sem ser observada.

Diante da dicotomia entre eficiência e poder de mercado, Djolov (2006) esclarece que fusões e aquisições seriam adotadas por razões relacionadas à eficiência, ou produtividade, principalmente por dois aspectos. Primeiro, porque transfere a gestão ineficiente de recursos para quem os gerenciará de forma mais eficiente. No curto prazo, a adquirente compra ativos cujos preços refletem a fraqueza dos mecanismos de controle internos e externos e a resultante perda de valor pelo comportamento maximizador dos gestores, que poderia levar a firma à falência, o que faria da fusão ou aquisição uma alternativa melhor do que o fechamento. Segundo, há o interesse em reduzir despesas, custos de estoque, entre outros, contudo, as limitações gerenciais podem gerar deseconomias de escala que dificultarão a sinergia esperada, o que faz com que a decisão pela fusão ou aquisição requeira conhecimentos sobre os mecanismos reguladores da firma e estrutura de custos da indústria além de condições de demanda e perspectivas. Assim sendo, uma fusão (ou aquisição) pode habilitar as firmas envolvidas a experimentarem uma redução em sua curva combinada de custos que não ocorreria sem a fusão (ou aquisição) (DJOLOV, 2006).

Clarke, Davies e Waterson (1984) resgatam a teoria do oligopólio para afirmarem que as fusões horizontais aumentarão a concentração e podem viabilizar maior mobilidade em preços.

Djolov (2006), tomando por base estudos realizados afirma que:

- Fusões e aquisições não têm um efeito anti-competitivo porque não obedecem à tradicional visão de dominância de mercado;
- O anúncio de uma fusão ou de um *takeover* por uma firma em uma indústria eleva o valor das outras firmas da indústria;
- Se a integração horizontal acontecer apesar dos rivais, é esperado que a concentração total aumente;

- Não há colusão quando se trata de fusões e aquisições, de modo que a alta regulação inibindo *takeovers* mais gerará falências;
- A fonte substancial do poder do monopólio não resulta da concentração na indústria, mas de ação protecionista pelo Governo.

Excluída a proteção do Governo, se uma fusão (ou aquisição) da firma a torna líder, significa que a firma se tornou economicamente superior por causa da diferenciação em produtos, economias de escala ou vantagens absolutas em custo sobre os rivais que, por sua vez, podem se tornar seguidores (DJOLOV, 2006).

Pela perspectiva do poder de mercado, no oligopólio todas as firmas tentam maximizar seu lucro conjunto de maneira que a fusão realizada por uma firma representa a elevação de barreiras de entrada que ampliará a habilidade do oligopólio para maximizar o lucro conjunto, o que eleva o poder de mercado. Do ponto de vista da eficiência, as fusões sempre oferecem eficiências importantes, poucos problemas competitivos e que não são foco de proteções anti-truste (CHATTERJEE, 1991).

### 2.3 Evidências empíricas sobre as motivações dos bancos brasileiros

Até o momento de realização deste trabalho as evidências empíricas levantadas davam conta da análise em separado de cada vertente, muito embora estudos internacionais, relacionados à indústria ou não, apresentem a combinação de poder de mercado e eficiência, inclusive com modelos de estimação conjunta.

Tavares (1985) esclarece que, a partir de 1950, o crescimento do sistema bancário brasileiro mais se deveu à abertura de agências e que as políticas adotadas pelo Governo Brasileiro, a partir do biênio 1967/68, objetivavam concentrar o mercado bancário, dado o elevado número de bancos que existiam na época. A alegação era de redução de custos operacionais, tendo em vista o desestímulo ao crescimento econômico atribuído à inflação, para gerar a redução dos juros. Segundo o autor, estudos já realizados sobre economia de escala no setor, embora com algumas fragilidades metodológicas, indicaram que a concentração aconteceu sem oferecer grandes ganhos em eficiência.

Para comprovar a influência na concentração dos mecanismos citados acima, o autor realizou um estudo setorial, compreendendo o período de 1956 a 1981, em que identificou o seguinte: a) redução aproximada de 73% no número de bancos; b) aumento aproximado de 194% no número de agências e c) aumento aproximado de 250% no número de agências do Banco do Brasil.

