



**O IMPACTO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES DO SETOR BANCÁRIO NO
DESEMPENHO OPERACIONAL DOS BANCOS ADQUIRENTES**

Sara Margarida Cardoso Azenha

Dissertação

Mestrado de Finanças e Fiscalidade

Orientado por

Professor Doutor Samuel Pereira

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

2020

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Samuel Pereira que me acompanhou durante todo o meu percurso académico. Agradeço a disponibilidade, as orientações e todos os conhecimentos partilhados, tendo sido imprescindível na concretização deste trabalho.

Um agradecimento especial à minha família, em especial aos meus pais e irmã, por todo o apoio, pelas oportunidades que me proporcionaram e, por nunca me terem deixado desistir.

Resumo

A presente dissertação pretende comparar o impacto das operações de fusão ou aquisição, ocorridas no setor bancário, no desempenho operacional dos bancos adquirentes com o desempenho operacional dos bancos que não optaram por este tipo de estratégia, entre os anos 2009 e 2018. Através da análise evolutiva dos principais indicadores de rentabilidade - rentabilidade dos capitais próprios, rentabilidade dos ativos, *Interest Margin*, conclui-se que a *performance* operacional dos bancos adquirentes diminuiu após a operação de fusão ou aquisição, mas os restantes bancos viram também os seus indicadores a sofrer uma queda, embora seja mais acentuada neste último grupo. Esta deterioração da *performance* é evidenciada por uma redução generalizada em todos os rácios apresentados nos três anos após a operação de fusão ou aquisição, mesmo tendo em consideração a evolução do setor durante o mesmo período. Pode concluir-se que, mesmo num cenário de crise, o setor bancário continua a optar pela realização deste tipo de operações, sem a garantia que as mesmas contribuirão para a melhoria da sua *performance* operacional e, dessa forma para a criação de valor para os seus acionistas.

Palavras-Chave: Fusões; aquisições; setor bancário; desempenho operacional

Abstract

With this dissertation we intend to investigate whether mergers and acquisitions within the banking sector, occurred during the actual economic and financial crisis, affect the operating performance of the acquiring banks with the operating performance of banks that did not choose to follow this strategy, between the years 2009 and 2018. In order to examine this impact, we measured the changes in three accounting variables - return on equity, return on assets, and interest margin. The results show that the operating performance of the acquiring banks decreases significantly after the merger or acquisition, while the remaining banks saw their indicators drop more accentuated in this period, and so we can conclude that even in a crisis scenario like the one we live today, a crisis that was originated in the banking sector, the banks are still getting involved in merger and acquisition without the guarantee that those transactions will improve their operating performance and so will create value to their shareholders.

Keywords: Mergers and Acquisitions, banking sector, operational performance

Índice

Agradecimentos	2
Resumo	3
Abstract.....	4
Índice de Tabelas	6
1. Introdução	7
2. Fusões e aquisições no setor bancário.....	8
2.1. Caracterização do setor bancário português.....	8
2.2. Consolidação e intensidade da concorrência bancária	9
2.3. Motivações para as fusões e aquisições	10
3. Revisão da literatura	10
4. <i>Performance</i> Operacional.....	12
4.1. Teorias Explicativas da <i>Performance</i> Operacional	12
4.2. Revisão de literatura dos resultados empíricos.....	13
5. Dados e Metodologia.....	15
5.1. Definição da amostra	15
5.1.1. Caracterização da amostra	16
5.2. Metodologia	18
5.2.1. Medidas de <i>performance</i> operacional.....	19
6. Resultados Empíricos	21
6.1. Amostra.....	21
6.2. Rácios	25
7. Conclusões	30
8. Referências bibliográficas.....	32

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos envolvidos nas operações de fusão ou aquisição	22
Tabela 2 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos que não seguiram a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento.....	22
Tabela 3 - Evolução do setor bancário Português (em euros).....	24
Tabela 4 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos que seguiram a estratégia de fusão ou aquisição	27
Tabela 5 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos que não seguiram a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento.....	28

