

ANÁLISE FINANCEIRA EX POST DAS ESTRATÉGIAS DA AQUISIÇÃO DO BANCO BANESPA PELO SANTANDER

EX POST FINANCIAL ANALYSIS OF THE STRATEGIES OF ACQUISITION OF BANK BANESPA BY SANTANDER

Emiliana Teixeira VEZOZZO¹

Resumo: Análise Financeira ex post do Banco Banespa pelo Santander foi motivada pelo grande impacto econômico e cultural que tal fato proporcional não somente ao público interno da companhia, mas também em grande parte dos operadores do mercado financeiro. O Artigo analisa desde as estratégias de compra por parte do Santander até os reflexos no mercado financeiro provocados pela aquisição. O referencial teórico baseia-se nos cálculos de MVA - MARKET VALUE ADDED e EVA - ECONOMIC VALUE ADDED, bem como nas premissas básicas de negociação em casos de Fusões e Aquisições.

Palavras-chave: Aquisição. Banespa. Santander.

Abstract: A Financial Analysis of the ex post by Banco Santander Banespa was motivated by great cultural and economic impact that this fact proportional not only to the company's workforce, but also in most financial market operators. The article analyzes the strategies provided by the purchase of Santander until the reflections in the financial markets caused by the acquisition. The theoretical calculations based on the MVA - MARKET VALUE ADDED and EVA - ECONOMIC VALUE ADDED, as well as the basic assumptions of negotiation in cases of Mergers and Acquisitions.

Keywords: Acquisition. Banespa. Santander.

I Introdução

Em novembro de 2000, o cenário era de mudança de século, críticas contrárias às políticas de privatizações, a aquisição do BANESPA pelo Santander, com um ágio de 281,02% fez com que os principais *players* do mercado questionassem a estratégia de penetração adotada pelo Banco Espanhol.

O objetivo geral deste estudo é realizar uma análise do contexto da aquisição do Banespa pelo Santander, suas principais estratégias, e os resultados financeiros gerados aos acionistas *ex post* aquisição.

São objetivos específicos do artigo:

¹ Mestranda em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de SP, PUC/SP, email: emivezozzo@hotmail.com

- Fundamentar teoricamente as estratégias financeiras em eventos de aquisições, bem como os conceitos de avaliação financeira de empresas;
- Demonstrar com a utilização de métricas de avaliação financeira de empresas os resultados obtidos após a aquisição.

É de alta relevância a análise das estratégias de penetração no próspero mercado bancário brasileiro, utilizadas neste histórico processo de aquisição realizado pelo Banco Santander.

A análise do caso possibilita a reflexão dos impactos financeiros aos acionistas, gerados após a aquisição, bem como a avaliação da eficiência das estratégias utilizadas pelo Santander.

O Estudo de Caso, apesar de não possibilitar generalizações, fornece à comunidade científica e financeira subsídios e parâmetros para análise de outros processos de aquisições e estratégias de penetração de mercado.

2 Referencial teórico

2.1 Market Value Added - MVA

Segundo Bringham e Gapenski (1997, p. 62) o principal objetivo do investimento é a criação de valor de riqueza para o investidor, isto é, se os seus administradores foram capazes de adicionar valor ao capital investido pelos acionistas. Este conceito procede para a avaliação de instituições financeiras.

A riqueza do acionista é maximizada através da maximização da diferença entre o valor de mercado do capital dos acionistas e o montante de capital que eles investiram na empresa, chamada de Market Value Added (MVA), isto é, o valor de mercado agregado.

Conforme Bastos (1999) o MVA é como um prêmio de mercado acima (ou abaixo) do valor econômico do Patrimônio Líquido do banco e reflete a percepção de mercado em relação a capacidade de criar valor, conforme figura 1.

