



MATHEUS DE CARVALHO FERREIRA

**ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DE
INTERNACIONALIZAÇÃO DAS MAIORES INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2000 A 2016**

LAVRAS - MG

2018

MATHEUS DE CARVALHO FERREIRA

**ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DE INTERNACIONALIZAÇÃO DAS MAIORES
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2000 A 2016**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Mestre.

Prof.(a). Ph.D Cristina Lélis Leal Calegário
Orientadora

LAVRAS - MG

2018

**Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca Universitária da UFLA,
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Ferreira, Matheus de Carvalho.

Análise das estratégias de internacionalização das maiores instituições financeiras brasileiras : no período de 2000 a 2016 / Matheus de Carvalho Ferreira. - 2017.

77 p.

Orientadora: Cristina Lelis Leal Calegario.

Dissertação (mestrado acadêmico) - Universidade Federal de Lavras, 2017.

Bibliografia.

1. Internacionalização. 2. Greenfield. 3. Fusões e aquisições. I. Calegario, Cristina Lelis Leal. II. Título.

MATHEUS DE CARVALHO FERREIRA

**ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DE INTERNACIONALIZAÇÃO DAS MAIORES
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2000 A 2016**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Mestre.

APROVADA em 30 de março de 2017.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho UFLA

Prof. Dr. Fabrício Molica de Mendonça UFSJ

Prof.(a). Ph.D Cristina Lélis Leal Calegário

Orientadora

LAVRAS - MG

2018

Ao meu pai Menoti, eterna inspiraço.

(In memoriam).

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus que ilumina meu caminho e abre portas para meu futuro.

À minha mãe Joana e minhas irmãs Vanessa e Lívia que me apoiam e incentivam incondicionalmente para minha realização pessoal e profissional, abraçando os desafios junto comigo. Ao meu pai sempre presente em meus pensamentos e meu grande exemplo.

À minha namorada Mariana que com seu carinho, afeto e compreensão me auxilia na realização deste e outros desafios e, com certeza, é uma das responsáveis por esta conquista.

Aos meus queridos familiares e amigos que permanecem carinhosamente torcendo por mim e ao consultor Richard Hernani pela parceria, dedicação e orientação.

Aos colegas do Banco do Brasil pelo apoio e confiança em meu trabalho e a toda equipe da AABB que me fornece aprendizado constante.

À Universidade Corporativa do Banco do Brasil que concedeu o suporte necessário para conciliar as atividades acadêmicas com a jornada de trabalho do BB.

À Universidade Federal de Lavras, ao Departamento de Administração e Economia, aos professores, funcionários, alunos do PPGA e minha orientadora Cristina Calegário agradeço por minha formação e toda orientação fornecida.

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi analisar os impactos nas estratégias de internacionalização de três grandes instituições financeiras brasileiras na perspectiva do Paradigma Eclético de Dunning. A metodologia utilizada no estudo foi análise de séries temporais através da técnica de análise de intervenção. O estudo utilizou dados dos eventos ocorridos entre os anos de 2000 e 2016 disponibilizados pelo Banco Central do Brasil e analisou os impactos e magnitude das operações de Investimentos Diretos no Exterior (IDE) no exterior do tipo Fusões e Aquisições e também *greenfield* nas diretrizes estratégicas denominadas como Busca de Eficiência, Busca de Mercados e Busca por Recursos. O estudo identificou que grande parte dos investimentos realizados representou uma intervenção à série temporal, tanto para fusões e aquisições como para investimentos via *greenfield* e que os bancos apresentam diferentes resultados em função dos diferentes tipos de IDE realizados. Verificou-se também que os impactos ocorridos não são apenas positivos para a empresa e que investimentos podem repercutir em mais de um enfoque estratégico simultaneamente, seja este impacto positivo ou também os positivos para uma estratégia mas impactando negativamente outra, além disso o estudo elucida a relevância dos investimentos via *greenfield* para as instituições financeiras.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. *Greenfield*. Análise de Intervenção. Internacionalização. Instituições financeiras.

ABSTRACT

This study aims to analyze the internationalization strategies' impacts of three large Brazilian financial institutions from the the Dunning Eclectic Paradigm perspective. The methodology was time series analysis through the intervention analysis technique. The study used the data from Banco Central do Brasil from events between the years 2000 and 2016 and analyzed the impacts and magnitude of the Foreign Investment Operations (FDI) operations abroad of the type Mergers and Acquisitions and also greenfield in the strategic guidelines entitled Efficiency Seeking, Markets Seeking and Resources Seeking. It was observed that, most of the investments were considered an intervention, both for mergers and acquisitions of investments in the context of integrated development. It has also been found that the impacts are not only positive for a company and that the investments can have repercussions on more than one strategic approach simultaneously positive or, in some cases, the positive returns obtained in detriment of another. Finally, the study demonstrates relevance of greenfield investments to institutions.

Key Words: Mergers and acquisitions. Greenfield. Intervention Analysis. Internationalization. Banks.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	Contextualização do tema	11
1.2	Objetivos geral e específicos	11
1.2.1	Objetivo geral	11
1.3	Objetivos específicos	12
1.4	Justificativas da pesquisa	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1	Empresa multinacional	13
2.2	Teorias de internacionalização de empresas	14
2.3	Paradigma Eclético de Dunning - Teoria <i>OLI</i>	16
2.4	Formas de atuação internacional dos bancos	23
2.5	Análise de séries temporais	25
3	METODOLOGIA	28
3.1	Tipo de pesquisa	28
3.2	Objeto de estudo e amostragem	28
3.3	Técnicas e instrumentos de coleta de dados	31
3.4	Definição das variáveis e hipóteses da pesquisa	31
3.5	Análise e interpretação dos dados	35
3.5.1	Modelos de séries temporais	35
3.5.2	Análise de intervenção	37
3.5.3	Procedimentos estatísticos	39
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	42
4.1	Intervenções relativas a fusões e aquisições no exterior	42
4.1.1	Banco do Brasil	42
4.1.2	Bradesco	49
4.1.3	Itaú	52
4.2	Resultados para as intervenções relativas a investimentos diretos no exterior do tipo <i>Greenfield</i>	56
4.2.1	Banco do Brasil	56
4.2.2	Bradesco	61
4.2.3	Itaú	64
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
	REFERÊNCIAS	73

1 INTRODUÇÃO

A internacionalização do sistema bancário brasileiro se intensificou a partir da década de 1990 e trouxe consigo inúmeras formas de integração financeira e também sobre fluxo de investimento realizado no exterior ou oriundo deste (FREITAS, 2011). O crescimento do comércio e dos negócios internacionais é proveniente da nova estrutura mundial globalizada. Segundo Luthans e Doh (2009) a globalização é um processo de integração social, político, econômico, cultural e tecnológico entre países pelo mundo, formando assim um mercado único. A globalização contribuiu para o cenário em que o Estado coexiste com corporações internacionais e empresas transnacionais, além das organizações Internacionais e blocos regionais pelo processo de interdependência (COSTA, 2015).

Vários estímulos levam empresas do mundo inteiro a globalizar-se, proporcionando sua participação em mercados estrangeiros. As operações realizadas no mundo todo não apenas possibilitam à empresa ter acesso a recursos especializados e a novos mercados, mas também abrem novas fontes de informação para estimular e desenvolver produtos futuros (FURLAN et al., 2015). Neste novo cenário, os Investimentos Diretos no Exterior (IDE) que abrangem as operações de fusões e aquisições (F&A) e as de investimento denominadas *greenfield*, que no caso específico de bancos, abrangem processos de abertura de novas subagências, agências, corretoras de valores, escritórios de representação e subsidiárias, são estratégias frequentemente utilizadas em resposta ao acirramento da concorrência e da globalização.

As operações de IDE são utilizadas com o objetivo de expansão para novas regiões, desenvolvimento gerencial, tecnológico, incremento de retorno aos acionistas, pela criação de valor e sinergia diante do processo. Também, busca-se obtenção de economias de escala, consolidação de mercados, aumento de *market share*, melhoria de eficiência, busca por recursos, entre outros.

Os bancos comerciais são as principais instituições que atuam nos mercados financeiros internacionais em função das atividades desenvolvidas, tais como: recebimento de depósito, concessão de empréstimos, serviços financeiros de câmbio, seguros, operações com derivativos, entre outros (ROBERTS, 2000).

O setor bancário brasileiro apresenta instituições com elevados volumes de ativos e grandes quantidades de transações de IDE. Compreender melhor as estratégias e os propósitos que direcionaram tais transações é relevante para o mercado e *stakeholders*. Nesse estudo propõe-se, por meio de métodos quantitativos, relacionar as estratégias dos processos de F&A

e *greenfield* das principais instituições financeiras brasileiras que atuam no exterior com enfoque no Paradigma Eclético de Dunning.

O Paradigma Eclético de Dunning ou *OLI* é baseado em teorias econômicas que visam analisar os diversos fatores que influenciam a decisão da internacionalização por parte das empresas, identificando os benefícios competitivos oriundos das vantagens de propriedade (*Ownership*), de localidade (*Localization*) e de internalização (*Internalization*) (GUERRA; SENHORAS, 2015). Nesse contexto, Dunning (1993) propõe quatro objetivos para as estratégias de expansão dos investimentos internacionais: busca por recursos naturais; busca por mercados; busca de eficiência e busca de ativos estratégicos.

A ideia é identificar qual a estratégia principal por trás de cada investimento no exterior realizado pelos bancos, de acordo com a teoria de Dunning.

Diversos estudos aplicados às empresas têm sido desenvolvidos utilizando a abordagem *OLI*. Tais estudos analisam alguns setores como: a indústria eletrônica (BUCKLEY; CLEGG; WANG, 2006), setor de manufatura (WANG et al., 2010), setor automotivo e logístico (BUCKLEY et al., 2010); que não são direcionados às instituições financeiras. Já os trabalhos com o setor financeiro relacionam as F&A com o Paradigma Eclético e outras teorias de investimento direto estrangeiro, no entanto em sua maioria são qualitativos. Como o trabalho de Pereira (2007) que analisou o processo de IDE em alguns setores brasileiros, estudo de caso da internacionalização do Banco do Brasil de Sereno (2013), os estudos de caso do Banco Itaú Unibanco de Serra (2011) e Oliveira (2014), entre outros.

Neste trabalho, parte-se do pressuposto de que as instituições financeiras também definem as estratégias de investimento no exterior segundo Dunning (1993) e Dunning (2000), uma vez que esta abordagem promove uma visão de análise generalista e abrangente que explica o motivo pelo qual as empresas realizam a internacionalização por meio de F&A.

Segundo Nunes et al. (2011), com relação ao investimento direto estrangeiro (IDE) os bancos avaliam os custos e riscos de entrada em novos mercados com as oportunidades domésticas existentes e com outras modalidades de serviços externos. No entanto, é importante avaliar o impacto dos processos de F&A e de investimentos do tipo *greenfield* no desempenho das instituições em relação às estratégias de expansão estabelecidas. Diante desse cenário desenvolve-se o presente estudo definindo como problema de pesquisa, a seguinte questão: Qual a influência dos processos de internacionalização das maiores instituições financeiras do Brasil sobre sua eficiência, sua participação de mercado e em sua estrutura de recursos?

1.1 Contextualização do tema

O contexto competitivo, caracterizado principalmente pela necessidade de expansão global e diversificada, explica a explosão do movimento de formação de acordos de cooperação, alianças estratégicas, Investimentos Diretos no Exterior via *greenfield* e Fusões e Aquisições (F&A). O investimento *greenfield* caracteriza-se pela construção de novas instalações de produção por um investidor, já F&A diz respeito a transferência de ativos existentes (ROBERTO, 2004; HOSCHEIDT, 2015).

De acordo com o quadro evolutivo das operações de F&A no Brasil, o período mais significativo foi entre os anos de 1996 e 2000 e em 2007 e 2008, com uma explosão no número de operações (KPMG INTERNATIONAL CORPORATIVE, 2009). São dois tipos de transações: as domésticas, que são realizadas exclusivamente com capital nacional em empresas nacionais ou com capital estrangeiro em empresas estrangeiras; e as *cross border*, que envolvem empresas brasileiras que adquirem empresas de capital estrangeiro e vice-versa.

A ampliação das F&A no setor financeiro brasileiro, na década de 1990, ocorreu devido a fatores como: maior estabilidade proporcionada pelo Plano Real, ações do governo para evitar uma crise bancária, realização de fusão, incorporação e privatização de bancos públicos, maior abertura econômica e flexibilidade das regulações no setor, ocasionando expansão de conglomerados financeiros de escala global. Neste período, os bancos brasileiros estavam mais focados em sua consolidação e atuação no mercado doméstico do que em sua atuação global (PESSANHA et al., 2010).

A intensificação dos processos de internacionalização dos bancos brasileiros ocorreu mais intensamente na última década, sob a condição de *late movers* (entrantes tardios), em que há um desafio maior para se estabelecerem em outros mercados. Desta forma a pesquisa busca entender melhor os motivadores e estratégias de atuação global das instituições financeiras brasileiras.

1.2 Objetivos geral e específicos

1.2.1 Objetivo geral

Analisar os processos de investimento direto no exterior das principais instituições financeiras brasileiras, verificando os impactos sobre a eficiência da organização, na participação de mercado e em sua estrutura de recursos.

1.3 Objetivos específicos

Verificar a existência e magnitude dos impactos causados pelos processos de Fusões, Aquisições e *greenfield* sobre a:

- a) Eficiência da organização;
- b) Participação de mercado da organização;
- c) Estrutura de recursos da organização;

1.4 Justificativas da pesquisa

A globalização e o acirramento da concorrência levam as empresas, incluindo as do setor bancário, a buscar novos mercados de atuação. A pesquisa vem suprir o campo teórico do IDE em instituições financeiras, setor relevante para o mercado brasileiro e com estudos específicos escassos e, em sua maioria, de outros países e instituições estrangeiras.

Busca-se identificar os determinantes e estratégias envolvidas nos processos de internacionalização estudados e impactos nos resultados da instituição financeira. Poucos são os estudos que analisam e identificam quantitativamente características e objetivos dos processos de IDE, tais como, Fusões, Aquisições e *greenfield* realizadas no exterior.

Dessa forma, há necessidade de um conhecimento maior dos determinantes das Fusões e Aquisições no setor e da atuação internacional dos bancos. Fornecerá também informações importantes para demais instituições que pretendam se internacionalizar, apontando-lhes indicativos das práticas que foram adotadas. Contribuirá para um melhor entendimento do processo de internacionalização de firmas do setor financeiro, complementação dos estudos acadêmicos com o aperfeiçoamento das metodologias utilizadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Empresa multinacional

A empresa multinacional é definida como uma empresa que possui subsidiárias, filiais, ou afiliadas em operação localizadas em países diferentes de sua sede. Suas atividades podem estar relacionadas inclusive à prestação de serviços como consultoria, contabilidade, construção, serviços jurídicos, propagandas, entretenimento, telecomunicações, hospedagem e serviços bancários. Para algumas empresas sua propriedade é tão internacionalmente dispersa que são conhecidas como empresas transnacionais, pois são administradas por meio de uma perspectiva global e não apenas do seu país de origem (EITEMAN et al., 2013).

A expansão do comércio internacional ao longo das últimas décadas resultou em uma integração mundial das economias e dos sistemas financeiros em uma intensidade muito elevada. As revoluções dos setores de transportes, comunicações e de tecnologias eletrônicas digitais aplicadas à computação e à comunicação facilitaram o crescimento dos vínculos comerciais e financeiros (MINSKY, 1990).

Deve-se levar em conta que as atividades bancárias são mais reguladas do que as atividades comerciais e industriais, portanto o processo de internacionalização sempre foi mais complexo (CORAZZA e OLIVEIRA, 2007). O processo contínuo de globalização das atividades econômicas impulsiona essas instituições a crescerem e ampliarem seus processos de internacionalização, alternando períodos de estabilidade com aceleração (POZZOLO, 2008). Roberts (2000) enfatiza que este movimento é impulsionado por, além da globalização, outros fatores como aumento da concorrência, desregulamentação crescente do setor financeiro e progresso tecnológico, tornando-se corporações maiores e mais poderosas.

Na América Latina, esse fenômeno ocorreu de maneira mais intensa a partir da década de 1990. Nesse período o Sistema Financeiro Nacional (SFN) brasileiro passou por reestruturações em função da liquidação de bancos, privatização de bancos estatais e entrada de novos bancos estrangeiros. Desta forma, ao passo que os grandes bancos europeus expandiam sua participação internacional, os bancos domésticos preocupavam-se com sua estratégia e participação local, postergando o processo de internacionalização que se intensificou, de fato, na próxima década, na condição de *late movers* (entrantes tardios) (NUNES et al., 2011).

Para Dunning (1971) uma empresa multinacional é a empresa proprietária do controle de instalações produtivas em mais de um país. As empresas multinacionais utilizam de uma

série de critérios para o seu processo de tomada de decisão, em geral avaliando oportunidades criadas por falhas de mercado (ARAÚJO, 2013).

O IDE é dado como um processo crescente e contínuo de envolvimento de uma empresa nas operações com outros países fora de seu local de origem (BRASIL; GOULART; ARRUDA, 1994). Com base em uma visão economicista, Dunning (2001) considera que o investimento em outros países seria uma escolha racional tendo em vista os custos de transação envolvidos, em outras palavras, as organizações buscariam a melhor forma de entrar em mercados estrangeiros levando em conta os custos e os riscos envolvidos. Segundo esta abordagem, a decisão de investir em outro país é estratégica e está relacionada à vantagem competitiva que a organização deseja obter com o processo em questão (AMATUCCI, 2009).

Eiteman *et al.* (2013) trata ainda dos riscos políticos do IDE, descrevendo-os como riscos específicos da empresa, riscos específicos do país e riscos específicos de transações globais. Os riscos específicos da empresa são os riscos políticos que afetam seus projetos ou seu corporativismo, por exemplo, o risco de governança - conflito de objetivos entre o governo anfitrião e a empresa multinacional. Os riscos específicos do país que também impactam seus projetos e o nível corporativo, mas são oriundos do país. Como exemplo: riscos culturais e institucionais decorrentes da estrutura de propriedades, tradição religiosa, protecionismo, normas de recursos humanos, e outros. E os riscos específicos de transações globais, em nível mundial, como exemplo: o terrorismo, movimentos antiglobalização, questões ambientais, pobreza e ataques cibernéticos.

Deste modo, ainda que se tenha uma excelente análise específica de risco, não é possível prever todos os cenários, já que a situação econômica e política dos países não são estáticas. Portanto as empresas multinacionais precisam planejar ações de proteção para minimizar risco de danos por mudanças imprevistas e se preparar para o desconhecido (EITEMAN *et al.*, 2013).

2.2 Teorias de internacionalização de empresas

O Paradigma Eclético de Dunning ou Teoria *OLI* será o foco das discussões neste trabalho, mas outras teorias de internacionalização de empresas foram estudadas para adequada contextualização e compreensão mais abrangente dos diversos fatores que norteiam os desafios e decisão para realização de Investimentos Diretos no Exterior e, muitos deles, encontram-se implícitos no Paradigma de Dunning. Dentre elas temos as teorias: do Poder de

Mercado, proposta por Hymer; Teoria de Internalização; Modelo de *Uppsala*; Sinergia; Hipótese de Hubris; dentre outras.

A teoria proposta por Hymer foi uma das primeiras teorias a tratar de motivadores do Investimento Direto no Exterior (IDE). A Teoria do Poder de Mercado tem como base a busca de lucros de monopólio por meio de empresas dominantes em seus mercados locais, que necessita de investimento de operações externas (SOUZA e FENILI, 2012).

Para Hymer (1960/1976), há diversos motivadores para uma firma realizar IDE e operar internacionalmente. O investidor geralmente busca o controle direto sobre as operações para ter maior controle sobre o investimento realizado. Mas há também o tipo de investimento que é realizado para reduzir ou remover a competição ou para se apropriar de competências e habilidades da empresa adquirida. De acordo com Graham (2002), uma das contribuições de Hymer é o reconhecimento de que o IDE ocorre no contexto da organização industrial - considerando imperfeições do mundo real e, também, pelo fato de se situar a empresa multinacional como agente protagonista do IDE.