Ceretta e Niederauer (2001) objetivaram comparar, com dados do segundo semestre de 1999, a posição competitiva de 144 conglomerados financeiros, agrupados pelo porte como grandes, médios e pequenos, com base em uma matriz (rentabilidade/eficiência) construída a partir da análise por envoltória de dados (DEA – *Data Envelopment Analysis*) do volume de receita, resultado do semestre, capital próprio e capital de terceiros. Afirmam que os grandes conglomerados são mais eficientes e rentáveis, apresentando, portanto, menor quantidade de ineficiência operacional, pois não há muita divergência entre o nível de receita real e o ideal. Com relação aos resultados do semestre, apesar de grande ineficiência, os grandes ainda estão em situação mais favorável que médios e pequenos; também os maiores apresentam maior equilíbrio entre o uso de capital próprio e de terceiros, enquanto os outros dois grupos atuam com excesso de capital de terceiros. Estas condições refletiriam a falência de pequenas e médias instituições, bem como as F&A entre bancos nacionais e estrangeiros, dando ao mercado a estrutura de menos firmas, mas com grande porte (CERETTA; NIEDERAUER, 2001).

Nakane (2001) utilizou um teste de poder de mercado para analisar o grau de competição dos bancos, mensalmente entre agosto de 1994 a agosto de 2000. Apesar de na introdução afirmar que o mercado é altamente competitivo, na discussão dos resultados argumenta que os bancos não se comportam competitivamente, o que não implica que atuem

de maneira colusiva. Ele encontrou evidências de que existe poder de mercado mais representativo no longo prazo, mas que a estrutura precisa de mercado não é conhecida, em que pese seja excluída a possibilidade de colusão. Conclui afirmando que a estrutura de mercado brasileira não pode ser descrita em termos de competição perfeita ou como atuação em cartel e recomenda um melhor refinamento para compreensão da imperfeição de mercado que caracteriza o setor.

Tomando como base a profundidade e qualidade da intermediação bancária (intensidade do fluxo de intermediação financeira pela captação de depósitos convertidos em crédito) como indicadores da estrutura de mercado, Belaisch (2003) realizou um estudo analisando o mercado bancário brasileiro para discutir diferenças fundamentais com outros mercados sob a alegação de que a maior intensidade de intermediação representará uma estrutura imperfeita de mercado.

A autora chama a atenção para as características contraditórias do mercado nacional, como a de ser um dos sistemas com as maiores instituições na América Latina, lucrativas e bem capitalizadas, contudo que atuam com baixa disponibilização de crédito. Alega que isto torna o sistema, de certa forma, ineficiente, e defende que esta baixa intermediação resultaria em um mercado não competitivo, mais especificamente oligopolístico, corroborando com Nakane (2001) quanto à estrutura de mercado não ser competitiva, entretanto, ele afirma que identificou poder de mercado, sem colusão, em um contexto de alta competição e ela que o comportamento é oligopolista sem competição.

Sua abordagem toma este caminho, pois a autora identifica que em que pese o sistema brasileiro seja semelhante ao americano em termos de ativos, oferece metade em termos de empréstimos, assemelhando-se mais a países da América Latina com o volume de ativos expressivamente menor. Ainda afirma que o comportamento não competitivo fica evidenciado pelo grau de concentração, principalmente pela magnitude da participação de instituições públicas, duas das quais representando 70% dos ativos do sistema, com um *market share* de 35%, em 2000. Conclui que o sistema, apesar de lucrativo, é mais ineficiente que em outros locais. Em que pese razões diversas, defende que a estrutura de mercado é o pano de fundo para tal situação, por ser caracterizada pelo comportamento oligopolista.