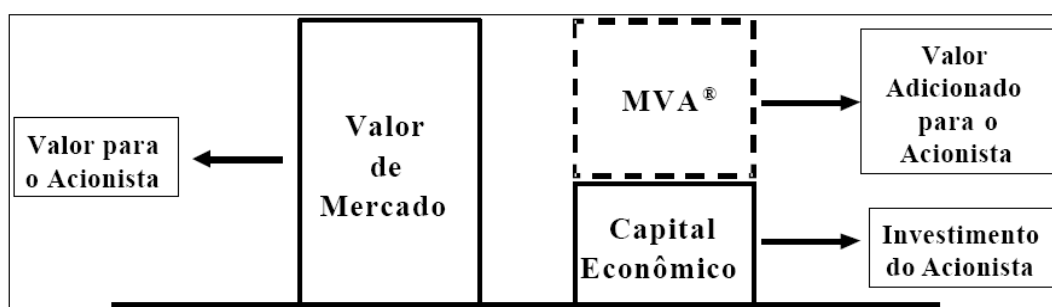


Figura 1 – Market Value Added - **Fonte:** BASTOS (1999)

Conforme EHRBAR (1998, p. 44), o MVA pode ser desenvolvido pela equação seguinte:

$$\text{MVA} = \text{Valor de Mercado} - \text{TCI}$$

Onde:

Valor de mercado é resultante da soma do capital de terceiros e do capital dos acionistas, ambos avaliados pelo mercado;

TCI significa Capital Total Investido.

2.2 Economic Value Added – EVA

O referencial teórico utilizado neste trabalho tem origem no modelo de lucro econômico definido por Alfred Marshall (1890) como lucro líquido após dedução dos juros sobre o capital empregado a uma taxa corrente, além do custo de oportunidade deste capital.

Em 1980 Joel Stern e Bennet G. Stewart a partir das premissas de Marshall sobre o lucro econômico ou residual (Residual Income), desenvolveram o EVA. Segundo STEWART o EVA é uma medida real do grau de sucesso de uma empresa, resultando da diferença entre o lucro operacional e o custo do capital empregado na geração do lucro. Assim, o EVA cresce se o lucro operacional puder ser aumentado sem empregar mais capital, se novos capitais puderem ser investidos em projetos que rendam mais do que o custo total do capital investido e se o capital investido puder ser retirado das unidades de negócios que não gerem retorno adequados.

Conforme Bastos (1999) o MVA não é a medida da criação da riqueza mais eficaz para avaliar desempenho para as instituições financeiras, pois não consegue mensurar as unidades de negócio a preços de mercado. Outro motivo é o fato de o preço das ações de um banco apresentar volatilidade sistemática de mercado, o que acaba por intervir na avaliação de desempenho, já que as oscilações do mercado independem de controle e méritos dos seus administradores.

Uyemura, Cantor E Pettit (1996) apresentam várias razões que qualificam o EVA como a melhor medida de desempenho para um banco. Avaliação da dinâmica de riscos da organização e a aplicação de metodologia para alocação de capital de fácil mensuração ao gerenciamento são alguns dos exemplos que se destacam no EVA.

Martelanc, Pasin e Cavacante (2005) descrevem o EVA como:

Receita

(-) custos, despesas e tributos operacionais

(=) lucro operacional

(-) custo do capital de terceiros (líquido)

(=) lucro líquido

(-) custo do capital próprio

(=) lucro econômico (EVA)

O lucro econômico ou residual tem como objetivo verificar o valor criado ou destruído de um negócio em um dado período de tempo, cuja equação, de acordo com Copeland (2002) é a seguinte:

$$1) \text{ EVA} = \text{Capital Investido} \times (\text{ROIC} - \text{CMPC})$$

Onde:

ROIC é o retorno sobre o capital investido, calculado a partir da divisão entre o Lucro Operacional Ajustado (LOA) contabilizado no exercício (t+1), e o Capital Operacional Investido (COI) no início do exercício (t).

CMCP é o custo médio do capital ponderado

$$2) \text{ EVA} = \text{NOPLAT} - \text{Encargo de Capital}$$

Onde:

EVA é o lucro operacional líquido menos impostos ajustados

NOPLAT = Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, isto é, lucro líquido menos os impostos ajustados.

O EVA também pode ser explicado conforme figura 2 desenvolvida por Bastos (1999).