A Teoria da Internalização associa-se à Teoria dos Custos de Transação (WILLIAMSON, 1979), desenvolvida a partir do trabalho de Coase (1937) sobre o modo eficiente de se organizarem atividades transacionais entre firmas, formalizando suas transações através de contratos, reduzindo as incertezas e as resguardando.

De acordo com Buckley e Casson (1976), a Teoria da Internalização busca explicitar a relação entre custos e benefícios de se coordenarem atividades econômicas transnacionais internamente, através de gestão da firma, ao invés de externamente, por meio do mercado. Possuem como base as imperfeições nos mercados, as firmas atuam buscando a maximização de seus lucros. Com esse objetivo, a empresa internaliza e integra as transações dispendiosas realizadas pelo mercado, reduzindo seus custos.

O Modelo de *Uppsala* pretende ser um mecanismo explicativo básico sobre as etapas de um processo de internacionalização. O modelo de Uppsala apresenta o processo de internacionalização não como o resultado de uma alocação ótima de recursos de acordo com a perspectiva macroeconômica dos países ou a perspectiva microeconômica das dinâmicas industriais entre empresas, mas oriunda de um processo incremental. Deste modo, o processo de internacionalização da empresa se daria por meio de estágios sequenciais em ordem incremental de comprometimento de recursos. Assim, as organizações primeiramente iriam explorar seus mercados domésticos, posteriormente começariam a realizar exportações. Com o aumento do fluxo comercial, seriam estabelecidas subsidiárias de vendas, possibilitando a elevação do comprometimento com o mercado internacional, e seu ápice ocorre com o

estabelecimento de unidades de produção no estrangeiro (JOHANSON; WIEDERSHEIM, 1975; JOHANSON; VAHLNE, 1977).

As sinergias em F&A complementam a visão destes autores. Para Berkovitch e Narayanan (1993), a hipótese da sinergia pode ser entendida quando o valor combinado das firmas em processo de F&A é maior do que se elas tivessem separadas. De acordo com Tortato (1999), o enfoque se dá em escala e sinergia, na qual a combinação de duas empresas pode oferecer vantagens estratégicas significativas devido à complementaridade de pontos fortes, competências, posições de mercados ativos, produtos e tecnologia, ganhos operacionais e aprendizagem.

Numa fusão as sinergias operacionais e gerenciais são advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (DE CAMARGOS; COUTINHO, 2008).

O valor criado pela combinação entre as empresas pode resultar de uma gestão mais eficiente, as economias de escala, a melhoria das técnicas de produção, a combinação de recursos complementares, o redirecionamento de recursos para usos mais rentáveis, a exploração do poder de mercado, ou qualquer número de mecanismos de criação de valor que caem sob a rubrica geral de sinergia corporativa (BRADLEY; DESAI, 1988). Outra importante fonte de sinergia é a transferência de ativos intangíveis como *know-how* entre as empresas combinadas. Os ganhos são compartilhados entre as firmas compradoras e vendedoras (SETH et al., 2000).

Com relação aos retornos abaixo dos previstos para a F&A, podem ser justificados pela Hipótese da Agência e a Hipótese de Hubris. A hipótese de agência sugere que algumas fusões e aquisições são motivadas por interesses pessoais dos gestores da empresa adquirente, fazendo com que os acionistas incorram em perdas (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993). A Hipótese Hubris sugere que ocorrem erros na estimação de ativos pelo excesso de autoconfiança - por erros de avaliação dos administradores, o que levaria a uma sobrevalorização da empresa-alvo (ROLL, 1986).

2.3 Paradigma Eclético de Dunning - Teoria *OLI*

Dunning (2001) complementa a teoria da internalização e propõe o denominado Paradigma Eclético ou Teoria *OLI*. De acordo com Eiteman *et al.* (2013), este paradigma é uma tentativa de criar um modelo geral para explicar por que as Empresas Multinacionais

preferem o IDE a outros modos de entradas nos mercados, como *joint ventures*, alianças estratégicas, contratos administrativos e exportação. De acordo com Acioly (2004), a Teoria Eclética de Dunning é uma tentativa de unir todas essas contribuições para construir uma abordagem mais completa sobre o IDE. Existe, assim, um amplo conjunto de fatores determinantes no investimento direto estrangeiro.

As variáveis propostas por Dunning (2000) são três conjuntos interdependentes denominados: (O) *ownership* - vantagens de propriedade, (L) *localization* - de localização e ; (I) - *internalization* de internalização.

Primeiro subparadigma: a vantagem de propriedade (O - *ownership*) são as vantagens competitivas das empresas que investem mais em relação a outras empresas (especialmente os domiciliados no país em que estão buscando fazer os seus investimentos). Este sub-paradigma está relacionado às vantagens específicas das empresas. Compreende as vantagens competitivas das empresas que estão dispostas a realizar ou mesmo ampliarem seus IDE. São denominadas na terminologia de Dunning, *ownership specific advantages* (O).

Estes elementos podem ser elencados em vantagens de natureza estrutural, a partir da posse de ativos específicos (*asset - Oa*) e vantagens de natureza transacional (*transaction - Ot*). As vantagens de natureza estrutural relacionam-se com a posse de ativos intangíveis como patentes, marcas, técnicas e/ou habilidades de produção e tecnológicas, por exemplo. Para as vantagens de natureza transacional temos a capacidade de a empresa gerenciar de forma hierárquica, que se expressa na *common governance* de seus negócios nos diversos países e/ou regiões (DUNNING, 1988).

As vantagens de propriedade ainda são divididas em duas categorias: aquelas em que a posse proporciona uma renda acima do normal num determinado período de tempo, significando as vantagens de propriedade estáticas (*static O advantages*) e; aquelas relacionadas à habilidade e/ou capacidade da empresa em sustentar e ampliar sua renda acima do normal gerando ativos ao longo do tempo, expressando as vantagens de propriedade dinâmicas (*dynamic O advantages*) (DUNNING, 2000).

O segundo subparadigma trata das vantagens de localização (L - *locational*) que agregam valor para as empresas multinacionais. As vantagens de localização referem-se às vantagens comparativas de diferentes regiões em relação ao mercado e a economia nacional, como: o acesso, custo e distribuição das matérias-primas; custos logísticos e; políticas governamentais que sejam atrativas a criação de filiais.

Conforme exposto por Dunning (2000), as teorias de distribuição geográfica dos IDE incluem o componente locacional da teoria de ciclo de vida do produto de Vernon, a teoria

'*follow my leader*', de Knickerbocker, que aborda a formação de agrupamentos de empresas e de Rugman que trabalha com a diversificação, demonstrando que as empresas se internacionalizam para evitar que seus investimentos estejam todos 'na mesma cesta' (localidade) minimizando riscos. (VERNON, 1966; KNICKERBOCKER, 1973; RUGMAN, 1979). O autor apresenta ainda que quanto maior for a disponibilidade de recursos naturais, mercado consumidor, nível de infraestrutura, política de incentivo e promoção do investimento, nível de desenvolvimento econômico, ambiente institucional favorável, dentre outros, maiores os estímulos às empresas para realizarem investimentos na região e, deste modo, explorar suas vantagens de propriedade.

O terceiro subparadigma, denominado de vantagens de internalização, (*I - internalization*) trata da substituição de custos de mercado, por custos burocráticos (AMATUCCI, 2009), isto é, a opção pela internalização de serviços que poderiam ter sido ofertados pelo mercado. Ou seja, relaciona-se às formas como as empresas aproveitam vantagens de propriedade e localização e esta também analisa se a empresa prefere internalizar suas atividades no país de destino ou estabelecer uma relação contratual ou de licença com uma empresa local; uma empresa internalizará suas transações quando os custos de transação associados a essas operações forem menores que os gerados via mercado.

Tais definições evidenciam que esses três subparadigmas do Paradigma Eclético são estruturados em dois tipos de vantagens: as específicas à firma - vantagens de propriedade e de internalização; e as específicas ao país receptor do IDE - vantagens de localização (PEREIRA, 2007).

O desafio para as empresas multinacionais está no desenvolvimento da configuração ideal destes conjuntos de elementos, tendo em vista que os mesmos são fortemente influenciados por seu contexto específico e dinâmico, ainda mais em níveis econômicos e políticos dos países de origem e dos países em que as firmas pretendem investir (DUNNING, 2000).

Os estudiosos identificaram que estas vantagens de localização, propriedade e internalização, combinadas, possibilitam a existência de quatro tipos de investimento direto pelas empresas no exterior. Estes investimentos possuem estratégias diferentes e segmentadas de acordo com seus objetivos principais, são elas: 1) Busca por mercados (*market seeking*); 2) Busca por recursos (*resource seeking*); 3) Busca por eficiência (*efficiency seeking*); 4) Busca por recursos estratégicos (*strategic asset seeking*).

O tipo de estratégia denominado como *market seeking* por Dunning, ou seja, busca por mercados, relaciona-se com o ingresso em uma nova região, explorando seu mercado

doméstico, visando ampliar compradores/clientes. Sendo assim, os motivadores neste tipo de estratégia são: o tamanho dos mercados e/ou potencial de crescimento; infraestrutura física e institucional para auxiliar na exploração do mercado alvo; políticas governamentais que potencializem a atuação e exploração dos mercados e que não limite a atuação da empresa; proximidade dos consumidores (DUNNING, 1997 e 2000).

Outro tipo de estratégia estabelecido é o denominado *resource seeking*, ou seja, busca por recursos. Este direcionamento visa o acesso aos recursos existentes no país destino, podendo ser recursos naturais, financeiros e humanos, por exemplo, minérios, produtos agrícolas, mão de obra com baixa qualificação ou outro fator de produção abundante ou de menor custo. Podemos elencar alguns fatores motivadores das empresas a realizarem IDE: disponibilidade de recursos naturais (minérios, agrícolas, etc) a preços baixos e de qualidade; infraestrutura para exploração dos recursos e também logísticos; subsídios para investimentos; potencial para desenvolvimento da estrutura local; disponibilidade de empresas para firmar parcerias produtivas e estratégicas; custos reduzidos de capital.

A busca por eficiência (*efficiency seeking*) destina-se a promover uma divisão mais eficiente do trabalho, visando o aumento da produtividade, por exemplo, com melhoria do nível dos produtos e dos processos; este tipo estratégico para realização do IDE busca racionalizar a estrutura da empresa e associa-se com o desenvolvimento de economias de escala e de escopo da gestão centralizada de suas unidades, embora geograficamente estejam distantes. Deste modo, os motivadores das firmas a realizarem este tipo de IDE são: os reduzidos custos de produção quando comparados a outros mercados; economias de escala e de segmentação especializada de produção; promoção a investimentos por meio de políticas públicas; comercialização de bens intermediários internamente.

Por fim, a busca por recursos estratégicos (*strategic asset seeking*) destinam-se a proteger, ou aumentar, as vantagens específicas das firmas, ou reduzir as das firmas concorrentes. Ou seja, este tipo de IDE busca manter ou ampliar os diferenciais da empresa, por meio da aquisição de ativos estratégicos que resultem em ganhos de sinergia, trata-se de investimentos que potencializem as vantagens de propriedade da empresa e seus motivadores são: disponibilidade de mercados com tais características potenciais; apoio institucional para obtenção de recursos; oportunidades de crescimento e aprendizado pela interação com outros produtores; desenvolvimento de programas educacionais e treinamentos por parte do governo local para qualificação de mão de obra. A Tabela 1 sintetiza as estratégias de IDE e seus principais determinantes.

As diferentes estratégias podem coexistir desde que não sejam conflitantes, nos processos de internacionalização sem causar problemas ao mesmo (AÑEZ, 2005). Para análise do desempenho empresarial pode-se adotar diferentes caminhos e perspectivas, entretanto há um consenso de que as empresas devem buscar pela maximização da riqueza dos investidores (GITMAN, 2004; NETO, 2010).

Tabela 1 - Estratégias de Investimento Direto Estrangeiro e seus Principais Determinantes (continua)

Estratégia de IDE	Principais Determinantes
Busca de Eficiência (<i>Efficiency Seeking</i>)	Elevar os retornos (lucros) da empresa em função dos benefícios estabelecidos / incorporados Baixo custo da produção se comparado a outros países potenciais Liberdade de comercialização de bens intermediários intrafirma Presença de economias de aglomeração e/ou clusters especializados Oportunidade para novas iniciativas para empresas investidoras, ambiente empreendedor do qual estimule a competitividade e cooperação entre os bancos
Busca de Recursos (<i>Resource Seeking</i>)	Disponibilidade de recursos a preços baixos e de qualidade Infraestrutura para exploração dos recursos e escoamento da produção Incentivos aos investimentos, como redução de impostos e subsídios à exportação Oportunidades para desenvolvimento de infraestrutura local Disponibilidade de empresas locais para firmar parcerias em atividades intensivas em recursos Expandir as fontes de captação de recursos Oferta de capital a custo baixo para captação Otimizar o uso dos recursos disponíveis
Busca de Mercados (<i>Market Seeking</i>)	Tamanho dos mercados locais e/ou potencial de crescimento Presença de empresas locais com competitividade suficiente para atuar como fornecedoras Infraestrutura física e institucional capaz de auxiliar na exploração dos mercados Políticas para auxiliar a exploração dos mercados e que não restrinjam a atuação das empresas multinacionais Ofertar instrumentos para as empresas exportadoras Atuar em mercados em desenvolvimento Estabelecer operação em mercados que seus concorrentes já estejam presentes Acompanhar o cliente no exterior Proximidade com os consumidores

Tabela 1 - Estratégias de Investimento Direto Estrangeiro e seus Principais Determinantes (conclusão)

Busca de Ativos Estratégicos (<i>Strategic Asset Seeking</i>)	Disponibilidade de recursos e mercados que permitam a promoção e desenvolvimento das vantagens de propriedade Aparato institucional que auxilie na obtenção desses recursos Canais de comercialização preexistentes Oportunidades para incremento do conhecimento e aprendizado através da interação outros produtores Acesso a informações acerca das instituições formais e informais do país de destino do IDE Executar estratégia de crescimento Adquirir novos conhecimentos e competências Acesso a diferentes culturas, instituições e sistemas; e diferentes demandas e preferências de consumidores Desenvolver mentalidade global Forte atuação do governo para o desenvolvimento dos recursos humanos
--	---

Fonte: Elaborado pelo autor. Adaptação de Dunning (1998), Pereira (2007) e Nunes e Serra (2011)

Diversos estudos foram realizados abordando IDE e a Teoria *OLI*, no entanto esse número diminui ao pesquisar estudos específicos para instituições financeiras, e, se levarmos em conta o tipo de pesquisa, temos uma quantidade bastante limitada de estudos quantitativos envolvendo internacionalização de instituições financeiras.

O estudo de Oliveira (2016) trabalhou com as empresas multinacionais portuguesas, para conhecer mais sobre sua atuação internacional, o tipo de atuação de suas subsidiárias, as localidades escolhidas por elas e comparar seus resultados com empresas que não atuam internacionalmente. O estudo elucida o panorama geral de atuação das empresas portuguesas, conclui que há forte diversidade geográfica, elevada diversidade no tipo de subsidiária adquirida na medida em que em nenhum dos países da amostra existe um único tipo de subsidiária, mas sim múltiplos. Tal observação é representativa da procura de eficiência e vantagens de localização, recursos e propriedade que as multinacionais portuguesas encontraram nestes países.

Pimentel *et. al.* (2014) realizou um estudo sobre a inserção internacional das empresas farmacêuticas brasileiras, identificando que a atuação além-fronteiras do setor ainda é limitada, tendo em vista que o mercado local tem sido suficiente para sustentar o crescimento das empresas. Mas a internacionalização é uma alternativa para a continuidade da expansão das empresas e para internalização de competências tecnológicas (Recursos Estratégicos) em cenários de concorrência mais acirrada, com provável redução da rentabilidade, e mudanças de mercado - menos espaços competitivos para o lançamento de genéricos de síntese química. Os autores sugerem ainda que a atuação do BNDES deve ocorrer para incentivar o sistema de

inovação destas empresas brasileiras, mas desde que as competências sejam internalizadas no Brasil.

A indústria de *franchising* como o modo de entrada internacional também foi objeto de estudo por Dunning *et al.* (2007). As estratégias de atuação foram analisadas usando o Paradigma *OLI*, identificou que a eficiência da exploração de ativos tem sido considerada como a determinante central que afeta a escolha do modo organizacional dos franqueadores, além de outros fatores como aquisição de competências e conhecimentos. A pesquisa demonstrou que os franqueadores buscam objetivos globais distintos diante das diferentes estratégias e tipos de atuação internacional, bem como buscam locais e parceiros estrangeiros como fontes de aprendizagem dinâmica.

Com relação a trabalhos tratando especificamente de trabalhos utilizando o Paradigma *OLI* com instituições financeiras no mercado brasileiro temos os trabalhos de Pereira (2007) e Nunes *et al.* (2011). O primeiro objetivou analisar os determinantes das estratégias das empresas transnacionais para a realização do investimento direto externo no Brasil, nos setores bancário, automotivo e de alimentos e bebidas. O autor conclui que as empresas transnacionais vieram em busca de explorar o mercado local (*market seeking strategies*), dada à melhora nas vantagens de localização do Brasil, mas que passada expectativa formada imediatamente após o Plano Real, principalmente quanto à expansão do mercado interno, as empresas passaram a incorporar elementos da estratégia busca de eficiência (*efficiency seeking strategies*) para manter-se no mercado e/ou seus níveis de retorno dos investimentos, cada setor dentro de sua realidade específica.

O trabalho de Nunes *et al.* (2011) aborda um estudo de caso do Banco Itaú que objetivou analisar as estratégias adotadas pelo Itaú em seu processo de internacionalização numa perspectiva de análise interdisciplinar, ao aplicar o Paradigma Eclético de Dunning, uma abordagem da teoria econômica da internacionalização, com arranjos da entrada sequencial da Escola de Uppsala e uma abordagem comportamental.

Os resultados demonstraram que na perspectiva do paradigma *OLI* de Dunning, as motivações para a entrada do banco brasileiro no Chile e Uruguai estão relacionadas à busca de mercados, já que os investimentos são orientados para a exploração do mercado dos países vizinhos; e pela busca por recursos estratégicos, considerando a incorporação de funcionários qualificados e o acesso à rede de distribuição no mercado anfitrião (NUNES *et al.*, 2011).

O estudo salienta ainda que o processo de entrada foi sequencial e incremental, à medida que o banco ganhava experiência no mercado latino, em linha com a Teoria de Uppsala. Com relação ao modo de entrada no exterior, o Itaú iniciou com a expansão orgânica

na Argentina e, posteriormente, promoveu o seu crescimento, fazendo aquisições também na Argentina, Chile, Uruguai e Paraguai. O banco privado trilha sozinho o caminho da internacionalização e vem fortalecendo a marca Itaú no mercado internacional (NUNES et al., 2011).

Os trabalhos elucidaram perspectivas novas para os estudos, principalmente no Brasil, referente à atuação internacional das instituições financeiras. No entanto, em sua maioria são trabalhos que abordam somente metodologias qualitativas, necessitando de novas perspectivas metodológicas, inclusive quantitativas, para aprofundamento desta temática de pesquisa.

2.4 Formas de atuação internacional dos bancos

Johanson e Vahlne (1977) afirmam que a internacionalização é o processo pelo qual as empresas gradativamente aumentam seu envolvimento em negócios internacionais. Segundo Roberts (2000) há duas dimensões para atuação no exterior das atividades bancárias: serviços bancários internacionais e bancos multinacionais. Os serviços bancários representam o atendimento dos clientes no exterior - viajantes, exportadores, importadores, para tanto, muitas instituições mantêm parcerias de correspondência com um conjunto de bancos no exterior. Esta relação de correspondência é a forma mais rudimentar da atividade bancária internacional.