Brito, Batistella e Fama (2004) analisaram a presença de retornos anormais nas ações, com o uso do estudo de eventos, para verificar se houve aumento de riqueza para os acionistas em três instituições financeiras (Bradesco, Itaú e Unibanco) que se engajaram em F&A no período de 1997 a 2003. Os autores alegam que a ampliação deste movimento de F&A no setor deveu-se a motivadores como ganhos de escala, pela ampliação da base de clientes, do volume de negócios e pela diluição de custos/despesas fixos. Concluem o estudo afirmando que as aquisições não geraram retornos anormais positivos para os acionistas das adquirentes, logo não foram fonte de aumento de riqueza, assim como sinalizado pelo levantamento teórico realizado.

Barbosa e Macedo (2008) realizaram um estudo para verificação da eficiência no setor, período de 2005 a 2006, avaliando os segmentos de Varejo, Financiamento, *Middle Market* e Atacado e Negócios também utilizando a análise evolutiva do desempenho (DEA). Esclarecem que em 2004 o setor foi caracterizado pela diversificação de receitas, corroídos, contudo, por altas despesas administrativas e com pessoal. 2005 apresentou o aumento do resultado líquido em 40%, resultado de cortes de despesas, investimentos em TI, em serviços e otimização da estrutura para uma conduta mais agressiva no mercado. Em 2006 houve o corte progressivo dos juros, busca mais acirrada por clientes e aumento do crédito imobiliário.

Alguns pontos foram relevantes: à exceção do Varejo, bancos de outros segmentos apresentaram resultados mais expressivos em termos de eficiência; não há uma relação entre eficiência e tamanho, exceto no segmento *Middle Market*, indicando que não é o tamanho, mas o desempenho o vetor de competitividade. Os autores concluem que um desempenho

superior em vários critérios configura o banco como melhor, e que é implausível estabelecer uma relação positiva entre tamanho e eficiência para a indústria em sua totalidade.

Araújo, Jorge Neto e Ponce (2005) verificaram a relação entre estrutura de mercado e competitividade. Os autores ressaltam que uma transformação importante decorrente do Plano Real foi a suspensão da exigência aos bancos estrangeiros terem o dobro do capital mínimo para ingresso no país, medida esta viabilizada em virtude da eficiência que trariam ao sistema e pela escassez de capitais nacionais. Isto se refletiu tanto do ponto de vista do fortalecimento de instituições nacionais, como no aumento da concorrência, contudo com reflexos expressivos na estrutura de mercado, com a redução de número de firmas por liquidação, aquisição e incorporação. Tomando o intervalo entre dezembro de 1995 e junho de 2004 como referência, os autores apontam uma redução da ordem de 46% nos bancos privados nacionais, de 78% nos bancos públicos estaduais e um aumento de 63% nos bancos privados com controle estrangeiro. No total, houve uma involução da ordem de 32% no número de bancos, indicando, *a priori*, um aumento na concentração.

Para avaliar a concentração (análise feita em grupos de três, cinco, dez maiores e bancos individualmente) consideraram três razões de concentração: ativos totais, depósitos e operações de crédito; o índice Herfindahl-Hirschman (HHI), o índice Hall-Tideman (HTI) e o índice de entropia de Theil (T). Observaram um aumento de concentração nos dez maiores em depósitos e ativos, ao contrário de operações de crédito que sofreram um decréscimo na concentração. Ressaltam que as fusões, liquidações e incorporações não tiveram forte expressão nos depósitos. Avaliando também a intensidade da competição, concluíram que a estrutura de mercado dos bancos no Brasil é de concorrência monopolista e que há uma relação negativa e significativa entre concentração e competição; identificam, ainda, que a magnitude da rede de agências reduz a competição.

### 3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como se vê, as abordagens divergem em termos de resultados, e as questões permanecem sem respostas, condição muito influenciada pelo uso de modelos diversos, aplicados a momentos distintos, o que pouco contribui para que se forme uma opinião acerca das reais intenções subjacentes às F&A no setor bancário no país. Este elemento impede que se possa determinar mais claramente maneiras de se delinear um comportamento, principalmente porque alguns dos estudos tiveram uma abordagem transversal, portanto, sem o potencial de sinalizar tendências.