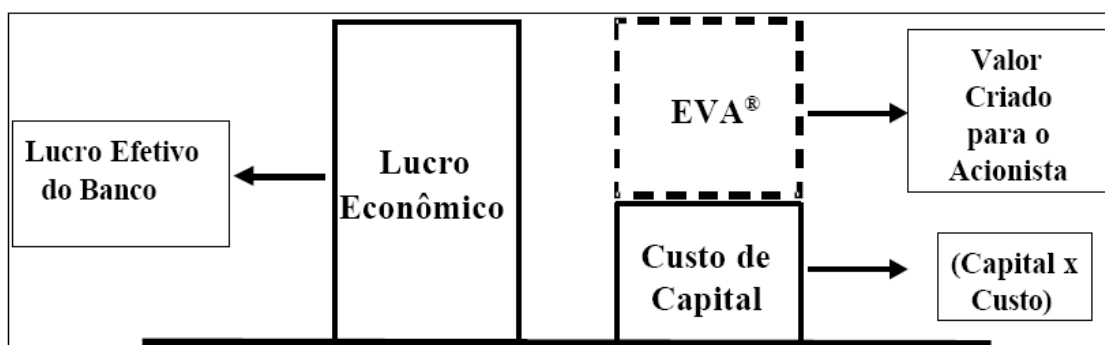


Figura 2 – Economic Value Added

Fonte: BASTOS (1999)

De acordo com Santos (2005) o custo médio ponderado de capital corresponde a média das taxas de custos das diversas fontes de financiamento a longo prazo que integram a estrutura de capital da empresa. A Formula Resumida do CPMC pode ser traduzida em:

$$\text{CMPC} = \{[(W_{ct} \times \text{CLct})] + (W_{pl} \times \text{CAPM})\}$$

Sendo:

W_{ct} = Proporção da dívida de longo prazo (Capital de Terceiros) sobre o Capital Total

CLct = Custo Líquido do capital de terceiros de longo prazo

W_{pl} = Proporção do capital de acionista sobre o Capital Total

CAPM = Custo do capital de acionista

O custo do capital próprio, utilizou-se o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), teve sua origem em pesquisas realizadas por Markowitz, no artigo *Portfolio Selection* de 1959, que introduziu o conceito de variância para medir o risco calculado, a partir da covariância entre os ativos.

Securato (1993, p. 27) afirma que embora todos os dias as pessoas se deparem com situações que envolvam riscos nas suas mais variadas formas, sua conceituação é muito difícil. Além disso, existe também a dificuldade de mensuração do grau de risco envolvido, pois uma situação que para um indivíduo pode ser considerada de alto risco, para outra pode ter um risco aceitável, sendo muitas vezes esse o motivo que permite a realização de negócios.

O modelo desenvolvido por Sharpe (1963) é uma continuação da teoria de Markowitz, incluindo o retorno do ativo livre de risco para calcular o retorno esperado de um ativo, o qual se relaciona o seu beta mediante a security market line ou linha de mercado de títulos.

$$K_j = \text{RF} + [b_j \times (K_m - \text{RF})]$$

Onde:

K_j = retorno exigido sobre o ativo j

RF = taxa de retorno livre de risco, medida geralmente pelo retorno sobre um Título do Tesouro.

B_j = coeficiente beta ou índice de risco não-diversificável para o ativo j

K_m = retorno de mercado; retorno sobre a carteira de ativos de mercado

Para a estimativa do custo do capital próprio Securato (1993), Damodaran (1999), Copelan; Koller e Murrin (2002) e Ross; Westerfield e Jaffe (2005) recomendam a utilização do CAPM, e este será o modelo adotado neste artigo.

2.3 Fusões e Aquisições

Uma fusão ou aquisição tem como principal objetivo resolver deficiências em termos tecnológicos, mercadológicos ou de talentos para a gestão do negócio.

As principais razões para ocorrência de fusões ou aquisições são apresentadas na tabela a seguir:

Tabela 1 – Razões para Ocorrência de Fusões ou Aquisições

TEORIA	CARACTERÍSTICAS
Eficiência	A fusão é um modo de melhorar o desempenho da administração ou obter algum ganho sinérgico.
Informação e Sinalização	A fusão informa ao mercado e à administração que a empresa está subavaliada.
Poder de Mercado	A fusão aumenta a participação de mercado da empresa.
Vantagens Fiscais	A empresa pode, por meio da aquisição, beneficiar-se de créditos fiscais.
Status e Vaidade	A compra é ocasião de festejar o próprio sucesso.
Comissionamento de Executivos	Alguns executivos ganham prêmios e promoções quando a transação é concluída.

Fonte: Martelanc, Pasin e Cavalcante, 2005.

Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), as fusões significam quaisquer combinações que formem uma unidade econômica com base em duas ou mais entidades prévias.

Existem diversas formas de combinação de empresas, dependendo principalmente da configuração das sociedades resultantes. No âmbito legal, há clara distinção entre fusão, incorporação e aquisição. Para a teoria de finanças, entretanto, essa distinção não é tratada com o mesmo rigor. (BRITO; BATISTELLA; FAMÁ, 2005).