Para Krugman e Obstfeld (2010), uma das características mais marcantes da década de 1990 é a globalização das atividades bancárias, à medida que os bancos buscam mercados além de seus países de origem em direção aos centros financeiros internacionais. Diante da maior integração da economia internacional, os bancos buscam ter presença própria nos mercados externos, assumindo várias formas: subsidiária, filial, agência, escritório de representação, parcerias estratégicas, *Edge Act* e *joint ventures* (ROBERTS, 2000; MELLO, 2014).

A forma subsidiária é a entidade legal inteiramente distinta da matriz, podendo ser de propriedade total da matriz ou possuir acionistas locais e se origina por meio de aquisição de um banco existente ou ter sido especialmente constituída. As subsidiárias são autorizadas a empreender todos os tipos de serviços e atividades bancárias. A filial é um desdobramento de propriedade total da matriz, porém é regulada pelas jurisdições regulatórias locais. Desenvolver um sistema de filiais no exterior permite aos bancos internacionais atender localmente organizações multinacionais clientes. Uma rede internacional permite a participação de forma mais completa nos mercados financeiros internacionais, permitindo

negociar em diversos fusos horários e reduzir riscos de estar mal posicionado (ROBERTS, 2000).

A agência é semelhante a filial em termos das responsabilidades do banco matriz, mas as agências não podem receber depósitos locais. São estabelecidas quando há barreiras dos governos locais para abertura de filiais, também é utilizada quando a concessão de empréstimos é a principal atividade da operação local e o padrão dos empréstimos é tal que uma filial autorizada a captar depósitos infringiria normas bancárias. Por último, a forma escritório de representação são pontos de contato dos clientes locais com os bancos, mas estes não concedem empréstimos ou captam depósitos. São estabelecidos quando há restrições do país hóspede na abertura de subsidiárias ou filiais ou como preparação para abertura destas (ROBERTS, 2000). A Tabela 2 sintetiza as estruturas de atuação dos bancos no exterior.

Tabela 2 - Estrutura de atuação Internacional dos Bancos.

Tipo	Descrição
Bancos Correspondentes	Utilizados pela maior parte dos bancos internacionais. Relacionamento com bancos locais nas maiores praças financeiras do mundo. Atividades incluem informação sobre crédito, honrar cartas de crédito e saque aceite.
Escritórios de Representação	Objetivo de dar suporte local direto aos clientes do banco com operações no exterior. Seu âmbito de atuação é muito limitado, com ênfase em informações. Não realiza operações, pois não é um banking office.
Agências e Subagências	Dependendo do tipo de jurisdição do país hospedeiro, o banco internacional pode constituir uma agência ou subsidiária. Não pode, em geral, aceitar depósitos do público. Opera bastante no suporte financeiro ao comércio internacional.
Subsidiárias e afiliadas	Banco incorporado separadamente. Atua como banco local e aceita depósitos. Regulação governamental do país hospedeiro.
Filial Bancária	Parte legal e operacional de um banco matriz, mas sim contas segregadas do banco que permitem desempenhar operações bancárias com clientes no exterior.
“Edge Act”	Arranjo legal dos Estados Unidos, que permite que subsidiárias de bancos, atuando dentro do país se engajem em operações bancárias e de financiamento no exterior.
Extensão do <i>Edge Act</i> para atividades internacionais de bancos e financiamento	A extensão do <i>Edge Act</i> , permitindo depósitos bancários, mas não contas de poupança. Podem atuar como companhias <i>holding</i> tendo participação em outros bancos e subsidiárias. Podem realizar investimentos de portfólio em ações de empresas estrangeiras.
Consócios de bancos internacionais	É uma joint venture incorporada separadamente e de propriedade de dois ou mais bancos, em geral de diferentes nacionalidades. Desenvolvem negócios próprios e se apoiam também nas suas respectivas bases de clientes.
Sociedades Corretoras de Valores Mobiliários	Instituições que tem como atividade principal ou acessória a intermediação de operações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, como é o caso dos mercados de bolsa e de balcão.

Fonte: Venturim (2015). Adaptado de Mello (2014).

2.5 Análise de séries temporais

Este tópico não terá como propósito apresentar as fórmulas e discussões matemáticas, mas sim uma abordagem sobre o conceito, os modelos, as aplicações e uma breve revisão de literatura.

As séries temporais ou séries históricas são uma sequência de dados obtidos durante um período específico com intervalos regulares. Este conjunto de dados pode ser obtido através de observações periódicas do evento de interesse. A partir do gráfico da série histórica obtemos a trajetória, ou seja, a curva obtida no referido gráfico e o conjunto de observações pode ser do tipo discreto ou contínuo (MORETTIN; TOLOI, 2006). Gujarati (2006) destaca que a disposição das séries temporais pode apresentar-se de maneira variada, em intervalos regulares ou não.

Na análise de uma série temporal, primeiramente deseja-se modelar o fenômeno estudado para, a partir daí, descrever o comportamento da série, fazer estimativas e, por último, avaliar quais os fatores que influenciaram o comportamento da série, buscando definir relações de causa e efeito entre duas ou mais séries. Para tanto, há um conjunto de técnicas estatísticas disponíveis que dependem do modelo definido (ou estimado para a série), bem como do tipo de série analisada e do objetivo do trabalho (LATORRE et al., 2001).

Uma série temporal pode ser composta por três componentes não observáveis: tendência, sazonalidade e a variação aleatória, denominada de ruído ou erro. Ao analisar uma série histórica, deve-se estudar cada um destes componentes separadamente, retirando-se o efeito dos outros.

A tendência representa o aumento ou declínio gradual nos valores das observações de uma série temporal, verifica o sentido de deslocamento da série ao longo de vários anos. Para analisa-la os dois métodos mais utilizados são os modelos de regressão polinomial, que realizam o ajuste de uma função polinomial do tempo e os modelos auto regressivos, para análise do comportamento da série ao redor de um ponto, estimando a tendência naquele ponto (LATORRE et al., 2001).

Segundo Morettin e Toloí (2006), a componente sazonal representa as flutuações da série de acordo com algum fator de sazonalidade - efeitos regulares que ocorrem em períodos fixos de tempo. Para se retirar o efeito da sazonalidade de uma série, pode-se usar a média móvel centrada no número de períodos que compõem uma repetição ou, então, utilizar a diferença entre a série original e o polinômio estimado para a sazonalidade (LATORRE et al., 2001).

A intervenção consiste em uma mudança de nível ou inclinação da série de dados num determinado instante do tempo, por algum motivo conhecido ou não, ou seja, houve alguma interferência e a série altera o perfil desenvolvido até então. Esta mudança pode ocorrer somente num instante (caráter temporário) ou durante um período de tempo (caráter permanente) (MORETTIN E TOLOI, 2006).

A intervenção, muitas vezes, pode estar obscura por três componentes da série temporal - os “ruídos”: tendência, sazonalidade e erro aleatório (SÁFADI, 2004; MORETTIN, 2006). O fato de existir tais ruídos na série pode induzir o pesquisador a tirar falsas conclusões, devido a isso, o pesquisador deve modelar a série por meio de modelos Auto Regressivos (AR), por modelos de Médias Móveis (MA), por modelos Auto Regressivos de Médias Móveis (ARMA) ou modelos Auto Regressivos Integrado de Médias Móveis com ou sem efeito Sazonal (ARIMA ou SARIMA).

Com a remoção das componentes de sazonalidade e tendência, a componente aleatória fica determinada (WHEELWRIGTH, 1985). A análise de intervenção resulta da inclusão dessas medidas e eventos excepcionais nos modelos ARIMA ou SARIMA por meio de variáveis *dummy* e, deste modo, pode-se realizar conclusões mais assertivas.

A utilização da análise de intervenção pode se manifestar em diversas áreas: ciências sociais e políticas, economia, sociologia, história, psicologia, meio ambiente, etc. Por exemplo, os estudos de Bernal *et al.* (2013) e Corcoran *et al.* (2015) que analisaram os impactos da crise e recessão financeira sobre as taxas de suicídio na Espanha e Irlanda respectivamente. No entanto, a utilização desta metodologia é incipiente para pesquisas específicas de Internacionalização ou de Instituições Financeiras.

Dentre as pesquisas já realizadas no Brasil, Souza *et al.* (2007) aplicou a metodologia de análise de intervenção para análise das exportações brasileiras de Melão - identificando que as barreiras técnicas e fitossanitárias são as principais barreiras não-tarifárias e incidem muito nas empresas do setor, impondo elevados custos.

Pessanha *et al.* (2012) aplicou a metodologia para analisar os impactos das F&A na rentabilidade dos bancos brasileiros adquirentes. Com a utilização do método, foi possível observar que as F&A foram capazes de mudar o comportamento da rentabilidade das empresas que optaram por tais estratégias. A análise de intervenção foi aplicada para analisar a influência dos IDE na rentabilidade e no risco de uma empresa do setor alimentício, concluindo que o IDE pode ter impactado negativamente o comportamento da rentabilidade da empresa (PESSANHA, 2014).

Prado (2015) analisou a Interferência das Fusões e Aquisições na Rentabilidade das Empresas de Capital Aberto do Setor de Alimento e Bebidas, concluiu que a metodologia de análise de intervenção demonstra bons resultados para o estudo das F&A, ao indicarem que estas influenciam as séries dos preços das ações e as métricas dos índices financeiros.

Ao seguir os pressupostos estatísticos e modelagem correta, os estudos que utilizam a análise de intervenção contribuem e complementam os estudos já realizados em Fusões e Aquisições e Internacionalização de empresas, complementando com técnicas já utilizadas previamente no setor.

3 METODOLOGIA

Será apresentado a seguir o tipo de pesquisa, o objeto de estudo, as técnicas de coleta de dados, análise e interpretação dos dados e definição das variáveis.

3.1 Tipo de pesquisa

Segundo Oliveira (1988), o positivismo é a atitude do pesquisador de assumir como pressupostos que a sociedade é regida por leis que independem da vontade e da ação dos homens, podendo ela, desta forma, limitar-se à observação e à explicação causal de fenômenos de modo objetivo, neutra, livre de julgamentos de valor ou ideologia e afastando, desde o começo, todas as pré-noções e pré-julgamentos.

O posicionamento positivista é composto de relações causais entre fenômenos. A existência de um fenômeno particular (Y) é explicada pela identificação de outro fenômeno (X) como sua causa ($Y f X$). O presente estudo utilizará técnicas quantitativas de análise.

O presente estudo é uma pesquisa explicativa, pois busca explicar causas, valendo-se do registro, da análise, da classificação e interpretação dos fenômenos observados. Para Gil (2010), este tipo de pesquisa objetiva identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos, aprofundando o conhecimento da realidade e explicando a razão, o porquê das coisas. Por isso mesmo, é o tipo mais complexo e delicado, já que o risco de cometer erros aumenta consideravelmente.

A pesquisa é quantitativa e utiliza dados secundários - empregando informações de demonstrações financeiras dos principais bancos comerciais que atuam no mercado brasileiro e realizaram investimentos no exterior. Lakatos e Marconi (1985) consideram, para a pesquisa quantitativa, que tudo pode ser quantificável, ou seja, a possibilidade de traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Esse tipo de pesquisa requer o uso de recursos e de técnicas estatísticas e sugere a replicação de resultados. Neste estudo, serão utilizadas técnicas estatísticas, para dimensionar os principais resultados oriundos dos processos de internacionalização de grandes bancos brasileiros.

3.2 Objeto de estudo e amostragem

O estudo foi desenvolvido com as três maiores Instituições Financeiras que atuam no Brasil (Banco do Brasil, Itaú Unibanco e Bradesco), seleção amostral por conveniência. O

período analisado compreendeu do primeiro trimestre 2000 ao terceiro trimestre de 2016, momento de maior estabilidade econômica brasileira e elevada quantidade de transações de F&A no setor financeiro, além de que em anos anteriores a 2000, o BACEN não disponibilizava as informações trimestralmente - somente de maneira semestral.

Além de serem as maiores instituições em ativos totais do sistema financeiro, estas empresas possuem características semelhantes entre si - são bancos brasileiros, com carteiras múltiplas, rede de atendimento e de agências de grande expressividade e distribuídas por todo território nacional, líderes de mercado e listadas no IBOVESPA. Isto favorece a realização adequada da análise e elimina vieses que poderiam estar intrínsecos a características de atuação, embora cada instituição possua suas especificidades.

As Tabelas 3 e 4 listam todos os eventos que foram analisados nesta pesquisa. A primeira relaciona os eventos de Fusão e Aquisição por estas instituições no exterior e a segunda as operações de investimento no exterior com operações do tipo *greenfield*.

Tabela 3 - Relação de Operações de F&A Estudadas.

MÊS	ANO	BANCO DO BRASIL - RELAÇÃO DE EVENTOS F&A
3	2002	Aquisição Max Blue Americas Holdings S.A. Madrid (Espanha)
4	2010	Aquisição Banco Patagônia
4	2011	Aquisição Euro Bank
MÊS	ANO	BRADERCO - RELAÇÃO DE EVENTOS F&A
9	2001	Aquisição Banco Espírito Santo S.A. (BES)
12	2001	Aquisição Banque Banespa International S.A., em Luxemburgo
MÊS	ANO	ITAÚ - RELAÇÃO DE EVENTOS F&A
9	2003	Participar por meio de suas subsidiárias sediado em Hong Kong República Popular da China
3	2003	Aquisição Banco BBA Creditanstalt S.A. - 13/03/2003
6	2006	Aquisição das operações do BankBoston no Brasil (12-mar-2007), Chile e Uruguai (28-mar-2007), além da totalidade do capital do BankBoston International, com sede em Miami.
1	2014	Fusão com o CorpBanca
8	2014	Aquisição da gestora de ativos chilena MunitaCruzat& Claro

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Tabela 4 - Relação de Operações *greenfield* Estudadas.

(continua)

MÊS	ANO	BANCO DO BRASIL - RELAÇÃO DE EVENTOS GREENFIELD
12	2000	Subagência em Gunma (Japão)
3	2002	Escritório de representação em Los Angeles (USA)
3	2002	Escritório de representação em Caracas (Venezuela)
12	2002	Escritório de representação em Xangai (China)
12	2003	Escritório de representação em Luanda (Angola)
6	2004	Seis subagências em Portugal
12	2004	Transformação das subagências de Hamamatsu e Gunma (Japão) em agências
12	2004	Transformação da subagência de Nagóia(Japão) em agência
6	2005	Escritório de representação na cidade em Dubai (Emirados Árabes Unidos)
6	2005	Escritório de representação em Seul (Coréia do Sul)
9	2005	Subagência em Santa Cruz de La Sierra (Bolívia), vinculada à agência de La Paz (Bolívia)
9	2007	Escritório de representação em Cidade do Panamá
12	2007	Escritório de representação em Montevidéu (Uruguai)
12	2007	Constituição de 3subsidiáriasem White Plains(Nova Iorque - EUA) - BB USA Holding Company, Inc., BB Money Transfers, Inc. e Banco do Brasil Federal Savings Bank
9	2008	Transformação da agência de Cidade do Leste(Paraguai) em subagência vinculada à agência de Assunção (Paraguai)
6	2010	Transformação do escritório de representação em Montevidéu (Uruguai) em agência
MÊS	ANO	BRADESCO - RELAÇÃO DE EVENTOS GREENFIELD
6	2000	Constituição SCVM em Nova Iorque (EUA)
12	2005	Agência em Nassau (Bahamas)
9	2007	Agência em George Town (Grand Cayman - Ilhas Cayman)
12	2007	Constituição SCVM em Londres (Inglaterra)
12	2008	Participação em sociedades corretoras de valores em Dubai (Emirados Árabes Unidos), em Hong Kong (República Popular da China) e em Tóquio (Japão) sob a forma de subsidiárias integrais
MÊS	ANO	ITAÚ - RELAÇÃO DE EVENTOS GREENFIELD
9	2000	Constituição SCVM em Nova Iorque (EUA)
6	2001	Escritório de representação em Tóquio (Japão)
12	2002	Agência em Tóquio (Japão)
9	2003	Subsidiária em Buenos Aires (Argentina)
9	2003	Subsidiárias em Hong Kong (República Popular da China)
6	2004	Constituição de uma empresa na Argentina, denominação Itaú Sociedad de Bolsa S.A.
9	2004	Escritório de representação em Xangai (China)
12	2004	Agência em Georgetown (Ilhas Cayman)
12	2005	Três subagências no Japão
12	2007	Participar no capital do Banco Itaú BuenAyre S.A., sediado em Buenos Aires(Argentina)
12	2008	Participação no capital da Itaú Ásia Securities Limited Tokyo Branch, sediada em Tóquio (Japão)
12	2008	Participação no capital da Itaú Singapore SecuritiesPte. Ltd., sediada em Cingapura

Tabela 4 - Relação de Operações *greenfield* Estudadas. (conclusão)

MÊS	ANO	ITAÚ - RELAÇÃO DE EVENTOS <i>GREENFIELD</i>
12	2008	Aumento de participação do Banco Itaú S.A. no Banco Itaú Europa S.A. - BIE; participação no capital de: Banco Itaú Europa International, sediado em EUA; BIE Bank & Trust Bahamas Ltd., sediado em Bahamas; e Banco Português de Investimentos S.A. - BPI, sediado em Portugal
9	2009	Participação no capital da Itaú Europa Securities Inc., sediada em Delaware (EUA)
9	2009	Participação direta no capital da Itaú UK Securities Ltd., sediada em Londres (Reino Unido)
12	2010	Escritório de representação em Lima (Peru)
9	2012	Participação no capital do Itaú BBA International Limited, sediado em Londres (Reino Unido)

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

3.3 Técnicas e instrumentos de coleta de dados

A coleta de dados se dará por meio documental e bibliográfico, através dos dados divulgados aos *stakeholders* - balanços trimestrais consolidados das empresas ao órgão regulador - Banco Central (BACEN). Os eventos estudados de F&A e de operações via *greenfield*, descritos nas Tabelas 3 e 4, também foram coletados e identificados no portal do BACEN, tendo em vista que este órgão regulador concentra todas as informações relevantes do sistema financeiro.

3.4 Definição das variáveis e hipóteses da pesquisa

O desempenho organizacional é multidimensional e seus indicadores são aproximações que tentam abarcar a dimensão produtiva à realidade da empresa. Utilizando-os em comparações com outras empresas, para estimar desempenhos futuros diante de alterações da estrutura de recursos ou condições econômicas, avaliar efetividade de ações implementadas e avaliar a efetividade da gestão. Entretanto, estas medidas abrangem apenas recortes e há uma variedade abundante de formas de se abordar o desempenho organizacional (LOPES, 2012).

Lopes (2012) salienta que o setor bancário apresenta especificidades que refletem na forma mensurar seu desempenho. Tais especificidades refletem no tipo de dados a ser utilizado para mensurar o desempenho organizacional (indicadores financeiros, indicadores operacionais, ou ambos). Outro ponto relevante trata da origem dos dados, que pode ser primária (os dados são coletados diretamente nas empresas) ou secundária (os dados estão disponíveis ao público).

A atividade bancária possui como principal fonte de renda a intermediação financeira. Modenesi (2007) explicita que a atuação consiste em captar recursos, mediante remuneração, e direcioná-los a agentes deficitários cobrando uma remuneração; a diferença entre o custo de aplicação e captação é denominado de *spread*. Além do custo de captação, há outros serviços que geram custos como as despesas administrativas, impostos, taxas e riscos operacionais.

Dunning (1988) cita como determinantes da internacionalização das empresas os ganhos de eficiência; a busca de recursos; a facilitação do comércio e o acesso a novos mercados. As hipóteses estabelecidas para o modelo de análise são agregadas em três dimensões conforme as motivações para a internacionalização dos bancos com o intuito de atingir os objetivos propostos.