Com base nestas perspectivas, que claramente contrapõem a obtenção de poder representado pela concentração de mercado, e pela busca pela eficiência, representada pela obtenção de sinergias, pode-se pensar no que, de fato, seja o fundamento teórico que situa a decisão pelas fusões e aquisições. Em princípio pode-se considerar que a ampliação dos limites da firma se daria para o fortalecimento de posição de mercado. Entretanto, no longo prazo, a manutenção desta posição de poder estaria atrelada à gestão eficiente, de onde se pode cogitar se as empresas se engajam em F&A para obtenção de poder como variável *ex ante* ou ganham poder com F&A como variável *ex post*.

De um lado se pode pensar que uma firma adota uma estratégia de F&A para ampliar sua força de mercado, em um primeiro momento. Contudo, tão logo venha a resposta do concorrente pode-se presumir que as firmas tenderão a harmonizar comportamentos, de forma colusiva, de maneira que a força do oligopólio se configure como a principal barreira para ingresso de outros concorrentes ou para mitigar a mobilidade de outros concorrentes presentes em outros grupos estratégicos. Neste sentido seria plausível pensar que a resposta de um competidor, equivalente em recursos ao competidor que iniciou a ação estratégica, seja naturalmente responder com o mesmo tipo de ação.

Uma outra relação pode ser estabelecida: se pequenas firmas têm menor potencial de ingresso com escala, naturalmente não participarão de oligopólios e tenderão a enfrentar

mercados mais competitivos, competindo, de forma independente, com firmas grandes e pequenas, também independentes, e estando mais sujeitas, portanto, a uma maior propensão à mortalidade. Assim, os mercados menos atomizados e mais concentrados, tenderiam a favorecer em maior proporção a sobrevivência das empresas participantes.

Examinado-se o que vem ocorrendo após a crise desencadeada no mercado financeiro norte-americano em 2008, pode-se notar que a simultaneidade dos anúncios de fusões no Brasil pode representar um movimento de reforço das barreiras de entrada, quando se observa o setor, bem como um movimento de fortalecimento de determinados grupos para que não sejam afetados com a crise a partir de F&A com firmas que já sentiram estes impactos.

As fusões horizontais tendem a oferecer maior potencial de poder de mercado (por meio de sinergia colusiva) do que eficiência. Assim, a suposição é de que a concentração observada no mercado bancário brasileiro está sendo mais um movimento para uma rápida obtenção de ganhos, o que reforça a posição das firmas mais fortes, mais do que possibilitar a estas firmas a realização de ganhos por meio da elevação de eficiência.

A firma que inicia o processo busca o poder da aglutinação com outras para adotarem, juntas, um comportamento monopolista. O impacto na indústria é que a resposta do concorrente é o que favorecerá, ou não, a alteração da estrutura da indústria, mais especificamente, gerando a menor atomização do mercado. Assim, pode-se concluir que os autores que estudaram o tema não têm uma resposta segura para o fato de: as firmas se engajarem em F&A para obtenção de poder de mercado ou eficiência.

Contudo, pode parecer que não seria este objetivo último, pois a eficiência também pode ser um indutor ao poder de mercado.

Isto fica evidenciado pela possível relação espúria entre eficiência e poder, como sugerido por Peltzmann (1977), quando se presume que eficiências também levariam ao poder, invalidando o tratamento excludente das duas abordagens. Há que se destacar que não se trata aqui de pretender comparar escassez de recurso, que favoreceria a sinergia colusiva conforme Chatterjee (1991), com eficiência, mas utilizar a menção à base de recursos como força propulsora de sinergias colusivas, mesmo porque a ação colusiva pode resultar também de outros interesses. Neste sentido cabe lembrar que a escala mais eficiente só acontecerá com o aumento da concentração de mercado, ou seja, em uma relação positiva entre eficiência e poder, conforme aponta Tavares (1985).