Todo processo de aquisição ou fusão deve ser minuciosamente planejado e requer levar em conta desde a definição do valor da empresa a ser adquirida ou fundida até a estrutura da organização pós-fusão.

Pesquisas realizadas nos últimos dez anos pela empresa Deloitte Touche Tohmatsu, demonstram que cerca de 50% das fusões e aquisições mundiais não foram bem sucedidas e

que somente 17% criaram valor de maneira significativa para a empresa adquirente ou para a resultante de uma fusão. Os resultados dessas operações são apresentados na figura a seguir:

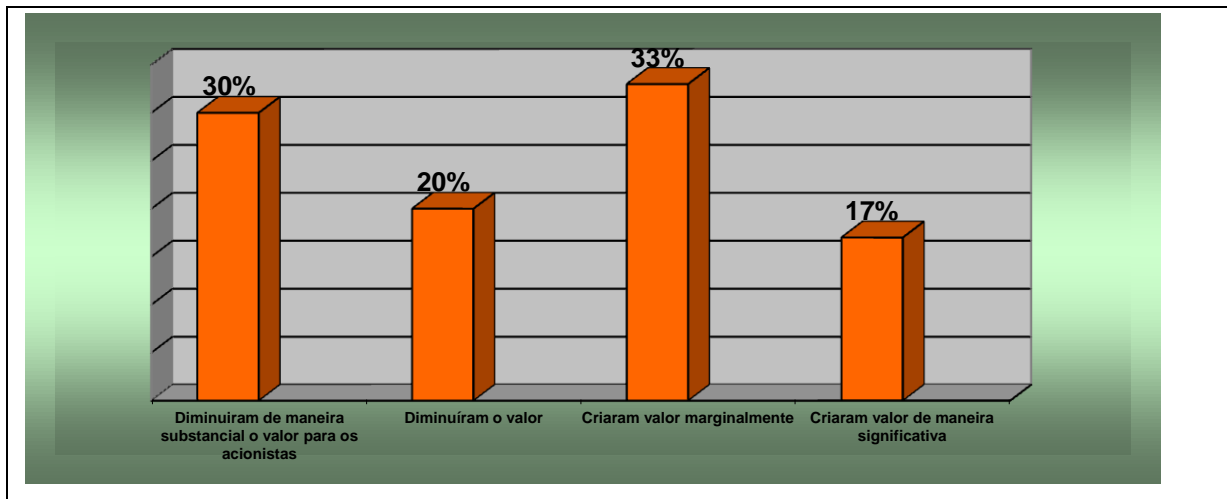


Figura 3 – Fusões e Criação de Valor
Fonte: Martelanc, Pasin e Cavalcante, 2005.

Embora muitas aquisições não apresentem resultados positivos, diversos estudos apontam para o fato de que as fusões e aquisições geram bons resultados para os envolvidos e podem ser muito lucrativas.

O mercado de fusões no Brasil tem apresentado elevado número de operações nos últimos anos. Na década de 1990, as operações ocorreram em meio a um contexto bastante particular da economia, destacando-se a abertura do mercado, a busca da estabilidade, a desregulamentação de diversos setores e o programa de privatizações. Esses fatores implicaram um movimento de ajuste no mercado e de adequação na estrutura de controle das empresas, favorecendo a ocorrência de fusões.

Segundo estudo realizado pela KPMG (2003), entre 1993 e 2002 ocorreram aproximadamente 2,8 mil fusões no Brasil, e o setor financeiro foi um dos mais importantes nesse movimento. Essas fusões contribuíram para a redução do número de instituições que atuam no mercado. Conforme informações do Banco Central do Brasil (2003), a quantidade de bancos do sistema financeiro passou de 246, em 1994, para 167, em 2002, representando uma redução de 32% no número de instituições. (BRITO; BATISTELLA e FAMÁ, 2005).

Na tabela abaixo pode ser observada a quantidade de bancos no Brasil no período de 1988 a 2002.

Tabela 1 – Evolução do Número de Bancos no Brasil

Quantidade de Bancos no Brasil

Ano	Quantidade	Ano	Quantidade
1988	106	1997	217
1989	179	1998	203
1990	216	1999	193
1992	234	2000	192
1994	246	2001	182
1996	231	2002	167

Fonte: Banco Central do Brasil (2003).