Foram utilizados três modelos teóricos conforme a estratégia utilizada pelos bancos no processo de internacionalização: Busca de Eficiência, Busca por Mercados, Busca por Recursos. Ressalta-se que os Recursos Estratégicos serão analisados conjuntamente com a Busca por Recursos, tendo em vista que não há variáveis específicas para este. Um conjunto de variáveis é utilizado na mensuração do desempenho da firma e são calculados a partir de variáveis contábeis.

a) Busca por Eficiência:

Como medidas de desempenho foram utilizadas as variáveis ROE e ROA, atribuídas ao objetivo estratégico de Busca por Eficiência, uma vez que quanto maior os retornos, mais eficiente é a firma. Segundo Richard *et al.* (2009), o ROE é uma medida de quanto a empresa gera para os seus proprietários e é calculado pela divisão entre o lucro líquido pelo valor contábil do patrimônio líquido.

O lucro líquido, que se refere ao rendimento oriundo de todas as fontes de renda da empresa, sejam elas operativas ou não operativas. O ROE calcula-se com a expressão:

$$\text{ROE} = (\text{RESULTADO LÍQUIDO} / \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO})$$

Já o ROA é determinado como a relação do Lucro Líquido pelos Ativos Totais da organização sendo calculado de acordo com a expressão:

$$\text{ROA} = (\text{RESULTADO LÍQUIDO} / \text{ATIVOS TOTAIS})$$

b) Busca por Mercados:

Para a estratégia denominada de Busca por Mercados, mensura a participação de mercado da instituição. Para isso utilizou-se as variáveis Fração de Mercado (FRAÇÃO) e Concentração de Mercado (CONCENTRAÇÃO). A variável FRAÇÃO é estabelecida pela relação entre os Ativos Totais da empresa pelo somatório dos Ativos Totais do Sistema Financeiro Nacional (SFN), calculada por meio da expressão:

$$\text{FRAÇÃO} = (\text{ATIVOS TOTAIS} / \text{ATIVOS TOTAIS DO SFN})$$

E a variável CONCENTRAÇÃO é estabelecida pela relação entre os Depósitos Totais da empresa pelo somatório dos Depósitos Totais do Sistema Financeiro Nacional, ambos indicadores são índices de concentração da indústria bancária, o índice é calcula pela seguinte expressão:

$$\text{CONCENTRAÇÃO} = (\text{DEPÓSITOS TOTAIS} / \text{DEPÓSITOS TOTAIS SFN})$$

c) Busca por Recursos

No escopo da busca de recursos, as instituições internacionalizam-se para ter acesso a recursos mais baratos e também para obter mão de obra a um preço menor, objetivando, portanto, menores custos administrativos e preços mais competitivos do mercado internacional, além da busca por recursos estratégicos e inovadores (DUNNING, 1988). Diante disso utilizamos as variáveis denominadas ESCALA e ORGANIZACIONAL.

Estes índices relacionam-se com estrutura de recursos da firma, ou seja, mensura a otimização e uso adequado dos recursos disponíveis. A variável ESCALA é estabelecida pela relação entre as Despesas de Pessoal e Administrativas (DPA) pelos Ativos Totais, conforme a expressão:

$$\text{ESCALA} = (\text{DPA} / \text{ATIVOS TOTAIS})$$

A variável Organizacional por sua vez, é determinada pela relação entre a Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD) e Empréstimos Líquidos (EL), por meio da expressão:

$$\text{ORGANIZACIONAL} = (\text{PCLD} / \text{EL})$$

A Tabela 5 sintetiza todos os indicadores utilizados e sua interpretação implícita:

Tabela 5 - Descrição das Variáveis Dependentes Utilizadas na Análise em relação à Variável *Dummy* Tipo de IDE*

Índicadores	Variáveis	Descrição	Interpretação
<u>BUSCA POR EFICIÊNCIA</u>	ROE	Relação entre o Lucro Líquido (LL) e o Patrimônio Líquido (PL)	QUANTO MAIOR, MELHOR
	ROA	Relação entre o Lucro Líquido (LL) e os Ativos Totais (AT)	QUANTO MAIOR, MELHOR
<u>BUSCA POR MERCADOS</u>	FRAÇÃO	Relação entre Ativos Totais (AT) e Ativos Totais do Sistema Financeiro (AT-SFN)	QUANTO MAIOR, MELHOR
	CONCENTRAÇÃO	Relação entre os Depósitos Totais da Instituição (DT) e os Depósitos Totais no Sistema Financeiro (DT-SFN)	QUANTO MAIOR, MELHOR
<u>BUSCA POR RECURSOS</u>	ESCALA	Relação das Despesas de Pessoal e Administrativa (DPA) e os Ativos Totais (AT)	QUANTO MENOR, MELHOR
	ORGANIZACIONAL	Relação entre a Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD) e Empréstimos Líquidos (EL)	QUANTO MENOR, MELHOR

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

*F&A (Aquisição, Fusão e Incorporação) /*Greenfield* (abertura de agências, subagências, escritórios e subsidiárias no exterior)

A partir da seleção das variáveis, estabeleceram-se as hipóteses descritas na Tabela 6 e delinearão a pesquisa, conforme os objetivos do trabalho. Os três modelos teóricos definidos conforme a estratégia analisada - Busca de Eficiência, Busca por Mercados, Busca por Recursos. Ressalta-se que os Recursos Estratégicos são analisados conjuntamente com a Busca por Recursos, tendo em vista que não há variáveis específicas para este.

Tabela 6 - Descrição das hipóteses estabelecidas no estudo.

HIPÓTESE 01	O processo de internacionalização dos bancos leva a ganhos de
Busca por Eficiência	eficiência de seus ativos
HIPÓTESE 02	O processo de internacionalização dos bancos proporciona maior
Busca por Mercados	participação de mercado
HIPÓTESE 03	O processo de internacionalização leva a melhoria na estrutura de
Busca por Recursos	recursos da firma
HIPÓTESE 04	Com a internacionalização as organizações obtêm retornos em mais de
	um aspecto estratégico
HIPÓTESE 05	Com a internacionalização as organizações obtêm retorno em um
	aspecto estratégico em detrimento a outro.

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

3.5 Análise e interpretação dos dados

Para o desenvolvimento dos modelos da análise de intervenção, utilizou-se o software *Gretl*, por possuir as ferramentas capazes de auxiliar no desenvolvimento da presente pesquisa. Utilizou-se a metodologia denominada Análise de Intervenção. Contudo, para compreender esta metodologia é importante apresentar os modelos de séries temporais.

3.5.1 Modelos de séries temporais

Para analisar uma série temporal faz-se necessário modelar o fenômeno objeto de estudo para descrever o comportamento da série, fazer estimativas e avaliar quais os fatores que influenciaram seu comportamento. Box e Jenkins (1976) sugerem ajustes dos modelos para séries estacionárias através da avaliação dos padrões funções de auto correlação (FAC's) e funções de auto correlação parcial (FACP's), pois de acordo com as características da série será possível diagnosticar se esta possui componente auto regressivo (AR), média móvel (MA), auto regressivo média móvel (ARMA) ou sazonal auto regressivo integrado média móvel (SARIMA)

A série temporal, $\{Y_t, t=1:n\}$ pode ser decomposta pela expressão $Y_t = T_t + S_t + a_t$, em que a tendência (T_t) aumento ou diminuição gradual das observações ao longo de um período; a sazonalidade (S_t) exibe as flutuações ocorridas em períodos, podendo ser mensal, trimestral, diária, etc. e erro aleatório (a_t) mostra as oscilações aleatórias irregulares da série. A hipótese utilizada é que a_t seja uma série puramente aleatória ou ruído branco independente com média zero e variância constante.

O modelo auto regressivo (AR) foi desenvolvido por Yule em 1926 e é considerado o modelo mais simples dentre os modelos paramétricos lineares. O modelo faz uso apenas das saídas do sistema, relacionando a saída atual com suas saídas anteriores através de um polinômio de regressores. É representado pela expressão:

$$X_t = \phi_0 + \phi_1 X_{t-1} + \dots + \phi_p X_{t-p} + \varepsilon_t.$$

Onde $\phi_0, \phi_1, \dots, \phi_p$ são parâmetros reais e ε_t é i.i.d. com $E(\varepsilon_t) = 0$ e $Var(\varepsilon_t) = \sigma^2$

Os modelos de médias móveis (MA - do inglês *moving average*) foram desenvolvidos por volta de 1937. A série deste modelo resulta da combinação dos ruídos brancos do período atual com aqueles ocorridos em períodos anteriores. Segundo Nelson (1973), uma propriedade importante do MA(1), proveniente da função de auto correlação, é que sua “memória” é de somente um período. Por exemplo, uma observação T3 está correlacionada apenas a seu antecessor T2 e a seu sucessor T4, mas não a qualquer outro membro da série. Determinada pela expressão:

$$X_t = a_t - \theta_1 a_{t-1} - \dots - \theta_q a_{t-q}.$$

Onde $\mu, \theta_1, \dots, \theta_q$ são constantes reais, a_t é i.i.d. e $a_t \sim N(0, \sigma^2)$.

Ao combinar os componentes de um modelo AR como os componentes de um modelo MA obtêm-se um modelo ARMA, deste modo, mesmo com um número menor de parâmetros há uma representação adequada. A função de auto correlação do modelo ARMA (p,q) apresenta características da função MA(q) para as defasagens $k < q$, pelo fato de a “memória” do componente de médias móveis durar apenas q períodos. Para defasagens maiores que $k + 1$ as características são iguais às de um modelo AR(p).

No modelo ARMA, a série temporal é função de seus valores históricos e pelos termos aleatórios correntes e passados. Os processos auto regressivos médias móveis (ARMA) formam uma classe de modelos úteis e adequados para descrever dados de séries temporais, representado pela expressão:

$$X_t = \phi_1 X_{t-1} + \dots + \phi_p X_{t-p} + a_t - \theta_1 a_{t-1} - \dots - \theta_q a_{t-q}.$$

Box e Jenkins(1970) desenvolveram uma metodologia para modelos de previsão, a abordagem é bastante utilizada na análise de modelos paramétricos. Tal metodologia consiste no ajuste de modelos auto-regressivos integrados de médias móveis (ARIMA) a um conjunto de dados (BOX, JENKINS e REINSEL, 2008), conforme a expressão:

$\phi(B)(1-B)^d Y_t = \theta(B)a_t$; B o operador de retardo, tal que $B^j Y_t = Y_{t-j}$ e d é o número de diferenças necessárias para retirar a tendência da série e transformá-la em estacionária.

É elaborado a partir de um ciclo iterativo, estabelecido em: especificar uma classe geral de modelos a serem considerados, identificar um modelo adequado realizado através da avaliação dos padrões funções de auto correlação (FAC's) e funções de auto correlação parcial (FACP's), ao estimar os parâmetros e diagnosticar a adequação dos resíduos para os fins desejados. Caso o diagnóstico dos resíduos seja inadequado, deve-se retomar a etapa da identificação (MORETTIN e TOLOI, 2006). Quando é identificado o componente de sazonalidade na série, a mesma é adequada e passa a ser considerado um modelo SARIMA. O modelo SARIMA é representado pela expressão:

$\phi_p(B)\Phi_p(B^s)(1-B)^d(1-B^s)^D Y_t = \theta_q(B)\Theta_q(B^s)a_t$; denotado por SARIMA (p,d,q)x(P,D,Q)_s, em que $\Phi_p(B)$ e $\Theta_q(B)$ são os polinômios sazonais autorregressivo e de médias móveis de ordens P e Q , respectivamente e D é o número de diferenças de "lag" s necessárias para retirar a sazonalidade da série.

3.5.2 Análise de intervenção

A intervenção ocorre quando há alteração na trajetória de uma série temporal, pode ter origens naturais ou ser induzidas. Essa nomenclatura é baseada em Box & Tiao (1965) e foi elaborada por Glass (1972). Os efeitos da intervenção são observados na variação do nível, na direção ou inclinação da série. Apesar de o modelo parecer simples, ele descreve um grande número de efeitos simultaneamente.

A partir do ajuste adequado a série temporal define-se o modelo que será utilizado na análise conjunta com os eventos em estudo, para checar as possíveis intervenções à série. A análise de intervenção resulta da inclusão dessas medidas e eventos excepcionais nos modelos (S)ARIMA estabelecidos por meio de variáveis *dummy*. Conforme proposto por Miranda (2001) e Faria (2004), a análise de intervenção objetiva avaliar o impacto de algum tipo de

evento ocorrido em dado instante de tempo T (conhecido *a priori*) no comportamento da série (MORETTIN; TOLOI, 2004).

O modelo proposto para a análise de intervenção é calculado pela expressão:

$$Y_t = \sum_{i=1}^K v_i(B)x_{i,t} + n_t$$

Onde:

- Y_t é a variável-resposta do modelo;
- k é o número de intervenções da série;
- $v_i(B)$ é o valor da função de transferência;
- $X_{i,t}$ é a variável binária;
- n_t é o ruído do modelo, representado por um modelo ARIMA ou SARIMA.

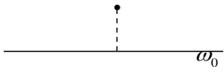
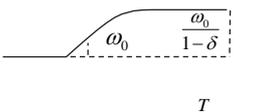
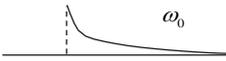
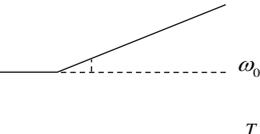
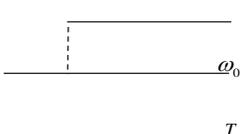
Existem dois tipos de estruturas básicas de análise de intervenção para a variável *dummy*: *Pulse* e *Step*. A intervenção do tipo *Pulse* corresponde a uma variável *dummy*, que assume valor 1 no momento da ocorrência do evento e 0 nos momentos em que o evento não ocorreu. Para a variável *Step* valor igual a 0 antes da ocorrência do evento e valor igual a 1 posteriormente a ele, simplificando:

$$\text{Step } X_{j,t} = S_t^T = \begin{cases} 0, & t < T, \\ 1, & t \geq T; \end{cases}$$

$$\text{pulse } X_{j,t} = P_t^T = \begin{cases} 0, & t \neq T, \\ 1, & t = T; \end{cases}$$

Uma intervenção pode afetar uma série temporal de várias formas, podendo manifestar-se como do tipo abrupta ou residual; na sua duração, pode ser permanente ou temporária. Para cada efeito de intervenção tem-se uma forma apropriada para a função de transferência $v(B)$ da fórmula (2) (MORETTIN E TOLOI, 2006).

Figura 1 - Estrutura da função de transferência.

$\nu(B)$	$X_t = \begin{cases} 0, t < T \\ 1, t \geq T \end{cases}$	$X_t = \begin{cases} 0, t \neq T \\ 1, t = T \end{cases}$
ω_0		
$\frac{\omega_0}{1-\delta B}$ $ \delta < 1$		
$\frac{\omega_0}{1-B}$		

Fonte: Adaptado de Morettin e Toloï (2006).

A técnica de escolha das FAC's e FACP's é eficiente, mas pode identificar mais de um modelo válido para a mesma série. Ao realizar a modelagem dos valores p , d e q do modelo ARIMA (p,q,d) ou do modelo SARIMA(p,d,q)x(P,D,Q) deve-se selecionar o modelo mais adequado. Para isso, após a estimação dos modelos, utiliza-se do Critério de Informação de Akaike (AIC) para definir o mais adequado. O critério de informação leva em conta a qualidade do ajuste e também penaliza os parâmetros extras incluídos (EHLERS, 2009). Após a seleção, realiza-se a estimação do modelo e o resíduo da série (erro) deve constituir um ruído branco.

3.5.3 Procedimentos estatísticos

Para a aplicação da metodologia de Box e Jenkins, conhecidos como modelos (S)ARIMA (modelos auto regressivos de médias móveis) e análise de intervenção, utilizou-se séries trimestrais. Com os dados das empresas organizados em forma de série temporal, utilizou-se os cálculos dos índices conforme descritos previamente e os procedimentos com o auxílio do software *Gretl*.

A análise de intervenção objetivou identificar e mensurar os efeitos da ocorrência de fusões, aquisições e de iniciativas de *greenfield* (abertura de subagências, agências, escritórios de representação, subsidiárias, corretoras de valores, entre outras modalidades) sobre a

eficiência, participação de mercado e distribuição de recursos das instituições bancárias adquirentes e entrantes.

Inicialmente foi verificado se a série analisada era aditiva ou multiplicativa, através do gráfico de amplitude média e seu resultado p-valor. Para Hair *et al.* (2009), se a variável estatística for considerada multiplicativa, uma alternativa é empregar a transformação logarítmica da variável. Deste modo, realizou-se a transformação da variável em logaritmo, tornando a série aditiva.

Deste modo, realizou-se o logaritmo natural das seguintes variáveis, consideradas multiplicativas: do Banco do Brasil - ROA e Escala; do Bradesco - ROA, ROE, Escala e Organizacional; e do Itaú - Escala.

Em seguida, procederam-se as estatísticas de teste, para verificar a estacionaridade das séries de retorno: teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), proposto por Dickey e Fuller (1981). O teste ADF é utilizado para verificar a existência de raiz unitária em modelos (S)ARIMA e conseqüentemente, observar a necessidade de se realizar a diferença na série estudada, previamente ao ajuste do modelo.

De acordo com Morettin e Toloi (2004), o efeito de uma intervenção é mudar o nível da série ou então, a inclinação, porém o efeito da intervenção pode ser obscurecido com a presença da tendência. Além do componente tendência, também se observa o componente sazonal, levando-se em consideração a estimação de modelos com variáveis *dummies* e modelos SARIMA (DE SOUZA *et al.*, 2007).

Para análise da existência de tais fatores, foi utilizado o Método de Mínimo Quadrados Ordinários (MQO) e analisadas cada uma das variáveis dependentes individualmente - ROE, ROA, Fração, Concentração, Escala e Organizacional - incluindo variáveis de Tendência e Sazonalidade como variáveis independentes.

Através do teste ADF observou-se a presença da componente tendência em diversas séries analisadas, são elas: para o Banco do Brasil: ROE, ROA, Fração, Concentração, Escala e Organizacional; para o Bradesco: Fração, Concentração, Escala e Organizacional; e para o Itaú: ROE, ROA, Fração, Concentração, Escala e Organizacional. Para tornar a série estacionária, fez-se a primeira diferença ($d=1$) na série original.

De maneira geral, a partir da análise das séries estacionárias, verificou-se a existência, de correlação significativa tanto na primeira defasagem das funções de auto correlação (FAC), quanto na primeira das funções de autocorrelação parcial (FACP), sugerindo um modelo com estrutura autorregressiva e de médias móveis de ordem 1.

No entanto, ao analisarmos se havia o efeito de sazonalidade às séries através do Método de Mínimos Quadrados Ordinários das séries, percebemos que as mesmas, em sua grande maioria, possuíam sazonalidade. Diante disso realizamos a primeira diferença sazonal, o que transformou a maioria dos modelos ajustados em um modelo SARIMA de ordem (1). Dentre as variáveis com efeito sazonal temos: Banco do Brasil: ROE, ROA, Escala e Organizacional; Bradesco: ROE, ROA, Escala e Organizacional; e para o Itaú: ROE, ROA, Concentração, Escala e Organizacional.

A decisão utilizada para escolha do melhor modelo foi feita considerando a análise dos resíduos (ruído branco), pelo critério de seleção de AIC (Critério de Informação de Akaike). As intervenções consideradas correspondem à ocorrência de fusões, aquisições ou de operação via *greenfield*, analisadas separadamente. Utilizamos para análise a variável *dummy* de duas formas: Abrupta Temporária e Abrupta Permanente.

Todo o processo foi realizado de forma sistemática para todas as empresas e suas respectivas variáveis que apresentaram modelos ajustáveis.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Intervenções relativas a fusões e aquisições no exterior

Esta etapa irá analisar os processos de internacionalização ocorridos através de Fusão e Aquisição pelos três bancos.

4.1.1 Banco do Brasil

Diante das estimações dos parâmetros auto regressivos, de médias móveis e da variável de intervenção, apenas são apresentados os eventos de F&A que apresentaram significância estatística para cada variável / instituição. Ressalta-se que outros pontos da Tabela 7 foram analisados e excluídos do modelo por não serem significantes; foi realizado o teste de Box e Pierce, aceitando a hipótese nula de ruído branco, ou seja, da não presença de auto correlação significativa nos resíduos.