Pelo que se vê, não há consenso com relação à essência do movimento de consolidação do sistema, seja pelo que já foi abordado na introdução, ou pelos exemplos apresentados na forma de estudos realizados. Há que se considerar ainda o fato do próprio Governo Federal aparecer como agente participante, por meio dos bancos federais e, simultaneamente, como entidade reguladora, representada pelas instituições que têm a delegação para orientar e controlar o sistema, o que o faz atuar então no desempenho de papéis distintos, porém altamente relacionados. Esta situação convida, então, a um outro questionamento: estaria o Governo brasileiro adotando medidas de contra-balanço permitindo aquisições por bancos federais a fim de conter o avanço de bancos privados e, como resultado secundário, estimulando o movimento à concentração de mercado?

A discussão aqui apresentada sinaliza a possível coexistência de ambos objetivos, busca de poder e de eficiência, o que estimula a reformulação da questão para: as firmas se engajam em operações de F&A para obtenção de poder de mercado E/OU eficiências?

Estas reflexões talvez corroborem com Larsson e Finkelstein (1999), contudo, sinalizando uma redução no caráter conflitante de abordagens integrativas ao qual se referem, ficando ainda em aberto a junção, além da Gestão Estratégica e Economia, também das áreas de Finanças, Teoria Organizacional e Gestão de Recursos Humanos.

Não é pretensão deste trabalho propor um conjunto de respostas, mas gerar conjecturas e indícios sobre o que poderia direcionar a elaboração de análises e argumentos, para devida

verificação empírica, não exclusivamente para tratar sobre o setor aqui apresentado, mas para o entendimento de contextos industriais diversos. Propositadamente não aborda estudos sobre o setor realizados internacionalmente, dado o escopo aqui tratado, muito embora seja importante frisar que contribuições importantes têm sido feitas em termos desta verificação conjunta, por exemplo nos estudos de Yu e Luu (2003), Zúñiga-Vicente et al (2004) e Delis e Tsionas (2009).

Várias abordagens metodológicas podem ser adotadas para a realização de futuros estudos com este direcionamento complementar: avaliação da concentração, nível competitivo (intensidade da rivalidade) e sinergias obtidas com operações de F&A (que podem ser decompostos no nível da indústria, grupos estratégicos e firma; em bancos grandes e pequenos; com a composição de indicadores para aferição de poder de mercado e eficiência em estimações conjunta e em separado, contudo, principalmente utilizando abordagens longitudinais). Estas abordagens aplicadas de forma conjunta poderiam oferecer um panorama melhor sobre a natureza das decisões e influência das F&A na indústria.

A expectativa é que este trabalho contribua para a discussão não só das razões para a adoção das F&A, mas para entendimento das intenções das firmas nos mercados, que atuam em um processo dinâmico formado por ações e respostas, para obterem melhores posições em termos competitivos. Também não se pode menosprezar a relevância da formação de um quadro de análise que possa atender a fins estratégicos, contudo fortemente fundamentado no entendimento dos mecanismos de mercado e comportamentos concorrentes.

As possibilidades de exploração são inúmeras, o que reflete a complexidade da relação estabelecida. Em sendo assim, fica aqui o desafio para a proposição de um trabalho que menos se ocupe em registrar uma situação momentânea, mas que atente para uma análise dinâmica que revele, de forma mais detalhada, o funcionamento do organismo vivo, atuante e que já mostrou, para o ambiente externo, ser firme em sua estrutura: o Sistema Bancário Brasileiro.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, Walter. Competition, monopoly and countervailing power. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 67, No. 4, pp. 469-492, 1953.

ANAND, Jaideep; DELIOS, Andrew. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions. **Strategic Management Journal**; Feb 2002; 23, 2; ABI/INFORM Global. pg. 119.

AMIT, Raphael; SCHOEMAKER, Paul J. H. Strategic assets and organizational rent. **Strategic Management Journal**. Vol.14, Issue 1, p. 33-46, Jan 1993.

ANSOFF, H. Igor. **Estratégia empresarial**. São Paulo: Editora Atlas SA, 1977.

ARAÚJO, Luiz Alberto D'Ávila de, JORGE NETO, Paulo de Melo, PONCE, David Agustín Salazar. Competição e concentração entre os bancos brasileiros. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A084.pdf>>. Acesso em 27 de setembro de 2009.