As fusões e aquisições precisam ocorrer em função de uma estratégia de crescimento baseada no valor que essas transações vão agregar, e não apenas no crescimento em si.

A sinergia é extremamente importante nestes processos, pois o valor de uma empresa para seus novos donos é função do seu valor para os antigos proprietários mais o valor da sinergia gerada.

Sinergia é a capacidade que uma combinação de empresas tem de ser mais lucrativa do que a soma dos lucros das empresas consideradas individualmente. É o chamado efeito $2 + 2 = 5$. Assim, no que se refere a fusões e aquisições, é benéfico realizar uma aquisição quando o valor da sinergia é superior aos custos da aquisição, que são compostos pelo prêmio pago pela empresa alvo e pelos custos de transação. (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005)

As fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando, assim, a eficiência da economia como um todo. Geralmente, as fontes de sinergia são maiores nas transações horizontais, ou seja, naquelas que envolvem empresas do mesmo setor. Isso ocorre porque a similaridade das tarefas, dos procedimentos e das normas é muito grande os departamentos exercem funções bastante semelhantes.

A aquisição de uma empresa pode demandar o pagamento de um ágio, ou seja, de um valor maior do que o valor de mercado da empresa.

Em geral, o ágio nas transações de fusões e aquisições pode ocorrer pelos seguintes fatores:

Tabela 2 – Roteiro de uma negociação para aquisição

Apresentação de uma oferta superior à dos possíveis concorrentes pela empresa desejada
Imposição de barreiras à entrada de outros concorrentes no mercado de atuação da empresa e remoção de um concorrente atual
Necessidade de convencer o vendedor a fazer negócio
Importância estratégica da empresa alva para a empresa adquirente
Obtenção de alguma vantagem competitiva sustentável no longo prazo
Compensação dos proprietários e dos gerentes devido à ameaça à segurança
Entrada em um mercado ou setor estratégico para a empresa
Conquista ou manutenção da liderança do mercado

Fonte: Martelanc, Pasin e Cavalcante, 2005.

A existência de ágio deixa claro que o preço pago por uma empresa também está ligado às expectativas de retorno do negócio para a empresa compradora.

De maneira geral, o mercado interpreta cada aquisição de acordo com a criação de valor dela esperada. Aquisições vistas como criadoras de valor contribuirão para o aumento do preço das ações, ao passo que as tidas como destruidoras ajudarão a reduzir seu preço. Quando o preço de uma ação cai após o anúncio de uma aquisição é porque o mercado interpretou que o valor presente da sinergia a ser gerada não é superior ao ágio pago, e vice-versa.(MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005)

3 Metodologia

O caminho metodológico adotado para o desenvolvimento deste artigo foi de cunho bibliográfico, e através da realização de um estudo de caso.

Segundo Yin (2001, p.19) os estudos de caso são estratégicos quando um estudo levanta questões referentes a “como” e “por quê”.

O estudo de caso é a estratégia escolhida ao se examinarem acontecimentos contemporâneos, mas quando não se podem manipular comportamentos relevantes. O estudo de caso conta com muitas das técnicas utilizadas pelas pesquisas históricas, mas acrescenta duas fontes de evidências que usualmente não são incluídas no repertório de um historiador: observação direta e série sistemática de entrevistas. (YIN, 2001, p. 27).

Martins (2006, p. 3) aponta que o relatório do estudo de caso deve apresentar indicadores de confiabilidade: “o pesquisador deve testar, contrastar possíveis coerências entre os achados do estudo e resultados de outras investigações com semelhantes propósitos.”

Para Schramm, (1971), a essência de um estudo de caso é a tentativa de esclarecimento de uma decisão ou um conjunto de decisões. Ou seja, é intuito do estudo de caso analisar a motivação das decisões e os resultados posteriores a sua implementação.

Neste estudo do caso da Aquisição do Banespa pelo Banco Santander, a intenção foi analisar a situação e o contexto deste fato, buscando, através de uma análise quantitativa, gerada pelas métricas de avaliação de empresa, cálculos do EVA e MVA, uma explicação sobre a legitimidade da decisão de compra.

4 Análise do caso de aquisição Banespa

Em novembro de 2000 uma das aquisições mais impactantes do setor financeiro brasileiro ocorreu: a aquisição do Banespa pelo Banco Santander.

O fato gerou expectativa para a comunidade financeira e acadêmica no sentido de verificar se a estratégia adotada foi realmente bem sucedida.