Tabela 7 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de F&A para cada indicador referente ao Banco do Brasil

Índice / Modelo	Intervenção	Coefficiente	Erro Padrão	z	p-valor	
ROE - SARIMA (0,1,1)X(0,1,1)	Max Blue Americas - AP	-0,000421572	7,18E-05	-5,8703	<0,0001	***
	Banco Patagônia - AP	0,000714027	0,000360704	1,9795	0,0478	**
	EuroBank - AP	0,000822226	0,000410727	2,002	0,0453	**
ROA - SARIMA (1,1,1)X(1,1,0)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
FRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
CONCENTRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
ESCALA - SARIMA (0,1,1) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
ORGANIZACIONAL - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Legenda: AT: abrupta/temporária; AP: abrupta/permanente.

Para os eventos analisados do Banco do Brasil podemos afirmar, a partir dos resultados da Tabela 7, que houve alteração no comportamento da série somente para a variável classificada como de Eficiência - indicador ROE. Das três ocorrências, a primeira apresentou coeficiente negativo e as outras duas interferiram positivamente na série. Os três eventos foram do tipo Abrupta Permanente (AP).

O Banco do Brasil (BB) no período analisado realizou ao todo três Fusões e Aquisições de empresas no exterior e todas se apresentaram significativas para a variável ROE conforme elucidado. A primeira delas ocorreu em quatro de fevereiro de 2002, com a aquisição de 49% das ações da Max Blue Americas Holding S.A, com sede em Madrid - Espanha.

Tal iniciativa do BB, segundo Pithan (2007), foi um modo de iniciar sua inserção no atendimento de clientes alta renda. A criação da MaxBlue - joint venture com o Deutsche Bank permitiu a apresentação de produtos até então não presente no portfolio da instituição. Passou a atuar com fundos de outros gestores, nacionais e internacionais, diversificando sua carteira de investimentos.

Conforme visualizamos na Tabela 7, o impacto desta intervenção na variável ROE foi de -0,000421572, isto significa uma queda de 0,0422% no retorno sobre o patrimônio líquido da instituição. Isto se deve ao fato da alteração da atuação do Deutsche Bank meses após a aquisição Max Blue, conforme reportagem da Isto É (03/03/2004), o parceiro alemão decidiu vender sua administradora de recursos no Brasil, ao Bradesco. Com isso, os investimentos previstos para a criação de filiais em outros países foi abandonado e os aproximados 90 milhões investidos pelo BB nesta Joint Venture não alcançaram os retornos esperados.

Posteriormente o BB liquidou as operações da Max Blue e incorporou suas atividades a Gerência de Atendimento a clientes Private. Os resultados corroboram com os fatos ocorridos na instituição e, embora tenha amargado prejuízos nesta negociação, a mesma foi o início da atuação do BB no segmento de Private Banking (rede Atacado) em que hoje disputa a liderança com os demais players.

A segunda intervenção analisada foi referente à aquisição do Banco Patagônia, localizado na Argentina, ocorrida em 21 de abril de 2010, com a divulgação de fato relevante ao mercado. Neste caso, evento também foi significativo apenas para a variável ROE, com coeficiente de 0,000714027, correspondendo a uma variação positiva de 0,0714% do indicador.

O montante pago pelo BB na aquisição de 51% da instituição foi de US\$ 479,6 milhões. A transação foi autorizada tanto pelo Banco Central de la República Argentina como do Banco Central do Brasil.

Conforme nota divulgada no portal eletrônico de relação com investidores do Banco do Brasil, o referencial de preço foi calculado com base na avaliação econômico-financeira e realizada com assessoria de consultores contratados. Nos cálculos, foram levados em consideração, entre outras metodologias, as perspectivas de rentabilidade futura e o fluxo de caixa descontado do Banco Patagônia, devidamente ajustados pela conjuntura econômica atual.

O BB iniciou sua atuação na Argentina em 1960 e, em 2009, possuía apenas uma agência em Buenos Aires e a Gerência Regional do BB para América Latina, que administrava ativos totais de US\$ 353 milhões e patrimônio líquido de US\$ 85 milhões na região. Ainda segundo a nota aos investidores, a aquisição se tornou interessante pelas características complementares dos dois bancos. Com a aquisição do banco de Varejo, que possui presença em todas as províncias da Argentina, enquanto o BB traz sua experiência no desenvolvimento de produtos e serviços para o segmento corporate. O BB elenca que a operação objetivou:

- a) ampliar a parceria com empresas brasileiras e argentinas;
- b) diversificar o portfólio de produtos e serviços do Banco Patagônia para aprimorar o atendimento de seus clientes;
- c) expandir a carteira de crédito do Banco Patagônia, em especial em operações com empresas brasileiras que atuam na Argentina e empresas locais do segmento Atacado, oferecendo um amplo portfólio de produtos e serviços;
- d) atuar na cadeia de valor do segmento empresas na Argentina, por meio do atendimento das micro e pequenas empresas, empregados de empresas, fornecedores, etc.

Os dados consolidados do Banco Patagônia no ano de 2009 foram os seguintes: como a sexta maior instituição financeira de capital nacional da Argentina, com ativos totais de US\$ 2,56 bilhões de dólares, patrimônio líquido de US\$ 487,8 milhões, carteira de crédito de US\$ 1,1 bilhão e depósitos totais de US\$1,6 bilhão. O Banco Patagônia tem 751,6 mil clientes e 154 agências localizadas majoritariamente na província de Buenos Aires e Rio Negro, na Argentina. A atuação de negócios está diversificada no setor público (folha de pagamento,

centralização das contas da província de Rio Negro), varejo (crédito consignado e veículos) e atacado.

O BB afirma que a parceria com o Banco Patagônia é parte da estratégia do Banco do Brasil em acompanhar a expansão das multinacionais brasileiras no mundo com objetivo de atender suas necessidades de soluções globais de serviços e financiamentos bancários. Na última década um elevado número de empresas instalaram-se unidades pelo globo. Tal processo gera uma elevada demanda de serviços, créditos locais, até mesmo a seus clientes e fornecedores no exterior. Emerge a necessidade de prover as empresas brasileiras de produtos e serviços bancários, inclusive com captação em moeda local.

A fala de Allan Simões Toledo (Vice-Presidente de Negócios Internacionais e Atacado do Banco do Brasil) foi divulgada na mesma data do anúncio da aquisição e explicita este direcionamento do BB. Em seu discurso no vídeo disponibilizado a investidores ele afirma: “Nossa atuação sempre foi focada na captação de recursos para lastrear as exportações brasileiras. O que vimos nos últimos cinco anos foi um grande processo de internacionalização das empresas brasileiras, que passaram de produzir no Brasil e exportar, para produzir em diversas partes do mundo e isso trás uma oportunidade muito grande para nós, estarmos presentes nestas empresas em diversos países”.

Com relação ao mercado argentino, Toledo o analisa: “Quando olhamos a Argentina, um país com 40 milhões de pessoas, o maior parceiro do Brasil em comércio exterior na América do Sul, segunda maior economia da América do Sul, não tínhamos outra melhor opção para darmos esse passo no novo processo da internacionalização do Banco do Brasil”.

Toledo ainda comenta sobre a estratégia de atuação que será enfatizada pelo BB: “(...) É uma nova marca, é uma nova era que se inicia com a aquisição do Banco Patagônia, que oferece todos os requisitos para nos atuarmos de maneira mais forte e estratégica no mercado argentino (...)” “(...) mas é bom lembrarmos que não limitaremos a nossa atuação somente as empresas brasileiras, queremos atuar com as empresas argentinas, fornecedoras ou não de empresas brasileiras, queremos atuar no agronegócio, queremos atuar com as pessoas físicas. É com esse espírito que estamos chegando à argentina, nesta nova etapa da internacionalização do Banco do Brasil”.

Para a aquisição do Banco Patagônia, além destes argumentos, o estudo de Geleilate e Forte (2012) afirma que o BB possuía uma visão voltada para estar presente globalmente para acompanhar seus clientes até então, conforme a estratégia *follow the client* (Dunning, 1989). Pioneiro em seu processo de internacionalização, mas voltado a essa estratégia, o BB deixava de aproveitar oportunidades de mercado, principalmente na América Latina, que vem sendo

alvo de outros bancos internacionais, em contra partida não estava tão exposta aos riscos internacionais.

A partir desta aquisição, este processo altera de rumo, influenciado pelos efeitos da crise financeira. O autor destaca que o fator preço provocado pela crise de 2008 foi importantíssimo e foi um incentivo para que o banco intensificasse o processo de internacionalização. Outra questão relevante trazida pelo autor é que as experiências com aquisições realizadas no Brasil, de onde se pode tirar um grande aprendizado. Isto impulsionou a estratégia do banco em fazer o mesmo no exterior (GELEILATE E FORTE, 2012).

O estudo de Aragão (2015), conclui que foram oito os fatores determinantes na decisão de internacionalização do Banco do Brasil para a Argentina via aquisição: menor distância psíquica, necessidade de proteção da base de clientes (*follow the cliente*), presença relevante de empresas brasileiras no destino, fluxo comercial relevante entre o destino e o Brasil, potencial do mercado de agronegócios, boas relações políticas entre os países, retorno sobre o investimento e experiência anterior no país.

O estudo de Geleilate e Forte (2012) conclui que as motivações para a internacionalização são: a busca por ativos, legitimação, *know-how*, e acompanhar seus clientes. Além disso, os autores confirmam a hipótese de quanto maior as distâncias geográficas e culturais entre o Brasil e o país hospedeiro, menor será a forma de controle utilizada pelo banco em sua estratégia de entrada.

O trabalho de Ramos e Turolla (2016) ressalta a singularidade de cada iniciativa de Fusão e Aquisição. O estudo comparou a aquisição do Banco Patagônia pelo BB com a aquisição do banco do Reuno Unido West Merchant pelo Westdeutsche Landesbank. Embora existam diversas teorias referentes à internacionalização, muitas vezes não encontramos o respaldo previsto em teoria nos eventos estudados.

Recentemente, por meio de Comunicado ao Mercado / Fato Relevante, o BB informou que, em conjunto com alguns acionistas do Banco Patagônia, avalia a possibilidade de, eventualmente, propor ao Banco Patagônia a realização de uma oferta pública de ações no mercado organizado de ações, divulgado em cinco de agosto. A Bloomberg (04/08/2016) noticiou que o BB contratou JPMorgan para vender fatia no Banco Patagônia e que o Itaú poderia se interessar pelo ativo.

As condições do mercado atual divergem da realidade à época da aquisição, a crise econômica brasileira impacta a disponibilidade de recursos dos bancos, tendo que realizar maiores reservas para Provisão de Crédito de Liquidação Duvidosas. Os analistas da

Bloomberg afirmaram: “O Banco do Brasil SA está ficando sem opções para suportar o impacto da crise econômica do Brasil sobre os resultados”, escreveram Jonathan Tyce e Arjun Bowry, analistas da Bloomberg Intelligence. Se a preocupação com o capital continuar, a venda de ativos pode ser necessária, escreveram.

Embora o Banco do Brasil possa buscar melhorar resultados e elevar os ganhos de sinergia com o parceiro, buscando equiparar seus índices aos do BB, a possibilidade da venda do ativo está cada vez mais concreta, conforme fala do Presidente do BB - Paulo Rogério Caffarelli: “O Patagônia é o sexto maior banco da Argentina, com cerca de 200 agências, por isso precisamos analisar, juntamente com os outros acionistas, a melhor oportunidade e precisamos esperar pelo momento certo para vendê-lo”. Caffarelli ainda disse que a venda pode ocorrer já no ano que vem, dependendo das condições de mercado.

Observa-se que a aquisição do Banco Patagônia teve influência positiva no Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) do Banco do Brasil, mas não influenciou as demais variáveis a ponto de ser classificada como uma intervenção para as séries. Diante disto inferimos que o principal ganho percebido foi com relação à variável classificada como Busca por Eficiência, não havendo alteração para as demais classificações - Busca por Mercados ou de Busca por Recursos. O impacto positivo no retorno é relativamente pequeno (0,0714%), no entanto deve-se levar em conta a magnitude dos números do BB, maior instituição em ativos da América Latina. Mas este número pode explicar a decisão de se desfazer deste ativo em específico, caso seja concretizado, e também a revisão da estratégia de atuação internacional do BB.

A terceira F&A do BB estudada foi anunciada em 25 de novembro de 2011, trata-se da aquisição de 100% do capital social do EuroBank, pelo valor de US\$ 6,0 milhões. O EuroBank possui sede na Flórida (EUA), na data de aquisição sua rede era composta por 3 agências e atendimento de clientes americanos, portugueses, hispânicos e um pequeno público de brasileiros. Este evento também se mostrou uma intervenção significativa apenas para a variável ROE, coeficiente 0,00082226, o que representa uma variação positiva de 0,082% no retorno sobre o patrimônio líquido.

Após a aquisição realizada pelo Banco do Brasil, o Eurobank teve seu nome alterado para Banco do Brasil Americas (BB Americas) em 2012 e sua sede foi alterada para Miami, Florida, no ano seguinte. O EuroBank detinha em 31/12/2010 os seguintes números (TABELA 8):

Tabela 8 - Principais números do Eurobank (Valores em US\$ milhões).

Ativos	102,1
Carteira de Crédito	74,8
Depósitos	91,4
Patrimônio Líquido	5,5

Fonte: Relacionamento com investidores BB.

Ao adquirir um banco norte-americano, o Banco do Brasil obteve acesso a um novo mercado de negócios, sobretudo de varejo, com possibilidades de expansão, estima-se que existam 1,5 milhão de brasileiros residentes nos Estados Unidos, com possibilidade de adquirir produtos bancários como cartões de crédito e débito, contas e linhas de financiamento diversificadas, além de outros produtos (VENTURIM, 2016).

Para Sereno e Minadeo (2013), a atuação nos EUA é imprescindível pelo porte do seu mercado e pelo fato de deter um importante grupo de latinos em geral e de brasileiros em particular. Além disso, com o anúncio de posteriores investimentos e elevação de suas operações é compatível com uma estratégia de ingressar pouco a pouco no país, conhecendo a cultura local, encontrar nichos mercadológicos, e, eventualmente realizar novas aquisições ou ampliações orgânicas.

Conforme palavras do Vice-Presidente de Negócios Internacionais e Atacado do Banco do Brasil, Allan Simões Toledo, o foco de atuação do BB é estar presente onde estão as empresas brasileiras, os brasileiros ou onde há um grande fluxo comercial com o Brasil. Toledo ainda diferencia a estratégia desta aquisição com a do Banco Patagônia: “Quando fizemos a aquisição do Banco Patagônia na Argentina, é onde nos temos a maior concentração no exterior de empresas brasileiras. Quando olhamos sobre a ótica de brasileiros no exterior, a maior concentração está nos EUA, lá são cerca de 1,5 milhão de brasileiros que vivem, por isso nós fizemos a aquisição do EuroBank, para darmos um atendimento de qualidade a exemplo do que já fazemos no Japão, onde possuímos 7 agências e atendemos 125 mil clientes.”

À época, previa-se que no prazo de cinco anos seriam abertas 20 agências em outros estados norte americanos e sejam conquistados 400mil clientes. Toledo ainda relata o diferencial de atendimento que será proporcionado e o potencial deste público: “Com a aquisição do EuroBank, nós passamos a ter a possibilidade de atender os brasileiros residentes, ai ele vai ter a facilidade de ter produtos e serviços que nos já conhecemos o perfil

de utilização dele, estando lá, nós vamos expandir esse atendimento para a comunidade sul-americana também” (Assessoria de Imprensa BB).

Sereno e Minadeo (2013) ainda complementam que a estratégia adotada pelo BB é inteligente a paciente, realizando investimentos iniciais relativamente baixos e posterior crescimento orgânico. O passo seguinte depende dos resultados, e não pode ser previsto.

Em 2015, o BB Americas (ex-EuroBank) apresentou lucro líquido de R\$ 4,0 milhões. Os ativos totais contabilizaram R\$ 1,4 bilhão e o saldo de operações de crédito foi de R\$ 850 milhões, respectivamente, 109% e 181% maiores frente ao ano anterior. Os depósitos totais somaram R\$ 1,0 bilhão, 173% maior em relação ao mesmo período do ano anterior. O patrimônio líquido atingiu R\$ 178 milhões no trimestre, evolução de 48% frente a Dez/14 (site BB).

Venturim (2016) afirma que o paradigma eclético (*OLI*) converge com as justificativas encontradas para a aquisição do EuroBank, identificando as principais vantagens de localização, propriedade e internalização que justificaram o investimento realizado pelo Banco do Brasil.

Os resultados ilustram que a aquisição do EuroBank (atual Banco do Brasil Américas) teve influência positiva no Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) do Banco do Brasil, mas as demais variáveis não foram influenciadas significativamente a ponto de serem classificadas como uma intervenção para as séries.

A Busca por Eficiência foi o principal ganho percebido, mas para as demais classificações - Busca por Mercados ou de Busca por Recursos, não houve alteração. O impacto positivo no retorno é relativamente pequeno (0,082226%), porém grande se compararmos proporcionalmente o Patrimônio Líquido do BB Americas frente do Banco do Brasil. Os números do BB Americas elucidam seu crescimento significativo e demonstram ao BB que sua estratégia de internacionalização tem apresentado bons resultados, para este caso.

4.1.2 Bradesco

Seguindo para a próxima empresa analisada, o Bradesco realizou no período o total de duas aquisições. A Tabela 9 apresenta os resultados das análises, ou seja, os eventos que foram significativamente aceitos como intervenção no modelo para cada uma das variáveis.

Tabela 9 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de F&A para cada indicador referente ao Bradesco.

Índice	Evento	Coefficiente	Erro Padrão	z	p-valor	
ROE - SARIMA (1,0,0) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
	Banco Espírito Santo - AP	-0,0174105	0,0100555	-1,7314	0,0834	*
ROA - (0,0,1) x (0,1,1)	Banque Banespa International - AP	-0,0176106	0,0101021	-1,7433	0,0813	*
FRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
CONCENTRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
ESCALA - SARIMA (0,1,0) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
ORGANIZACIONAL - SARIMA (1,1,1) X (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Legenda: AT: abrupta/temporária; AP: abrupta/permanente;

Conforme apresentado, os eventos analisados foram significativos somente para a variável ROA - classificada como variável de Eficiência. Todos os eventos tiveram uma relação negativa na série e, assim como as do Banco do Brasil, todas foram do tipo Abrupta Permanente.

O primeiro deles é referente à aquisição de parte do capital Banco Espírito Santo (BES) ocorrida em 11 de setembro de 2001. O BES é de origem portuguesa e sediado em Lisboa e era uma das maiores instituições financeiras daquele país. O Bradesco divulgou, em anúncio veiculado pela Bovespa no começo de 2002, a compra por R\$ 183 milhões de 3% do capital social (equivalente a seis milhões de ações) do Banco Espírito Santo S.A. na Bolsa de Valores de Lisboa e Porto. O quadro estabelecido era de participações cruzadas, já que o Bradesco detinha parte do BES, enquanto o BES detinha parte do Bradesco.

O BES possuía participação no banco brasileiro Boa Vista - que foi adquirido pelo Bradesco e originou a parceria entre as duas instituições. Tal parceria reforçou a atuação do Bradesco na Espanha (GUERREIRO, 2013). A este fato seguiu-se a oficialização do acordo entre Banco do Brasil, Bradesco e Banco Espírito Santo, o triângulo estratégico resultou na expansão das operações na África (DALLA COSTA e DE SOUZA-SANTOS, 2011).