BAIN, J. **Barriers to new competition**. Cambridge: Harvard University Press, 1956. cap 1.

BARBOSA, Ana Carolina T. de A. M., MACEDO, Marcelo A. da Silva. Eficiência no sistema bancário brasileiro: uma análise do desempenho de bancos de varejo, atacado, middle-market e financiamento utilizando a DEA. **In ENANPAD 2008. Rio de Janeiro – RJ**. Publicado nos anais do XXXII Encontro da Anpad. Rio de Janeiro, 2008.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BELAISCH, A. Do brazilian banks compete?. **International Monetary Fund**, IMF Working Paper WP/03/113, 2003.

BESANKO, David et al. **Economics of strategy**. 3<sup>rd</sup> ed. EUA: John Wiley & Sons, 2004.

- BRITO, Giovani A. S., BATISTELLA, Flávio D., FAMA, Rubens. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. In **ENANPAD 2004. Curitiba – PR**. Publicado nos anais do XXVIII Encontro da ANpad. Curitiba, 2004.
- CERETTA, Paulo S., NIEDERAUER, Carlos A. P., Rentabilidade e eficiência no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 3, Set./Dez. 2001: 07-26
- CHANDLER, Alfred D. O século eletrônico. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- CHATTERJEE, Sayan. Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. **Strategic Management Journal**, Vol. 7, No. 2, pp. 119-139. 1986.
- \_\_\_\_\_. Gains in vertical acquisitions and market power: theory and evidence. **The Academy of Management Journal**, vol 34, No. 2, pp 436-448. 1991.
- CLARKE, Roger, DAVIES, Stephen, WATERSON, Michael, The profitability-concentration relation: market power or efficiency?. **The Journal of Industrial Economics**, v. XXXII, n. 4, 1984.
- COOL, K. et al. Constructing competitive advantage. In PETTIGREW, Andrew; THOMAS, Howard; WHITTINGTON, Richard. **Handbook of strategy and management**. London: Sage Publications, 2002.
- COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred, Financial theory and corporate policy. USA: Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 1992.
- DELIS, Manthos D., TSIONAS, Efthymios. The joint estimation of bank-level market Power and efficiency. Munich Personal RePEc Archive – Paper no. 14040, posted 10. March 2009. Disponível em <<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14040/>>. Acesso em 2 de julho de 2009.
- DEMSETZ, H. Industry structure, market rivalry and public policy. **Journal of Law and Economics**, 16, p. 1-9. 1973.
- DEPAMPHILIS, Donald M., **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities – an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. San Diego: Elsevier Science, 2003.
- DJOLOV, G.G. **The economics of competition: the race of monopoly**. New York: The Haworth Press, Inc., 2006.
- FEBRABAN. Portal de informações FEBRABAN. Disponível em <[http://www.febraban.org.br/bd/bd.asp?id\\_pastaMA=13](http://www.febraban.org.br/bd/bd.asp?id_pastaMA=13)>. Acesso em 03 de abril de 2010.
- GALBRAITH Craig S., STILES, Curt H. Firm profitability and relative firm power. **Strategic Management Journal**, 4, 23-249, 1983.
- GAUTHIER, Bernard, GOMEZ, Pierre-Yves. La nouvelle économie institutionnelle et la perspective de Douglass C. North. **Management International**. Spring 2005; 9, 3; ABI/INFORM Global.
- GRANT, Robert M. The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. **Californian Management Review**. p. 114-135, Spring 1991.
- \_\_\_\_\_. Corporate strategy: managing scope end strategy content. In PETTIGREW, A., THOMAS, H., WHITTINGYON, R., **Handbook of Strategy and Management**. London: Sage Publications Ltd, 2002.
- LARSSON Rikard; FINKELSTEIN, Sydney. Integrating strategic, organizational and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization. **Organization Science**, Vol. 10, No. 1, pp. 1-26, 1999.
- MARTIN, Stephen. Market power and/or efficiency? **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 70, No. 2, pp. 331-335, 1988
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **A oligopolização do mercado bancário**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=536639>>. Acesso em 26 de março de 2009.
- NAKANE, M. A test of competition in brazilian banking. Texto para discussão 02/2001, FEA-USP, 2001. **Estudos Econômicos**, Vol. 32, no. 2, (Abr-Jun 2002): 203-224.

- NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**. Winter 1991; 5, 1; ABI/INFORM Global. pg. 97.
- \_\_\_\_\_. Institutions and Economic Theory. **American Economist**. Spring 1992; 36, 1; ABI/INFORM Global. pg. 3.
- \_\_\_\_\_. What do we mean by rationality? **Public Choice** (1986-1998); Sep 1993; 77, 1; ABI/INFORM Global. pg. 159.
- \_\_\_\_\_. Economic performance through time. **The American Economic Review**; Jun 1994; 84, 3; ABI/INFORM Global. pg. 359.
- PELTZMAN, S. The gains and losses from industrial concentration. **Journal of Law and Economics** 20, 229-263, 1977.
- PENROSE, Edith T. **The theory of the growth of the firm**. New York: Oxford University Press Inc., 1995.
- PETERAF, M. A.; BERGEN, M.E. Scanning dynamic competitive landscapes: a market-based and resource-based framework. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 10, p. 1027-1041, 2003.
- PFEFFER, Jeffrey. Merger as a response to organizational interdependence. **Administrative Science Quarterly**, Vol. 17, No. 3, pp. 382-394, 1972.
- PORTER, Michael E. The structure within industries and companies' performance. **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 61, No. 2., pp. 214-227, 1979.
- \_\_\_\_\_. **Competitive Strategy**, New York: Free Press. Cap. 7. 1980.
- \_\_\_\_\_. **Competitive Advantage**. New York: Free Press, 1985.
- RUMELT, Richard P., SCHENDEL, Dan, TEECE, David J.. Strategic management and economics. **Strategic Management Journal**, v. 12, Issue Special Issue: Fundamental Research Issues in Strategy and Economics, p. 5-29, 1991.
- STIGLER, G. J. Monopoly and oligopoly by mergers. In Capitalism and monopolist competition: 1. The theory of oligopoly. Papers and proceedings of The Sixty-Second Annual Meeting of the American Economic Association **The American Economic Review**, vol.40, no. 2, p. 23-34, 1950.
- TAVARES, Martus A. R. Concentração bancária no Brasil: uma evidência empírica. **Revista de Administração de Empresas**, 25 (4): 55-63, out/dez 1985.
- TEECE, David J.; PISANO, Gary; SHUEN, Amy. Dynamic capabilities and strategic management. **Strategic Management Journal** (1986-1998): 18; 7; ABI/INFORM Global. p. 509. Aug 1997.
- TRAUTWEIN, Friedrich. Merger motives and merger prescriptions. **Strategic Management Journal**, Vol. 11, No. 4, pp. 283-295, 1990.
- WERNERFELT, Birger. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal** (pre-1986): 5; 2; ABI/INFORM Global. p. 17, 1984.
- WESTON, J. Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, restructuring & corporate governance**. 3. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001. cap. 1, 6, 7.
- WILLIAMSON, Oliver E. Strategizing, economizing, and economic organization. **Strategic Management Journal** (1986-1998). 12, SPECIAL ISSUE; ABI/INFORM Global. pg. 75, 1991.
- \_\_\_\_\_. The new institutional economics: taking stock, looking ahead. **Journal of Economic Literature**. Sep 2000; 38, 3; ABI/INFORM Global. pg. 595.
- YU, Peiyi, LUU, Bac Van. Banking Mergers: The impact of financial liberalization on the taiwanese banking industry. **Review of Quantitative Finance and Accounting**; 20, 4; ABI/INFORM Global. pg. 385, 2003.
- ZÚÑIGA-VICENTE, José Ángel, FUENTE-SABATÉ, Juan Manuel de la, SUÁREZ-GONZÁLEZ, Isabel. Dynamics of the strategic group membership–performance linkage in rapidly changing environments. **Journal of Business Research**. v. 57, p. 1378– 1390, 2004.