Através de levantamento de informações pertinentes a evolução de resultados e patrimônio do Banespa, ex post aquisição, pode-se observar que os indicadores apontam para a progressão positiva em relação aos resultados financeiros, bem como em relação aos níveis de valorização patrimonial.

Os valores das ações aferidos nos últimos sete anos demonstram tal evolução:



Fonte: dados primários (2009).

Os dados foram coletados pelo software Economática e embasados pelo referencial teórico deste trabalho precisaram ser tratados para a metodologia do estudo de caso e análises:

- Os dados obtidos no economática apresentavam diversas informações que poderiam ser sintetizadas em outras contas do balanço e do demonstrativo do resultado.
- O Lucro Operacional Ajustado (LOA), Capital Operacional Investido e o Retorno sobre o Capital investido precisaram ser calculados para a demonstração do EVA e MVA.
- O CMPC e o CAPM também foram calculados para a obtenção do EVA e MVA. Foi adotado um beta de 0,8 conforme premissa de mercado e será uma limitação desta pesquisa.
- Foi calculado o EVA do Banespa para os anos de 2000 a 2008 e o MVA médio deste período.

As tabelas a seguir demonstram este tratamento:

LUCRO OPERACIONAL AJUSTADO (LOA_{t+1})									
Em \$ Milhões	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Rec. da Intermediação Fin.	8.355.658	11.347.035	13.156.930	9.091.824	10.088.076	13.001.568	14.158.516	14.959.057	30.354.954
(-) Despesas da Intermed. Fin	-5.091.499	-7.235.253	-8.798.930	-4.515.806	-4.725.272	-7.337.481	-8.979.542	-9.010.111	-23.449.635
(=) Result. Bruto Intermed. Fin.	3.264.159	4.111.782	4.358.000	4.576.018	5.362.804	5.664.087	5.178.974	5.948.946	6.905.319
(+/-) Outras Res. Operacionais	-4.846.889	-2.959.371	-1.133.318	-2.613.683	-3.295.512	-3.161.384	-3.537.490	-3.892.448	-5.652.424
(-) Depreciação	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Resultado Operac. (LAJIR)	-1.582.730	1.152.411	3.224.682	1.962.335	2.067.292	2.502.703	1.641.484	2.056.498	1.252.895
(-) IR	-155.149	94.266	-602.917	-254.383	-88.641	-88.648	-9.478	-230.070	973.341
= Lucro Operacional Ajustado	-1.737.879	1.246.677	2.621.765	1.707.952	1.978.651	2.414.055	1.632.006	1.826.428	2.226.236

CAPITAL OPERACIONAL INVESTIDO (COI)									
CAPITAL DE GIRO - Em \$ Mil	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Ativo Circulante Operacional	53.140.076	55.999.497	53.914.721	57.043.901	43.464.551	58.678.166	69.655.827	85.915.553	194.149.492
Passivo Circulante Operacional	50.211.887	51.971.234	49.291.158	50.890.638	43.792.681	61.274.139	70.826.073	82.055.792	177.036.042
= Capital de Giro Op. Líquido (a)	2.928.189	4.028.263	4.623.563	6.153.263	-328.130	-2.595.973	-1.170.246	3.859.761	17.113.450
CAPITAL IMOBILIZADO - Em \$ Mil	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Imobilizado Bruto	673.999	804.038	663.793	670.042	614.441	631.903	693.134	715.387	3.650.334
Depreciação Acumulada	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Imobilizado Líquido (b)	673.999	804.038	663.793	670.042	614.441	631.903	693.134	715.387	3.650.334
OALP - OPLP	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
= Capital Operacional (a+b)	3.602.188	4.832.301	5.287.356	6.823.305	286.311	-1.964.070	-477.112	4.575.148	20.763.784

ROIC	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Lucro Operacional Ajustado	-1.737.879	1.246.677	2.621.765	1.707.952	1.978.651	2.414.055	1.632.006	1.826.428	2.226.236
Capital Investido Começo do Ano	2.928.189	4.028.263	4.623.563	6.153.263	-328.130	-2.595.973	-1.170.246	3.859.761	17.113.450
ROIC	-59,35%	30,95%	56,70%	27,76%	-603,01%	-206,29%	42,28%	47,32%	13,01%

DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA LIVRES									
Em \$ MILHÕES	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
= Lucro Operacional Ajustado	-1.737.879	1.246.677	2.621.765	1.707.952	1.978.651	2.414.055	1.632.006	1.826.428	2.226.236
+ Depreciação	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fluxo de Caixa Bruto	-1.737.879	1.246.677	2.621.765	1.707.952	1.978.651	2.414.055	1.632.006	1.826.428	2.226.236
Varição no Capital de Giro		-1.100.074	-595.300	-1.529.700	6.481.393	2.267.843	-1.425.727	-5.030.007	-13.253.689
Varição no Imobilizado Bruto		-130.039	140.245	-6.249	55.601	-17.462	-61.231	-22.253	-2.934.947
Var. em Outros Ativos ou Passivos		0	0	0	-24.111.551	-4.433.110	-7.206.636	963.926	-79.469.250
Var. em Outros Itens do At. Perm.		-103.548	-113.106	-336.194	-186.846	355.096	13.442	139.460	-27.627.247
= Fluxo de Caixa Livre	-1.737.879	-86.984	2.053.604	-164.191	-15.782.752	586.422	-7.048.146	-2.122.446	-121.058.897

Os cálculos das métricas - CAPM, CMPC, EVA e MVA - para análise do desempenho, são de primordial importância para proferir uma análise financeira.

CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (CPMC)									
ITEM	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Taxa Livre de Risco (SELIC)*	15,76%	19,05%	24,90%	16,32%	17,74%	18,00%	13,19%	11,18%	13,66%
Beta* (Premissa 0,800)	0,800	0,800	0,800	0,800	0,800	0,800	0,800	0,800	0,800
CAPM	12,61%	15,24%	19,92%	13,06%	14,19%	14,40%	10,55%	8,94%	10,93%
Custo Bruto da Dívida de LP	10%	10%	10%	11%	10%	10%	7%	6%	6%
aliquota do IR	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Custo Líq. Dívida de LP	8,29%	8,50%	8,50%	9,35%	8,29%	8,29%	5,82%	5,31%	5,31%
Dívida Onerosa de LP no CP	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Patrimônio Líquido	4.215.767	5.425.750	5.996.886	7.816.249	8.629.859	7.536.937	8.114.564	9.418.324	48.756.557
Dívida de Longo Prazo	0	0	0	0	16.943.239	19.919.148	28.037.387	30.620.513	114.280.194
Fundos Totais	4.215.767	5.425.750	5.996.886	7.816.249	25.573.098	27.456.085	36.151.951	40.038.837	163.036.751
Patrimônio Líquido / Fundos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	33,75%	27,45%	22,45%	23,52%	29,91%
Dívida de Longo Prazo / Fundos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	66,25%	72,55%	77,55%	76,48%	70,09%
CMPC	12,61%	15,24%	19,92%	13,06%	9,46%	9,06%	6,21%	5,56%	6,43%
EVA	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
COI	2.928.189	4.028.263	4.623.563	6.153.263	-328.130	-1.170.246	3.859.761	17.113.450	17.113.450
ROIC	-59,35%	30,95%	56,70%	27,76%	-603,01%	-206,29%	42,28%	47,32%	13,01%
CMPC	12,61%	15,24%	19,92%	13,06%	14,19%	14,40%	10,55%	8,94%	10,93%
EVA	-2.107.065	632.770	1.700.751	904.582	2.025.219	2.582.570	1.224.724	6.567.409	356.078
MVA	9.961.666,71								

Conforme referencial teórico e metodológico utilizado neste trabalho, observa-se que o LOA após o período de compra pelo Santander teve uma evolução significativa, passando de um prejuízo de R\$ 1.737.879 em 2000 para um lucro de R\$ 1.246.677 para o ano seguinte. Este resultado operacional tende a ser explicado pelo aumento de receitas de intermediações financeiras.

Nos anos seguintes o lucro operacional teve aumentos relativamente menores em média de R\$ 2.000.000 com oscilações em 2004 e 2006.

O Retorno do Capital Investido (ROIC) teve um aumento expressivo após o período de aquisição. Observa-se um ROIC atípico em 2004 e 2005, o que tende a ser uma estruturação da operação Santander no Brasil.

O MVA ou valor de mercado agregado foi calculado de acordo com o valor presente dos EVA e foi de R\$ 9.961.667 o que demonstra uma medida cumulativa da performance da empresa. No entanto conforme recomendação de autores como Bastos (1999) e Uyemura, Cantor e Pettit (1996) foi utilizado o cálculo de EVA para obtenção do grau de sucesso desta aquisição.