O acordo entre estas duas instituições e o Banco do Brasil para forjar um projeto conjunto de atuação no continente africano foi possível por meio da abertura do capital da *holding* BES África para participação do Bradesco e do Banco do Brasil. O objetivo era não só de consolidar a atuação que já existia da *holding*, com presença em Angola (30 agências),

Líbia (20 agências) e Cabo Verde (sede) e participações em instituições de Marrocos e Moçambique, mas também expandi-la, sendo que a Argélia era o país mais provável por onde se iniciaria este projeto (ALVES, 2015).

As características empíricas apresentadas nestes estudos elucidam nitidamente o enfoque em busca por mercados, no entanto, os resultados apresentam que a intervenção foi significativa somente para a variável ROA, com coeficiente $-0,0174105$, representando uma variação negativa na ordem de $-1,74\%$ sobre o retorno sobre os ativos. Deste modo o impacto estratégico apresentado foi para a busca por eficiência.

O segundo evento objeto de estudo ocorreu no mesmo ano, em 18 de outubro de 2001. Nesta data o Bradesco anunciava a aquisição do Banque Banespa International S/A, com sede em Luxemburgo. A empresa era subsidiária do Banco do Estado de São Paulo - BANESPA, que havia sido recentemente adquirido pelo banco Santander. O Santander optou por se desfazer do braço internacional do Banespa, muito provavelmente pela capilaridade de atuação já existente do Santander pelo mundo.

O Banque Banespa Internacional S/A (BBI) surgiu em 1992 e objetivava a expansão da rede internacional e as operações de comércio exterior das empresas brasileiras. Conforme relatório do BACEN (2000), as principais atividades do BBI foram: concessão de linhas de pre-export e confirmação de cartas de crédito de bancos brasileiros, desconto de saques, compra e venda de Eurobonds no mercado secundário, *Private Banking*.

As razões que fundamentaram a constituição da subsidiária em Luxemburgo foram: Estabelecer um ponto na Comunidade Econômica, com classificação de banco europeu; Maior facilidade para eventuais incorporações e/ou abertura de novas agências na Europa; Acordo de bi-tributação entre Brasil e Luxemburgo, o que permite que 15% dos juros recebidos do Brasil já sejam considerados tributados; Possibilidade de abertura de conta em todas as moedas conversíveis; Reconhecida fiscalização bancária no que concerne à lavagem de dinheiro; Sigilo bancário absoluto (BACEN, 2000).

Conforme demonstrado na Tabela 9, a aquisição foi considerada uma intervenção para a série somente para a variável ROA, com coeficiente negativo de $0,0176106$, ou seja, uma queda de $1,76\%$ nos retornos sobre os ativos da organização. O movimento de internacionalização do Bradesco também é marcado pelo uso de aquisições para expandir sua atuação global, embora em menor medida. Nossos resultados demonstram que tais ações impactaram negativamente, para ambos os casos, na estratégia denominada Busca por Eficiência.

4.1.3 Itaú

Para o Itaú, instituição que possui o maior número de eventos dentre as analisadas, os resultados obtidos apresentam-se na Tabela 10:

Tabela 10 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de F&A para cada indicador referente ao Itaú.

Índice	Evento	Coefficiente	Erro Padrão	Z	p-valor	
ROE - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
ROA - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
FRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
CONCENTRAÇÃO - SARIMA (0,1,0) x (0,1,1)	Ausência de eventos / intervenções significativas					
	BankBoston - AT	-0,122316	0,05296	-2,3096	0,0209	**
ESCALA - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	CorpBanca - AP	0,0180444	0,00738618	2,443	0,0146	**
	Munita Cruzat & Claro - AP	0,025515	0,0104505	2,4415	0,0146	**
ORGANIZACIONAL - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Corp Banca - AT	-0,271965	0,0931	-2,9212	0,0035	***

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Legenda: AT: abrupta/temporária; AP: abrupta/permanente;

Os resultados demonstram que os eventos foram significativos para as variáveis classificadas como Busca de Recursos - Escala e Organizacional. Para a variável Escala, houve apenas um evento com relação negativa, os demais apresentaram coeficiente positivo. Os eventos CorpBanca (2014/1) e Munita Cruzat & Claro (2014/3) foram significativos tanto para as intervenções do tipo Abrupta Temporária (AT) como para as do tipo Abrupta Permanente (AP). Para a variável Organizacional, foi significativo somente o evento ocorrido em 2014/1 - CorpBanca, significativo para os dois tipos de intervenção (AP e AT). Cabe ressaltar que as variáveis Escala e Organizacional possuem interpretação de que quanto menor o índice, melhor para a empresa.

O primeiro evento em questão ocorreu em maio de 2006, no qual o Itaú realizou acordos envolvendo o BankBoston International, que antes pertencia ao Bank of America Corporation. As aquisições abrangeram as atividades do private bank do BankBoston, o

BankBoston International com sede em Miami e do BankBoston Trust Company Limited com sede em Nassau. Para o Itaú, os principais aspectos que motivaram o acordo foram: posição de liderança na administração de recursos de terceiros, custódia e mercados de grandes empresas e de clientes de alta renda; importante ganho de escala nos segmentos de grandes e médias empresas; incorporação de seleta base de clientes de cartões de crédito; oportunidade de expansão em mercados internacionais onde o Itaú não estava presente (NUNES et al., 2011). Deste modo, abrangeria as três estratégias - Busca por Eficiência, Mercados e Recursos.

Este evento mostrou-se uma intervenção para o modelo somente para a variável Escala, com nível de significância a 5% e coeficiente $-0,122316$, ou seja, uma variação negativa de 12,23% sobre a variável Escala (relação entre despesa de pessoal e administrativa pelo ativo total); salientamos novamente que a variável possui a interpretação de que quanto menor o valor do índice, melhor para a empresa, tendo em vista a proporção das despesas administrativas e de pessoal com os ativos totais da empresa. A variável *dummy* foi do tipo Abrupta Temporária (AT), ou seja, o impacto do evento a série ocorreu de maneira momentânea, retornando a série ao padrão apresentado até então.

Embora o estudo de Varella (2008) ressalte a elevação das despesas ocorridas em função desta aquisição, tais despesas não são relacionadas com as despesas administrativas ou de pessoal, mas relacionadas à conta de Outras Despesas Operacionais, com aumento de 27,7%, que foram de origem principalmente dos gastos adicionais para adequação de sistemas, processos e esforços envolvidos na aquisição do BankBoston.

O trabalho de Oliveira (2014) também utiliza os fundamentos de Dunning para avaliar os motivadores de internacionalização. O estudo verificou que a internacionalização do banco para o caso do BankBoston foi determinada fundamentalmente pela Busca por Mercados e fatores que contemplam a Busca por Recursos estratégicos no mercado externo. Além disso, Nunes (2011) relata as mesmas motivações para a entrada do banco brasileiro no Chile e Uruguai, já que os investimentos são orientados para a exploração do mercado dos países vizinhos (*market seeking*) e considerando a incorporação de funcionários qualificados e o acesso à rede de distribuição no mercado anfitrião (*Strategic Asset Seeking*).

No entanto, os resultados demonstram que a aquisição representou a Busca por Recursos da instituição, apresentou redução no índice em 12,23%, ou seja, melhorou significativamente a relação de suas despesas com os ativos totais, ilustrando o quanto a empresa pode potencializar os retornos nos períodos subsequentes, ao desenvolver sinergias e realinhar as despesas da instituição. Para Oliveira Junior (2010), a busca por recursos

estratégicos ocorre pelo objetivo de garantir a realização de sinergia com o conjunto de ativos estratégicos já existentes, por meio de uma estrutura de propriedade comum para atuar em mercados regionais ou globais.

Apesar disso, trabalho de Oliveira (2014) diverge do identificado em nossos resultados ao afirmar que a aquisição demonstra vantagens de Propriedade (O) - reputação do banco e a marca do Itaú Unibanco e vantagens de Internalização (I) - permitiu o rápido acesso à base de clientes locais, principalmente no cartão de crédito e no segmento de alta renda.

Os resultados obtidos demonstram que o objetivo estratégico impactado foi a Busca por Recursos, que foi sensibilizado reduzindo em caráter temporário em 12,23% a relação entre despesas e ativos totais. Os recursos estratégicos foram a razão central da aquisição e auxiliou ao Itaú na consolidação de sua atuação no exterior.

O segundo evento é referente à aquisição do CorpBanca, que ocorreu em 29 de janeiro de 2014, com o anúncio da fusão de sua subsidiária chilena, o Banco Itaú Chile, com o Banco CorpBanca no Chile e Colômbia. O resultado foi significativo para as variáveis Escala e Organizacional, possuindo ajuste tanto com a variável *dummy* como do tipo Abrupta Temporária e também como Abrupta Permanente. Realizou-se a análise gráfica da série para selecionar qual o tipo de variável *dummy* seria utilizado; Para a variável Escala, o melhor ajuste foi com a variável do tipo Abrupta Permanente e a mesma apresentou uma variação positiva na ordem de 1,8%.

Já para a variável Organizacional (relação entre PCLD e Empréstimos Líquidos), o melhor ajuste foi com a variável do tipo Abrupta Temporária. Seu coeficiente foi de $-0,271965$, em outras palavras, representa um impacto negativo de caráter momentâneo em 27,19% na referida variável.

Conforme salientado por Béjar (2015) a fusão das instituições fornece acesso a mercados como Chile, Colômbia, Peru e América Central e os sócios majoritários da organização resultante - Itaú CorpBanca, são o Itaú Unibanco e o Grupo Corp. Romero ainda apresenta que o CorpBanca se beneficiará da posição de capital do Itaú Unibanco que no 3º trimestre de 2013 possuía um índice de capital de 17,5% frente a 13,00% do CorpBanca.

O CorpBanca divulgou aos seus *stakeholders* que a transação para a empresa seria financeiramente atrativa, pois estimavam: sinergias de custos antes de impostos de aproximadamente US\$ 100 milhões por ano; que essas sinergias sejam totalmente integradas 3 anos após a incorporação; melhorias significativas nos custos de captação e sinergias substanciais nas receitas (BANCO CORPBANCA, 2014 p. 14), direcionada portanto a Busca por Recursos.

Em 2015, o Comunicado ao Mercado (2015), referente a aprovação da fusão nas assembleias de acionistas, traz que o Itaú CorpBanca nasce com US\$ 45 bilhões em ativos e US\$ 34 bilhões no total da carteira de crédito (Itaú - comunicado ao mercado, 26 de junho de 2015).

Além disso, a reportagem do Valor Econômico (agosto, 2016) apresenta diversos números recentes que corroboram com os impactos encontrados em nossos resultados. Os dados dizem respeito às projeções para o desempenho da carteira do Itaú Unibanco para 2016. Com relação a variável Organizacional, os dados ilustram a elevação das despesas em função do perfil da carteira de crédito do CorpBanca. Segundo a reportagem, o Itaú manteve a projeção de despesas de provisões para devedores duvidosos (PCLD) entre R\$ 21 bilhões e R\$ 24 bilhões neste ano, sem o CorpBanca. Quando levado em conta o banco chileno, a estimativa foi revisada da faixa de R\$ 22 bilhões a R\$ 25 bilhões para R\$ 23 bilhões a R\$ 26 bilhões.

Os resultados encontrados demonstram que o impacto na variável organizacional (relação de PCLD e Empréstimos Líquidos) superaram positivamente as projeções do Itaú, com melhoria do índice em 27,19%, do modo Abrupto Temporário, embora para a variável Escala tenha havido uma piora de 1,8%, tal efeito poderá ser absorvido e readequado ao padrão apresentado até então. Os resultados demonstram que esta fusão apresentou a estratégia principal de Busca por Recursos, além disso, este evento foi fundamental para que o Itaú retomasse a liderança, no Brasil, como o maior banco em Ativos Totais.

O terceiro evento analisado é a aquisição da Munita, Cruzat & Claro, empresa chilena que atua em gestão de grandes fortunas no Chile e acompanha emissões de papéis de renda fixa. A aquisição amplia a atuação do Itaú no segmento de Private Banking que, conforme descrito por Oliveira (2014), inseriu-se no mercado chileno em 2007 com a aquisição do BankBoston, em 2011 adquiriu a carteira de clientes de alta renda do HSBC e em 2012 o Itaú adquiriu metade da Munita, Cruzat & Claro.

Em 2014 o Itaú eleva para 100% sua participação no Munita, Cruzat & Claro (MCC), ao anunciar a aquisição, o banco destacou que reafirma o compromisso com o mercado chileno e a visão do Itaú Private Bank de ser o líder na América Latina. Este evento mostrou-se significativo ao modelo com 5% de significância, apresentou um índice de 0,025515, ou seja, um aumento de 2,5% para a variável escala no terceiro trimestre de 2014. O aumento representa uma piora na relação entre as Despesas de Pessoal e Administrativas sobre os Ativos Totais.

A aquisição do controle do MCC está relacionada a ampliação do Itaú Private Bank, que é líder no segmento de gestão de patrimônio na América Latina, com uma parcela de mercado de mais de 25%. Além de sete escritórios no Brasil, conta também com escritórios no Chile, Uruguai, Paraguai, Miami, Nova York, Suíça, Ilhas Cayman e Bahamas (RELATÓRIO ANUAL, 2014). Embora o discurso da empresa seja de Busca de Mercado, a elevação da participação na Joint Venture, conforme nossos resultados, representa o enfoque estratégico de Busca por Recursos, no entanto o impacto foi prejudicial a empresa em 2,5%.

De modo geral, pode-se afirmar que as transações de Fusão e Aquisição realizadas pelo Itaú apresentaram impacto na estratégia definida como Busca de Recursos. A empresa apresentou melhoria na maioria dos índices - em alguns o impacto foi bastante expressivo, e nos que apresentaram piora ao índice, o impacto não foi tal elevado, o que pode facilitar para que a empresa identifique e melhore seus indicadores futuros, bem como pode haver outros fatores de interesse para a empresa que não foram considerados como intervenção, mas que podem apresentar retornos positivos no médio e longo prazo.

4.2 Resultados para as intervenções relativas a investimentos diretos no exterior do tipo *Greenfield*

Para esta etapa do trabalho, realizou-se a análise dos investimentos realizados via *greenfield*.

4.2.1 Banco do Brasil

Para as intervenções do tipo *greenfield* há uma quantidade maior de eventos, conforme exposto na Tabela 11. Trata-se de investimentos diretos no exterior como: abertura de subagências, agências, escritórios de representação, criação e incremento de capital em subsidiárias e sociedades corretoras de valores.

Tabela 11 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de investimento via *greenfield* para cada indicador referente ao Banco do Brasil. (continua)

	Intervenção	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>	
ROE - SARIMA (0,1,1)x(0,1,1)	Escritórios de Representação em Dubai e Seul - AT	0,0255065	0,0127019	2,0081	0,0446	**
	Subagência na Bolívia - AT	-0,0374129	0,0127037	-2,9450	0,0032	***
	6 subagências em Portugal - AP	-0,021579	0,00776288	-2,7798	0,0054	***
	Transformação de 2 subagências para agências no Japão - AP	0,0489665	0,014375	3,4064	0,0007	***
	Escritório de Representação no Panamá - AP	0,0284185	0,00783479	3,6272	0,0003	***
	Transformação de agência para subagência no Paraguai - AP	-0,0215639	0,00712666	-3,0258	0,0025	***
	Transformação do Escritório de Representação em Agência no Uruguai - AP	0,0052669	0,00227046	2,3198	0,0204	**
ROA - SARIMA (1,1,1)X(1,1,0)	Subagência na Bolívia - AT	-0,33437	0,0742252	-4,5048	<0,0001	***
	Subagência no Japão - AP	-0,0319496	0,0122694	-2,6040	0,0092	***
	Transformação de 2 subagências para agências no Japão - AP	0,354018	0,0948266	3,7333	0,0002	***
	Escritórios de Representação em Dubai e Seul - AP	-0,433929	0,105416	-4,1164	<0,0001	***
	Escritório de Representação no Panamá - AP	0,457384	0,161536	2,8315	0,0046	***
	Escritório de Representação no Uruguai - AP	-0,348605	0,142587	-2,4449	0,0145	**
	6 subagências em Portugal - AT	-0,00989617	0,00530696	-1,8648	0,0622	*
FRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Transformação de agência para subagência no Paraguai - AP	0,00668106	0,00189651	3,5228	0,0004	***
	Transformação do Escritório de Representação em Agência no Uruguai - AP	-0,00711016	0,00213661	-3,3278	0,0009	***

Tabela 11 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de investimento via *greenfield* para cada indicador referente ao Banco do Brasil. (conclusão)

	Intervenção	Coefficiente	Erro Padrão	z	p-valor	
CONCENTRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	Transformação de agência para subagência no Paraguai - AP	0,00957557	0,00231633	4,1339	<0,0001	***
	Transformação do Escritório de Representação em Agência no Uruguai - AP	-0,0114336	0,00260958	-4,3814	<0,0001	***
	6 subagências em Portugal - AT	0,164324	0,0388848	4,2259	<0,0001	***
ESCALA - SARIMA (0,1,1) x (0,1,1)	Escritórios de Representação em Dubai e Seul - AT	-0,179162	0,0393202	-4,5565	<0,0001	***
	Escritório de Representação no Uruguai e 3 subsidiárias nos EUA - AT	-0,0426032	0,0183827	-2,3176	0,0205	**
	Transformação do Escritório de Representação em Agência no Uruguai - AT	0,0805506	0,0125797	6,4032	<0,0001	***
	Subagência no Japão - AP	-0,0365903	0,0122508	-2,9868	0,0028	***
	Escritório de Representação na China - AP	0,117853	0,0285009	4,1351	<0,0001	***
	Escritório de Representação na Angola - AP	-0,164216	0,0443496	-3,7028	0,0002	***
	Transformação de agência para subagência no Paraguai - AP	0,030256	0,00565203	5,3531	<0,0001	***
ORGANIZACIONAL - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Escritório de Representação no Uruguai e 3 subsidiárias nos EUA - AT	-0,247236	0,0970588	-2,5473	0,0109	**
	Transformação de agência para subagência no Paraguai - AT	0,243039	0,0980708	2,4782	0,0132	**
	Transformação do Escritório de Representação em Agência no Uruguai - AT	-0,240312	0,095162	-2,5253	0,0116	**

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Legenda: AT: abrupta/temporária; AP: abrupta/permanente;

Para este tipo de evento os resultados referentes ao Banco do Brasil demonstram eventos significativos para as três classificações e em todas as variáveis - Busca por Eficiência (ROE e ROA), Busca por Mercados (Fração e Concentração) e Busca de Recursos

(Escala e Organizacional). Para a variável concentração apresentou-se apenas eventos como Abruptos Permanentes e na variável Organizacional apenas eventos do tipo Abrupto Temporário. Para as demais variáveis há a presença de vários eventos com ambas as classificações, diante disso, realizamos a análise gráfica para selecionar o tipo de intervenção adequada e encontram-se na Tabela 11.

Serão analisados de maneira geral e de acordo com cada hipótese, ou seja, processos de internacionalização levam a ganhos de eficiência, a aumento da participação de mercado ou a melhoria da estrutura de recursos da organização.

a) Busca por eficiência

Com relação a Busca por Eficiência, diversos eventos mostraram-se significativos, tanto para a variável ROE como para ROA. Dentre eles estão abertura de: subagências; agências; Escritórios de Representação; e, transformações das unidades existentes.

Diante dos resultados obtidos, pode-se inferir que, para o Banco do Brasil, a criação de subagências apresentou-se com impacto negativo para todos os eventos, sendo na variável ROE: criação da subagência na Bolívia, 06 subagências em Portugal, alteração para subagência da agência no Paraguai os coeficientes foram negativos em 3,74%, 2,15%, 2,15%; e para a variável ROA: a abertura de subagências na Bolívia e no Japão. Os coeficientes foram negativos em 33,43% e 3,19%, respectivamente. Este tipo de atuação internacional mostrou-se prejudicial ao BB com relação a estratégia de Busca por Eficiência.