Calculando o EVA ou valor econômico adicionado, observa-se um crescimento no período de aquisição que se mantém em 2002, 2004, 2005 e em 2007, sendo que neste último ano consegue seu maior sucesso com um valor econômico de R\$ 6.567.409.

Outros demonstrativos importantes dos resultados da organização, são os índices de resultado financeiro:

(Continua)

LIQUIDEZ	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Corrente	1,058	1,078	1,094	1,121	0,993	0,958	0,983	1,047	1,097
Imediata	0,058	0,107	0,034	0,034	0,030	0,038	0,026	0,033	0,053
Geral	1,058	1,078	1,094	1,121	1,113	1,074	1,066	1,071	1,059
ENDIVIDAMENTO	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Total	0,922	0,903	0,889	0,863	0,872	0,913	0,922	0,921	0,855
Alavancagem	11,910	9,579	8,219	6,511	7,038	10,773	12,183	11,964	5,975
LUCRATIVIDADE	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Margem Bruta	39,07%	36,24%	33,12%	50,33%	53,16%	43,56%	36,58%	39,77%	22,75%
Margem Operacional	-18,94%	10,16%	24,51%	21,58%	20,49%	19,25%	11,59%	13,75%	4,13%

Margem Líquida	-	23,72%	11,43%	20,79%	18,76%	16,50%	13,42%	8,90%	12,49%	5,21%
RENTABILIDADE	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	
ROI	-3,64%	2,25%	4,93%	2,89%	2,39%	1,96%	1,18%	1,53%	0,46%	
RPL	-	47,02%	23,91%	45,62%	21,82%	19,29%	23,14%	15,53%	19,84%	3,24%

(Conclusão)

5 Considerações finais

Com base nos resultados obtidos e na revisão das teorias de finanças utilizadas neste artigo, observa-se que após a aquisição do Banespa pelo Grupo Santander, os resultados financeiros tendem a demonstrar um sucesso na transição público-privada e na forma de gestão e controle do capital humano e financeiro.

Também verificou que os investidores apresentam maior grau de satisfação na empresa, pois investem mais e obtêm um retorno maximizado, o que é explicado pela teoria de finanças para o MVA e EVA de geração de valor.

No entanto é de suma importância ressaltar as limitações desta pesquisa, pois foram utilizadas premissas como o beta de mercado para os bancos nacionais em torno de 0,800 e utilizado a taxa SELIC para calcular o CAPM.

Como o objetivo deste trabalho era demonstrar a rentabilidade para a empresa e acionistas desta após o período de aquisição, é ressaltado que para instituições financeiras a utilização do EVA como melhor ferramenta, pois o MVA não consegue mensurar as unidades de negócios e o fato das ações apresentarem volatilidade que não podem ser controladas pelos administradores.

6 Referências

BASTOS, N.T. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. **Revista de Administração**, São Paulo, v.34, n.3, p.68-73, 1999.

BRITO, G.; BATISTELLA: F. D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista Administração**, São Paulo, v.40, n.4, p.353-360, out./dez. 2005.

BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L.C. **Financial management**: theory and practice. 8. ed. Orlando: The Dryden Press, 1997.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas “Valuation”**: Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Traduzido por Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro, RJ: Qualitymark, 1997.

EHRBAR Al. **EVA**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

MARSHALL, A. **Princípios de economia**: tratado introdutório. São Paulo: Nova Cultural, 1996. v.1 Coleção Os Economistas.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas**: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor. São Paulo: Person Prentice Hall, 2005.

MARTINS, G. de A. **Estudo de caso**: uma estratégia de pesquisa. São Paulo: Atlas, 2006.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **Journal of Finance**. American Finance Association, v. 7, n.1, p. 77-91, mar. 1952.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**: corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance American Finance Association**, v. 19, n.3, p. 425-442, sep. 1964.

STEWART III, G. B. **The quest for value**: the EVA[®] management guide. New York: Harper Business, 1990.

SECURATO, J. R. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas, 1993

SANTOS, J. O. dos. **Avaliação de Empresas**: cálculo e interpretação do valor das empresas: Um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005.

SCHRAMM, W. **Notes on case studies of instructional media projects**. Working paper, the Academy for Educational Development. Washington, DC, 1971.

YIN, R. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2001.