As aberturas de agências representaram uma intervenção ao modelo da variável ROE: transformação de duas subagências em agências no Japão e transformação do escritório de representação em agência no Uruguai. Para a variável ROA, tivemos somente a transformação das duas subagências em agência no Japão. Para estes eventos os coeficientes foram todos positivos em 4,89%, 0,52% e 35,40%, respectivamente. Diferente de subagências, a abertura de agência mostrou positiva para o BB na estratégia de Busca por Eficiência.

Para a abertura de Escritórios de Representação ao todo foram cinco eventos que apresentaram intervenção para o modelo. Para a variável ROE: a abertura de escritórios de representação em Dubai e Seul (no mesmo trimestre) e no Panamá - com coeficiente positivo e variação de 2,55% e 2,84%, respectivamente. Para a variável ROA: a abertura de escritórios de representação em Dubai e Seul (no mesmo trimestre), no Panamá e no Uruguai - com variação de -43,39%, 45,73 e -34,86. Para este tipo de atuação os impactos foram variados, mas se desconsiderarmos os resultados da variável ROA - devido a grande proporção dos

impactos e potencial de outros fatores terem influenciado a variável. Para o ROE a abertura de escritórios foi positiva para a estratégia de Busca por Eficiência da Organização.

b) Busca por mercados

Para o objetivo estratégico de Busca por Mercados os eventos considerados intervenção ao modelo apresentaram impactos pequenos nas variáveis Fração e Concentração. Para subagências: seis em Portugal e a transformação de uma agência em subagência no Paraguai, com impacto de -0,98% e 0,66% na variável Fração. Para a variável Concentração somente a transformação da agência em subagência no Paraguai mostrou-se um evento significativo, com variação de 0,95%, acompanhando a variação positiva que este evento apresentou na variável anterior.

Já para a abertura de agências, somente a transformação do Escritório de Representação em Agência no Uruguai mostrou uma intervenção significativa, para as duas variáveis e com variação negativa em 0,71% e 1,14% para Fração e Concentração respectivamente.

c) Busca por recursos

Para o direcionamento estratégico de melhoria da estrutura de recursos da organização, ao todo foram 11 intervenções para os modelos. Cabe ressaltar que, para estas variáveis, a interpretação é de que quanto menor o índice, melhor para a organização, portanto, as variações negativas são benéficas a empresa, tendo em vista a otimização de seus recursos.

Para a variável Escala os eventos de abertura de subagências, foram 6 subagências em Portugal, uma subagência no Japão e uma transformação de agência em subagência no Paraguai. A única que apresentou coeficiente negativo foi a subagência no Japão, as variações foram 16,43%, -3,65% e 3,02%, respectivamente. Para a variável Organizacional somente a transformação da agência em subagência foi considerada intervenção ao modelo com variação de 24,30%. De modo geral a empresa apresentou piora em seus indicadores de recursos após os investimentos em abertura de subagências.

Para a abertura de Agência, somente a transformação do Escritório de Representação em Agência foi significativo e foi uma intervenção para as duas variáveis - Escala e Organizacional com coeficientes de 0,0805 e -0,2403, respectivamente. Enquanto apresentou piora na relação de Despesas de Pessoal e Administrativas pelos Ativos Totais em 8%, obteve otimização na Relação da Provisão de Créditos de Liquidação pelos Empréstimos Líquidos

em 24%. Portanto de modo geral, houve melhora na estrutura de recursos da organização após a transformação do Escritório de Representação em Agência.

Para os eventos de abertura de escritório de representação na variável Escala, as intervenções ao modelo foram: abertura em Dubai e Seul (mesmo trimestre), no Uruguai (no mesmo trimestre da criação de subsidiárias nos EUA), na China e na Angola. Os eventos apresentaram variação de -17,91%, -4,26%, 11,78, -16,42, respectivamente. Nota-se que as variações foram relativamente elevadas e que somente a abertura do escritório chinês teve variação positiva, os demais foram negativos.

Para a variável Organizacional, o escritório de representação no Uruguai (ocorrida no mesmo trimestre da criação de subsidiárias nos EUA) apresentou variação de -24,72%. Não podemos determinar se tal variação foi em decorrência do Escritório de Representação ou da abertura das três Subsidiárias nos EUA, pois os dados dos dois eventos apresentam-se em conjunto nas variáveis e não podemos dissociá-los, portanto devem ser analisadas em conjunto.

De forma geral, ao contrário da criação de subagências, os escritórios de representação impactaram positivamente a estrutura de recursos da organização, somente o escritório da China que apresentou variação positiva, os demais beneficiaram a estratégia de Busca de Recursos do Banco do Brasil.

Para as três Subsidiárias abertas nos EUA, como dito anteriormente, o evento ocorreu no mesmo período do Escritório de Representação no Uruguai e, embora acreditemos que este evento tenha mais relevância e proporção, temos que analisá-los conjuntamente. Deste modo estes eventos apresentaram para as variáveis Escala e Organizacional uma variação de -4,26% e -24,72%. Impacto consideravelmente positivo para a Busca de Recursos do BB.

4.2.2 Bradesco

A Tabela 12 relaciona os eventos via *greenfield* realizados pelo Bradesco no período analisado pela pesquisa.

Tabela 12 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de investimento via *greenfield* para cada indicador referente ao Bradesco

	Evento	Coefficiente	Erro Padrão	z	p-valor	
ROE - SARIMA (1,0,0) x (0,1,1)	Agência nas Ilhas Cayman - AT 3T/2007	0,30082	0,126403	2,3799	0,0173	**
	SCVM na Inglaterra - AP - 4T/2007	-0,313132	0,127872	-2,4488	0,0143	**
ROA - SARIMA (0,0,1) x (0,1,1)	Agência nas Ilhas Cayman AT 3T/2007	0,295696	0,126985	2,3286	0,0199	**
	SCVM na Inglaterra - AP - 4T/2007	-0,320073	0,129233	-2,4767	0,0133	**
FRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)		Ausência de eventos / intervenções significativas				
CONCENTRAÇÃO - ARIMA (0,1,0)	SCVM na Inglaterra - AP - 4T/2007	0,0050414	0,0023788	2,1193	0,0341	**
	3 SCVM - nos Emirados Árabes, China e Japão - AP - 4T/2008	0,0087862	0,0047636	1,8445	0,0651	*
ESCALA - SARIMA (0,1,0) x (0,1,1)	Agência em Bahamas - AT - 4T/2005	-0,0553578	0,0296306	-1,8683	0,0617	*
	3 SCVM - nos Emirados Árabes, China e Japão - AP - 4T/2008	0,0047311	0,0022841	2,0713	0,0383	**
ORGANIZACIONAL - SARIMA (1,1,1) X (0,1,1)	Agência nas Ilhas Cayman - AP - 3T/2007	0,465627	0,166848	2,7907	0,0053	***
	SCVM na Inglaterra - AP - 4T/2007	-0,4933	0,172029	-2,8675	0,0041	***

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Legenda: AT: abrupta/temporária; AP: abrupta/permanente.

Para o Bradesco, os resultados demonstram eventos significativos para as três classificações - Busca por Eficiência, Busca por Mercados e Busca de Recursos, porém para a variável Fração não há eventos que representaram uma intervenção na série. Para as demais variáveis há a presença de vários eventos com ambas as classificações (Abrupta Permanente e Abrupta Temporária), diante disso realizamos a análise gráfica para selecionar o tipo de intervenção adequada, conforme a Tabela 12. Para o Investimento Direto no Exterior do Bradesco via *greenfield*, foram realizados investimentos no período de: Abertura de Agências e de Sociedades Corretoras de Valores Mobiliários (SCVM) sob a forma de Subsidiárias.

a) Busca por eficiência

Com relação à Busca por Eficiência, foram significativos ao modelo para as variáveis ROE e ROA a abertura da agência nas Ilhas Cayman e a constituição da Sociedade Corretora

de Valores Mobiliários na Inglaterra. Os resultados demonstram que a atuação na Ilhas Cayman apresentou coeficiente positivo para a variável ROE e ROA, com variação de 30,08% e 29,56%, respectivamente nos retornos sobre o patrimônio líquido e ativo total. Este tipo de investimento mostrou-se favorável a estratégia de Busca por Eficiência, no evento ocorrido no terceiro trimestre de 2007.

No trimestre seguinte o Bradesco constituiu uma Sociedade Corretora de Valores Mobiliários, sob forma de subsidiária integral - a Bradesco Securities UK, Ltd. Nossos resultados demonstram que para este tipo de IDE, impactou negativamente a estratégia de Busca de Eficiência do Bradesco, tendo em vista que a intervenção à série da variável ROE e ROA apresentaram variação negativa na ordem de -31,31% e -32% respectivamente.

b) Busca por mercados

Para o objetivo estratégico de Busca por Mercados os eventos considerados significativos ao modelo apresentaram impactos somente na variável Concentração e para os investimentos do tipo *greenfield* de constituição de Sociedade Corretora de Valores Mobiliários. Os investimentos ocorreram na Inglaterra, no quarto trimestre de 2007 e nos Emirados Árabes, China e Japão no quarto trimestre de 2008. Estes investimentos apresentaram uma variação de 0,5% e 0,87% respectivamente. Diante disto, pode-se inferir que estes investimentos foram positivos a estratégia de Busca por Mercados do Bradesco.

c) Busca por recursos

Com relação ao objetivo estratégico de melhoria da estrutura de recursos da organização - variáveis Escala e Organizacional, as intervenções ao modelo foram as do tipo abertura de agência e Sociedade Corretora de Valores Mobiliários. Para a abertura de agência em Bahamas apresentou variação de -5,53% - como a análise para estas variáveis é de quanto menor, melhor; este evento foi benéfico à organização. Em contrapartida a abertura da agência nas Ilhas Cayman, intervenção para a variável Organizacional, apresentou uma variação positiva em 46,56%, ou seja, após este investimento houve piora na relação das contas PCLD pelos Empréstimos Líquidos.

Já para a constituição das Sociedades Corretora de Valores Mobiliários, a criação das subsidiárias nos Emirados Árabes, China e Japão, ocorridas no mesmo trimestre, foi uma intervenção para o modelo da série da variável Escala. O impacto foi de 0,47%, embora de proporção pequena, representa uma piora na estrutura de recursos do Bradesco após tal investimento. Já o investimento na subsidiária na Inglaterra, impactou a variável

Organizacional em -49,33%, representando uma melhora expressiva na estratégia de Busca por recursos do Bradesco.

4.2.3 Itaú

Tabela 13 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de investimento via *greenfield* para cada indicador referente ao Itaú. (continua)

	Evento	Coefficiente	Erro Padrão	z	p-valor	
	Agência nas Ilhas Cayman - At - 4T/2004	0,049961	0,02381	2,098	0,035	**
ROE - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	03 Subagências no Japão - At - 4T/2005	-0,07285	0,02789	-2,61	0,009	***
	Participação no Capital da Itau Buen Ayre - At - 4T/2007	0,025410	0,01152	2,204	0,027	**
	Agência nas Ilhas Cayman - At - 4T/2004	0,008153	0,00253	3,215	0,001	***
	03 Subagências no Japão - At - 4T/2005	-0,01203	0,00296	-4,06	<0,00	***
	Participação no Capital da Itau Buen Ayre - At - 4T/2007	0,004480	0,00119	3,745	0,000	***
ROA - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Agência em Tóquio - Ap - 4T/2002	0,000233	0,00011	2,056	0,039	**
	Escritório de Representação na China - Ap - 3T/2004	0,005400	0,00017	31,49	<0,00	***
	Participação no Capital em Subsidiárias no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal - Ap - 4T/2008	-0,00147	0,00034	-4,25	<0,00	***
FRAÇÃO - SARIMA (0,1,0)X(0,1,1)	Participação no Capital em Subsidiárias no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal - At - 4T/2008	0,008589	0,00463	1,854	0,063	*

Tabela 13 - Estimativas dos parâmetros (S)ARIMA e das intervenções de investimento via *greenfield* para cada indicador referente ao Itaú. (conclusão)

	Evento	Coefficiente	Erro Padrão	z	p-valor	
CONCENTRAÇÃO - SARIMA (0,1,0) x (0,1,1)	Participação no Capital em Subsidiárias no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal - At - 4T/2008	0,0287104	0,0065365	4,3923	<0,0001	***
	Escritório de Representação no Peru - At - 4T/2010	-0,0268276	0,0067508	-3,9740	<0,0001	***
	Escritório de Representação na China - Ap - 3T/2004	0,0015835	0,0007633	2,0745	0,038	**
ESCALA - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Participação no Capital em Subsidiárias nos EUA e Reino Unido - Ap - 3T/2009	0,00755812	0,0034359	2,1998	0,0278	**
	Escritório de Representação na China - At - 3T/2004	-0,140414	0,0768287	-1,8276	0,0676	*
	Agência nas Ilhas Cayman - At - 4T/2004	0,258117	0,081427	3,1699	0,0015	***
	Participação no Capital da Itau Buen Ayre - At - 4T/2007	-0,549337	0,074229	-7,4006	<0,0001	***
	Participação no Capital em Subsidiárias nos EUA e Reino Unido - At - 3T/2009	0,112323	0,061631	1,8225	0,0684	*
	Participação No Capital Em Subsidiárias No Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal - At - 4T/2008	0,474029	0,0982938	4,8226	<0,0001	***
	Escritório De Representação No Peru - At - 4T/2010	-0,178604	0,0574057	-3,1113	0,0019	***
	Participação no Capital Itau BBA no Reino Unido - AT - 3T/2012	0,0960701	0,036655	2,6209	0,0088	***
	03 Subagências No Japão - Ap - 4T/2005	-0,0862172	0,0269106	-3,2038	0,0014	***
ORGANIZACIONAL - SARIMA (1,1,1) x (0,1,1)	Participação No Capital Em Subsidiárias Nos Eua E Reino Unido - At - 4T/2009	0,191237	0,0894906	2,137	0,0326	**
	Participação no Capital da Itau Buen Ayre - Ap - 4T/2007	0,0872089	0,0420998	2,0715	0,0383	**
	Participação no Capital em Subsidiárias No Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal - Ap - 4T/2008	-0,107407	0,0479187	-2,2414	0,025	**

Fonte: elaborado pelo autor (2017). Legenda: AT: abrupta/temporária; AP: abrupta/permanente.

E com relação aos investimentos via *greenfield* do Banco Itaú, os resultados também demonstram que há diversos eventos significativos nas três classificações, e para todas as variáveis - Busca por Eficiência, Busca por Mercados e Busca de Recursos, em todas as variáveis ROE, ROA, Fração, Concentração, Escala e Organizacional. Para as variáveis ROE e Fração há apenas eventos do tipo Abrupto Temporário. Para as demais variáveis há a presença de vários eventos com ambas as classificações. Os Investimentos Diretos no Exterior significativos do Itaú via *greenfield*, foram direcionados para: Abertura de Subagências, Agências, Escritórios de Representação e constituição de Subsidiárias.

a) Busca por eficiência

Para o Banco Itaú os investimentos que impactaram a estratégia de Busca por Eficiência foram: subagências, agências, escritório de representação e subsidiárias. Para a criação de subagências, somente o investimento ocorrido no quarto trimestre de 2005, no Japão, mostrou-se significativo, apresentando impacto negativo tanto para a variável ROE (-7,28%), como para a variável ROA (-1,2%). Deste modo, este tipo de atuação internacional mostrou-se prejudicial ao Itaú no que se trata da estratégia de Busca por Eficiência.

Para os Investimentos em agências no exterior os retornos foram diferentes. Todos os eventos impactaram positivamente os modelos, que se trata da abertura de agência nas Ilhas Cayman e a abertura de agência em Tóquio - Japão. A primeira impactou positivamente o modelo da variável ROE em 4,49% e a variável ROA em 0,81%. Já o caso do Japão, foi significativo somente para a variável ROA, com impacto de 0,02% nos retornos sobre os Ativos Totais.

Com relação à abertura de Escritórios de Representação, apenas o evento ocorrido no terceiro trimestre de 2004 mostrou-se significativo para a série. A criação do Escritório na China apresentou impactos positivos em 0,44%, para o modelo com a variável ROA. Deste modo, este tipo de investimento no exterior foi positivo no que se trata a estratégia de Busca por Eficiência do Itaú.

Por último, para o objetivo estratégico de Busca por eficiência, temos os Investimentos através de participação em subsidiárias no exterior. Dois eventos foram significativos, participação na subsidiária na Argentina, ocorrida no quanto trimestre de 2007 e também as subsidiárias no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal. O primeiro evento apresentou variação positiva para ambas as variáveis, ROE e ROA, em 2,54% e 0,44% respectivamente. O segundo evento apresentou variação que, embora tímida, foi negativa em -0,14% nos

retornos sobre os ativos. Para este tipo de investimento pode-se dizer que, de modo geral, foi benéfico à Busca de Eficiência do Itaú.

b) Busca por mercados

Para este objetivo estratégico, apenas os investimentos diretos no exterior do tipo Escritório de Representação e Subsidiárias apresentaram-se como intervenções significativas ao modelo. Com relação aos escritórios de representação, os mesmos impactaram somente a variável Concentração. O primeiro foi aberto na China, no terceiro trimestre de 2004 e representa um impacto de 0,15% no modelo; o segundo investimento em questão foi direcionado ao Peru no quarto trimestre de 2010 e representa uma piora no indicador em -2,68. Diante disso, a variação encontrada é predominante prejudicial à estratégia de Busca de Mercados do Itaú.

E para os investimentos em Subsidiárias no exterior, todas as variações foram positivas. Os investimentos anunciados no quarto trimestre de 2008, no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal representaram um incremento de 0,85% na variável Fração e de 2,87% na variável Concentração. Para os investimentos nas Subsidiárias nos EUA e Reino Unido, no terceiro trimestre de 2009, observa-se uma variação positiva de 0,75%. Deste modo, conclui-se que os investimentos em subsidiárias no exterior impactaram positivamente a estratégia de Busca por Mercados do Itaú.

c) Busca por recursos

O terceiro objetivo analisado do Itaú, Busca por Recursos, foi o que apresentou maior quantidade de eventos significativos aos modelos para as variáveis Escala e Organizacional. Os investimentos que foram significativos ao modelo foram: abertura de subagências, agências, Escritórios de Representação e Participação em subsidiárias. A abertura de 03 subagências no Japão apresentou impacto, para a variável Escala - variação de -8,62%, deste modo, impactou positivamente a estrutura de recursos do Itaú.

Já para abertura de agências, o investimento nas Ilhas Cayman mostrou-se um evento significativo. Ocorrido no quarto trimestre de 2004, o mesmo impactou em 25,81% a variável Escala, o que representa uma piora no indicador e prejudicial a estratégia de investimento no exterior de Busca por Recursos.

Em seguida analisamos os investimentos em Escritórios de Representação. Os mesmos foram realizados no terceiro trimestre de 2004, na China e no quarto trimestre de 2010, no Peru. Ambos apresentaram impactos somente para a variável Escala, com variação de -

14,04% e -17,86%, respectivamente. Isto implica em ganhos ao Itaú, diante disto os investimentos em escritórios de representação foram positivos para a perspectiva estratégica de Busca por Recursos.

Por último, temos os investimentos em Subsidiárias no exterior. Os resultados demonstram que alguns investimentos realizados foram benéficos e outros apresentaram impactos negativos à estratégia em questão. Os investimentos realizados na Argentina (quarto trimestre de 2007), no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal (quarto trimestre de 2008) apresentaram variação de -54,93% (variável Escala), -10,74% (variável Organizacional). Isto significa melhora na estrutura de recursos da organização. Entretanto os investimentos realizados nos EUA no Japão, Cingapura, Europa, Bahamas e Portugal (quarto trimestre de 2008), nos EUA e Reino Unido (terceiro trimestre de 2009), no Reino Unido (terceiro trimestre de 2012) impactaram a variável Escala em 47,40%, 11,23% e 9,60% respectivamente. Para a variável Organizacional, os investimentos na Argentina (quarto trimestre de 2007) e nos EUA e Reino Unido (quarto trimestre de 2009) obtiveram variação de 8,72% e 19,12%. Diante disto pode-se inferir que o investimento em subsidiárias não foi benéfico para a estratégia de Busca de Recursos.

Nossas hipóteses de pesquisa foram confirmadas, tendo em vista que o IDE impactou todas as estratégias (H1, H2, H3), embora para alguns eventos os impactos percebidos fossem negativos. Os impactos também se mostraram para alguns eventos e tipos de investimentos como positivos para mais de um enfoque estratégico (H4) e para outros obtiveram ganhos em algum enfoque, mas em outro houve uma piora no índice (H5).

A Tabela 14 sintetiza os resultados analisados para cada uma das instituições de acordo com o direcionamento estratégico e tipo de IDE realizado.

Tabela 14 - Resumo dos impactos observados nos investimentos realizados pelos três bancos.

DIRECIONAMENTO ESTRATÉGICO	TIPO DE IDE	EFEITO ESPERADO	EFEITO OBTIDO
<u>BANCO DO BRASIL</u>			
Busca por Eficiência	<i>Greenfield</i> - Subagência	+	-
	<i>Greenfield</i> - Agência	+	+
	<i>Greenfield</i> - Escritório de Representação Fusão & Aquisição	+	Predominantemente +
Busca por Mercados	<i>Greenfield</i> - Subagência	+	Predominantemente +
	<i>Greenfield</i> - Transformação de Escritório de Representação para Agência	+	+
Busca por Recursos	<i>Greenfield</i> - Subagência	+	-
	<i>Greenfield</i> - Transformação de Escritório de Representação para Agência	+	+
	<i>Greenfield</i> - Escritório de Representação	+	+
<u>BRADESCO</u>			
Busca por Eficiência	<i>Greenfield</i> - Agência	+	+
	<i>Greenfield</i> - SCVM	+	-
	F&A	+	-
Busca por Mercados	<i>Greenfield</i> - SCVM	+	+
Busca por Recursos	<i>Greenfield</i> - Agência	+	Predominantemente -
	<i>Greenfield</i> - SCVM	+	Predominantemente +
<u>ITAU</u>			
Busca por Eficiência	<i>Greenfield</i> - Subagência	+	-
	<i>Greenfield</i> - Agência	+	+
	<i>Greenfield</i> - Escritório de Representação	+	+
	<i>Greenfield</i> - Subsidiárias no Exterior	+	+
Busca por Mercados	<i>Greenfield</i> - Escritório de Representação	+	Predominantemente -
	<i>Greenfield</i> - Subsidiárias no Exterior	+	+
Busca por Recursos	<i>Greenfield</i> - Subagência	+	+
	<i>Greenfield</i> - Agência	+	-
	<i>Greenfield</i> - Escritório de Representação	+	Predominantemente -
	Fusão e Aquisição	+	Predominantemente +

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Os resultados demonstram os diferentes impactos proporcionados pelo investimento no exterior realizado pelas organizações. Nota-se a especificidade de atuação de cada um dos

bancos em função do tipo de investimentos e também dos impactos ocorridos em cada um de seus indicadores. O Banco do Brasil e Itaú realizaram uma quantidade maior de investimentos em diferentes partes do globo, seja por meio de abertura de subagências, agências, escritórios de representação, subsidiárias no exterior ou F&A. Já o Bradesco realizou uma quantidade menor de investimentos e ocorreram por meio de abertura de agência, constituição de sociedades corretoras de valores mobiliários e F&A.

Para o Banco do Brasil a abertura de subagências que impactaram negativamente os indicadores de Busca por eficiência e Busca por Recursos e positivamente a Busca por Mercados. Os demais investimentos foram positivos ou predominantemente positivos para a empresa e que os eventos de F&A impactaram somente a estratégia de Busca por Eficiência.

O Bradesco apresentou os investimentos em SCVM (Sociedade Corretora de Valores Mobiliários) negativos para Busca por Eficiência, mas positivos para Busca por Mercados e, em sua maioria, positivo para Busca por Recursos. Os eventos de F&A impactaram de maneira negativa e somente a estratégia de Busca por Eficiência.

Por último, o Itaú apresentou para subagências uma piora nos indicadores Busca por Eficiência e melhora para Busca por Recursos. Agência teve o efeito contrário, apresentando-se positiva para Busca por Eficiência e negativa para Busca por Recursos. Escritórios de representação foram positivos para Busca por Eficiência e de modo geral negativo para Busca por Mercados e Busca por Recursos. Para F&A o impacto ocorreu somente para as variáveis de Busca por Recursos e representaram, em sua maioria, melhora aos indicadores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A temática de Investimentos Diretos no Exterior tem sido foco de diversos estudos e a amplitude de abordagens e metodologias vêm aumentando. O objetivo do trabalho foi analisar os impactos oriundos dos investimentos internacionais nos indicadores de três grandes bancos, relacionando os investimentos realizados às estratégias de busca por eficiência, participação de mercado e estrutura de recursos. Para tal, utilizou-se da metodologia de análise de intervenção para verificar se houve mudança à série original e também a magnitude da variação advinda de cada evento realizado.

Os resultados obtidos apresentaram que para alguns casos as hipóteses são validadas e para outros não e, diante disso, devem-se analisar exaustivamente os cenários, estratégias e mercados envolvidos. Observa-se que grande parte dos investimentos no exterior foram considerados uma intervenção, tanto para fusões e aquisições como para investimentos via *greenfield* e foi possível realizar considerações e generalizações referente a estratégia de internacionalização de cada um dos bancos.

Verificou-se que os bancos apresentam diferentes resultados em função dos diferentes tipos de IDE realizados. Além disso, os impactos destes investimentos repercutem em mais de um enfoque estratégico. Algumas vezes ambos positivos para a organização e em outras o retorno positivo obtido em uma estratégia ocorre em detrimento à outra.

O trabalho corrobora e complementa outros estudos com enfoque específico da indústria financeira brasileira e contribui ao atrelar a abordagem do Paradigma de Dunning com metodologias quantitativas de análise e elucida a adequação destas teorias para estes tipos de estudos. Além disso, buscou-se trabalhar com um detalhamento mais rigoroso na análise dos resultados, contextualizando a realidade vivenciada pela empresa e pelo mercado.

O estudo trabalhou com análise de séries temporais e identificou que, além do efeito de tendência das séries, grande parte das séries utilizadas possuiu também o efeito de sazonalidade. Diante disso, para analisar adequadamente os resíduos, utilizou-se de modelos SARIMA. Poucos são os trabalhos que tem realizado a análise dos dados filtrando estes dois componentes intrínsecos a séries e obtendo uma série mais ‘pura’.

Ademais, a utilização de dados do tipo *greenfield* pode ser considerada positiva ao campo teórico, tendo em vista que os estudos em sua maioria tratam apenas de fusões e aquisições e desconsideram os investimentos orgânicos realizados. Os resultados ilustram que estes investimentos impactam diretamente nos indicadores e, conseqüentemente, no resultado das firmas. Devendo ser foco de maiores estudos e de investimentos por parte das instituições.

O estudo limitou a três, das quatro perspectivas propostas por Dunning, ao unificar a Busca por Recursos e Busca por Recursos Estratégicos, tendo em vista que não foram identificadas variáveis no balanço dos bancos que pudessem mensurar adequadamente tal estratégia.

Diante da perspectiva de constante mudança no contexto econômico e de inovação vivenciada no sistema financeiro, não apenas brasileiro, sugere-se que outros estudos abordem outras metodologias para realizar a análise de instituições financeiras e seus processos de internacionalização, incluindo perspectivas voltadas para inovação e também relacionamento com o cliente, foco de grandes mudanças e que impacta diretamente a empresa adquirida ou ao atuar em nova localidade, até então desconhecida. Além disso, pode-se ser viável a análise específica de atuação e desempenho observado por regiões específicas do globo.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. I. R. de et al. **Estratégia: direcionando negócios e organizações**. São Paulo: Atlas, 2005.
- ALVES, C. Z. J. **A topologia dos bancos de investimento no Brasil: primazia urbana e formação do complexo corporativo metropolitano de São Paulo**. 2015. 291 p. Dissertação (Mestrado em Geografia Humana), Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- AMATUCCI, M. Teorias de Negócios Internacionais e a Economia Brasileira – de 1850 a 2007. In: AMATUCCI, M. (Org.) **Internacionalização de empresas: teorias, problemas e casos**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.
- AÑEZ, M. E. M. et al. Processo de internacionalização da economia mundial e as estratégias de empresas multinacionais. In: ARAÚJO, C. A. L. D. (2013). **O investimento direto estrangeiro chinês no Brasil e os determinantes para a escolha de setores pelas empresas investidoras**.
- BANCO DO BRASIL – **Formulário de Referência BB 2014** - Rede Compartilhada de Atendimento. 2014. Disponível em: <<http://www.bb.com.br>>. Acesso em: 20 set. 2014.
- BANCO DO BRASIL – **Rede Compartilhada de Atendimento** – Notícias. 2014. Disponível em: <<http://www.bb.com.br>>. Acesso em: 21 set. 2014.
- BANCO DO BRASIL – Relatório Anual de 2013 – **Rede Compartilhada de Atendimento**. 2013. Disponível em: <<http://www.bb.com.br>>. Acesso em: 20 set. 2014.
- BANCO DO BRASIL - Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/page118,3360,3367,1,0,1,0.bb?codigoNoticia=50151> – > Acesso em: 31 jan. 2017
- BÉJAR, R. C. Las multilatinas, avances y tendencias. **Boletín económico de ICE, Información Comercial Española**, (3061), p. 45-54, 2015.
- BANCO CORPBANCA. **The Merger of Banco Itaú Chile and CorpBanca**. 2014. Disponível em: <http://www.corpbanca.cl/storage/CB_IR_Presentation_0813.pdf?tmp=0> Acesso em: 02 fev. 2017.
- BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M.P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 28, n. 3, p. 347-362, Sept. 1993.
- BLOOMBERG. **BB Contrata JPMorgan para vender fatia no Patagonia: Fonte**. 2016. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com.br/blog/bb-contrata-jpmorgan-para-vender-fatia-no-patagonia-fonte>> Acesso em: 31 jan. 2017.
- BUCKLEY, P. J.; CASSON, M. C. **The Future of the Multinational Enterprise**, London: Homes & Meier: London, 1976.

- BUCKLEY, P. J.; CLEGG, J.; WANG, C. Inward FDI and host country productivity: evidence from China's electronics industry. **Transnational Corporations**, v. 15, n. 1, p. 13-37, 2006.
- BUCKLEY, P. J. et al. The impact of foreign direct investment on the productivity of China's automotive industry. In: **Foreign direct investment, China and the world economy**. Palgrave Macmillan UK, p. 284-304, 2010.
- CORAZZA, O.; OLIVEIRA R. Os Bancos Nacionais Face à Internacionalização do Sistema Bancário Brasileiro. **Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS**, Porto Alegre, v. 25, n. 47, março, 2007.
- COSTA, T. F. M. da. **Os impactos da globalização sobre a soberania econômica do estado-nação no pós-guerra fria**. 2015. 51 p. Monografia (Relações Internacionais), Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2015.
- DALLA COSTA, A.; DE SOUZA-SANTOS, E. R. A internacionalização do Banco do Brasil em dois momentos distintos de sua história. **Revista Economia & Tecnologia**, [S.l.], v. 7, n. 3, ISSN 2238-1988, set. 2011.
- DE SOUSA, E. P.; CARVALHO, A. **Análise de intervenção aplicada às exportações brasileiras de melão**. 2007.
- DE OLIVEIRA, V. V. M. **Investimento Direto de Portugal no Exterior (IDPE): Caracterização e Mapeamento**. 2016. 64 p. Dissertação (Mestrado em Economia e Gestão Internacional), Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Portugal, 2016.
- DO PRADO, J. W. et al. **Interferência das Fusões e Aquisições na Rentabilidade das Empresas de Capital Aberto do Setor de Alimento e Bebidas: Uma Abordagem por meio dos Modelos de Intervenção**. In: XV Congresso de Contabilidade e Controladoria no século XXI, 2015, São Paulo. Anais do XV Congresso de Contabilidade e Controladoria no século XXI da USP. São Paulo, 2015. 16 p.
- DUNNING, J. **Multinational Enterprises and the Global Economy**. Suffolk: Addison-Wesley Publishing, 1993.
- DUNNING, J. H. The Key Literature on IB Activities: 1960-2000. In: **Oxford Handbook of International Business**. Oxford: Oxford University Press, 2001.
- DUNNING, J. H.; PAK, Y. S.; BELDONA, S. Foreign ownership strategies of UK and US international franchisors: An exploratory application of Dunning's envelope paradigm. **International Business Review**, v. 16, n. 5, p. 531-548, 2007.
- EITEMAN, D. K.; STONEHILL, A. I.; MOFFETT, M. H. **Administração Financeira Internacional**. Bookman Editora Ltda, 600 p. 2013.
- FREITAS, M. C. P. **A internacionalização do sistema bancário brasileiro**. Instituto de pesquisa Econômica Aplicada: IPEA. Brasília, 83 p. 2011.
- GELEILATE, J.; FORTE, S. Motivações e estratégias de internacionalização dos três maiores bancos brasileiros frente à nova configuração econômica mundial. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 11, n. 1, p. 02-12, 2012.

- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 184 p. 2010.
- GOVINDARAJAN, V.; GUPTA, A. L. Traçando um rumo no mundo globalizado. **Gazeta Mercantil, série Global Business**, n. 1, p. 3-5. 1998.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley. 2004.
- GRAHAM, E. M. The contributions of Stephen Hymer: one view. **Contributions to Political Economy**, Oxford, v. 21, p. 27-41, 2002.
- GUERRA, T. T. A.; SENHORAS, E. M. **Evolução da internacionalização empresarial brasileira**. Ed. UFRR, 2015.
- GUERREIRO, C. Relatório de Estágio Curricular-Banco Espírito Santo-BES Guarda. Espírito Santo, 2013.
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 4. ed. Rio de Janeiro. Elsevier. 812 p. 2006.
- HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. Bookman Editora, 2009.
- HYMER, S. H. **The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment**. Tese (Doutorado). Cambridge: MIT Press, 1960. (Publicação póstuma em 1976).
- HOSCHEIDT, M. M. **Análise da assinatura de acordos de cooperação e facilitação de investimento (ACFI) pelo Brasil**. 2015.
- ISTO É – Disponível em:
<<http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/financas/20040303/fiasco-max-blue/17080>>
Acesso em: 31 jan. 2017.
- BERNAL, J. A. L. Gasparrini, A.; Artundo, C. M.; McKee, M. The effect of the late 2000s financial crisis on suicides in Spain: an interrupted time-series analysis. **Eur J Public Health**, 23 (5): 732-736. 2013.
- JENKINS, G. M. **Practical experiences with modeling and forecasting time series**. Jerrey: Channel Island, 1979.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J. E. The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign market commitment. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p.23-32, 1977.
- KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional**. 8ª. Edição. São Paulo: Makron Books, p. 405-430, 2010.
- LATORRE, M. R. D et al. Análise de séries temporais em epidemiologia: uma introdução sobre os aspectos metodológicos. **Rev. bras. epidemiol**, v. 4, n. 3, p. 145-152, 2001.
- LUTHANS, F.; DOH, J. **International management: Culture, strategy, and behavior**. 2009.

MELLO, P. C. de. Internacionalização do Sistema Bancário. In: DE FARO, Clovis. **Administração bancária: uma visão aplicada**. Editora FGV, 2015.

MESSNER, D. Regions in the “world economic triangle”. In: SCHMITZ, H. (Ed.) **Local enterprise in the global economy**. Camberley. Edwards Elgar Publishing Limited, UK. 2004.

MILLER, M. Where is globalization taking us? Why we need a new “Bretton Woods”. **Futures**, 1995, 27 (2), pp. 125-144.

MINSKY, H. P. Schumpeter: finance and evolution. In: HEERTJE, A., PERLMAN, M. (Eds.) **Evolving technology and market structure: studies in schumpeterian economics**. Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1990.

MORETTIN, P. A.; TOLOI, C. M. C. **Análise de séries temporais**. São Paulo: Edgard Blucher, 535p, 2004.

MORETTIN, P. A.; TOLOI, C. **Análise de séries temporais**. Blucher, 2006.

NELSON, C. R. **Applied time series analysis for managerial forecasting**. San Francisco: HoldenDay, 1973.

NETO, A. A.; Silva, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 3. ed. São Paulo: Atlas. 2010

NUNES, C. C. C.; SERRA, F. A. R.; FERREIRA, M. P. Internacionalização bancária brasileira: estudo de caso do banco Itaú. **Revista Eletrônica Mestrado em Administração**, v. 3, p. 57-74, 2011.

O GLOBO – Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/bb-prepara-venda-de-aco-es-do-banco-argentino-patagonia-diz-caffarelli-20633365#ixzz4XNOaQWoj> – Acesso em: 31 jan. 2017

OLIVEIRA, V. R. F. de. **Modelo de negócio e internacionalização de empresas**: estudo do caso Itaú Unibanco. 2014. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

CORCORAN, P. et al. Impact of the economic recession and subsequent austerity on suicide and self-harm in Ireland: An interrupted time series analysis. **Int J Epidemiol**, 44 (3): 969-977. 2015.

PEREIRA, J. G. de S. et al. **O investimento direto externo no Brasil entre 1995-2005**: uma análise dos setores bancário, automotivo e de alimentos e bebidas. 2007.

PESSANHA, G. R. G. et al. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 101, 2012.

PESSANHA, G. R. G. et al. A influência dos investimentos diretos externos (IDE) na rentabilidade e no risco: uma aplicação dos modelos de séries temporais, no período de 2000 a 2012, numa empresa do setor alimentício. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 16, n. 4, 2015.

PIMENTEL, V. P. et al. Inserção internacional das empresas farmacêuticas: motivações, experiências e propostas para o BNDES. **BNDES Setorial, Rio de Janeiro**, n. 40, p. 5-42, 2014.

PITHAN, V. T. N. **A implantação da unidade de alta renda-escritório private e a sua relação com as agências de varejo do Banco do Brasil**. 2007.

POZZOLO, A. F. Bank Cross-border Mergers and Acquisitions (Causes, consequences and recent trends). **Economics & Statistics Discussion Paper No. 08/48**. Italy: University of Molise, 2008.

ROBERTO, B. Acquisition versus greenfield investment: the location of foreign manufacturers in Italy. **Regional Science and Urban Economics**, v. 34, n. 1, p. 3-25, 2004.

ROBERTS, R. **Por dentro das Finanças Internacionais**. Jorge Zahar Editor: Rio de Janeiro, 2000.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, Chicago, v.59, n.2, p.197-216, Apr. 1986

SERENO, A.; MINADEO, R. **PROCESSO DA INTERNACIONALIZAÇÃO FINANCEIRA: O CASO BANCO DO BRASIL**, 2013.

SERRA, F. R.; NUNES, C. C. C.; FERREIRA, M. P. Internacionalização bancária brasileira: estudo de caso do banco Itaú. **RAUnP-ISSN 1984-4204**, v. 3, n. 2, p. 57-74, 2011.

SOUZA, E. C. L.; FENILI, R. R. Internacionalização de empresas: perspectivas teóricas e agenda de pesquisa. **Revista de Ciências da Administração**. v. 14, n. 33, p. 103-118, ago. 2012.

VALOR ECONOMICO <<http://www.valor.com.br/financas/4655511/itau-ve-lucro-recorrente-91-menor-no-trimestre-de-r-5575-bilhoes>> acesso em: 27 fev. 2017.

VARELA, P. B. Avaliação do Banco Itaú S/A. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2008.

VENTURIN, G. T. **Internacionalização do Banco do Brasil: um estudo de caso dos fatores motivadores para aquisição do Eurobank**. 2015.

WANG, C. et al. The impact of inward foreign direct investment on the nature and intensity of Chinese manufacturing exports. In: **Foreign Direct Investment, China and the World Economy**. Palgrave Macmillan UK, p. 270-283, 2010.

WHEELWRIGHT, S. C.; MAKRIDAKIS, S. **Forecasting methods for management**. 4. ed. New York: J. Wiley, 1985.