1. Introdução

A entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia e a sua adesão ao euro, factos motivados pelo contexto de globalização e internacionalização, provocou alterações estruturais significativas no setor bancário e no equilíbrio dos mercados de crédito, que resultaram no aumento das operações de fusão e aquisição com vista a alcançar rentabilidade competitiva e eficiência bancária. (Valkanov e Kleimeier, 2007)

Neste sentido a importância do setor bancário para o crescimento económico português é evidente a partir do ano 2000, com a criação de novos grupos bancários traduzindo o aumento significativo dos índices de concentração bancária. Com a intensa competitividade a que as empresas estão sujeitas diariamente, as operações de fusão e aquisição assumem-se como uma estratégia fundamental no seio empresarial, por se apresentarem como um instrumento privilegiado de crescimento e de expansão. Assim, uma adequada estratégia de fusão e aquisição permite potenciar o crescimento da empresa, independentemente do setor em que esteja inserida, a sua expansão para novos mercados bem como a consolidação da posição que ocupa no mercado em que se insere.

Um número considerável de estudos empíricos, baseados no contexto económico do Reino Unido e Estados Unidos da América, apontam no sentido de que as operações de fusão e aquisição acrescentam valor às empresas envolvidas e para os seus acionistas, outros indicam-nos que não existem diferenças relevantes no valor pós aquisição ou fusão, sendo no entanto em maior número os estudos que apontam para uma destruição de valor pós operação. Contudo, em Portugal esta é ainda uma temática pouco desenvolvida.

Neste contexto, a relevância do tema desta dissertação surge associada aos poucos estudos existentes sobre o mercado das Fusões e Aquisições em Portugal. Assim, o objetivo deste estudo é analisar o impacto das aquisições na performance bancária e comparar com o desempenho bancário dos restantes bancos que optaram pelo crescimento endógeno. No que concerne à estrutura da presente investigação, esta encontra-se dividido em 5 Capítulos. O Capítulo 1 corresponde à revisão de literatura, no qual são apresentados os processos de F&A, os diferentes tipos de F&A, o contexto histórico e os motivos em que assentam estas decisões. Posteriormente, no Capítulo 2 fez-se um levantamento e uma análise dos estudos empíricos relevantes que estão relacionados com a questão sob investigação. No Capítulo 3 definiu-se e caracterizou-se a amostra, e expuseram-se as medidas de performance operacional e a metodologia adotada. No Capítulo 4 apresentaram-se e analisaram-se os resultados obtidos. Por último, no Capítulo 5 são apresentadas as conclusões e algumas limitações da presente dissertação e propostas para investigação futura.

2. Fusões e aquisições no setor bancário

2.1. Caracterização do setor bancário português

Durante o período salazarista, o mercado interno português encontrava-se fortemente protegido e regulamentado, através da existência de limites de crédito e de um novo mercado de capitais. Com este cenário eram notórias as dificuldades à obtenção de recursos e, por conseguinte, poucas oportunidades de crescimento de negócio.

Em 1974, com o fim do regime ditatorial, surge a necessidade de reestruturar o setor bancário português, através da nacionalização de todos os bancos existentes. Na sequência desta reestruturação, o Estado português apoderou-se do domínio do sistema bancário, controlando todas as operações bancárias, através de restrições na fixação de taxas de juro, da aplicação de limites de crédito, pela entrada de novas instituições de crédito e abertura de novos balcões. Indiferentes ao comportamento registado nos restantes países europeus, os bancos portugueses ocupavam-se apenas com a tradicional atividade de intermediação financeira, uma vez que a atividade internacional se resumia apenas à liquidação de operações de comércio internacional e investimento direto estrangeiro.

Contrariamente ao ambiente de tensão social e forte intervenção económica que se registou anteriormente, a década de noventa ficou marcada pelo reconhecimento do setor financeiro no correto funcionamento do sistema económico, bem como por importantes transformações que despertaram a concorrência, tanto a nível interno como externo, promovendo uma separação entre a banca comercial, de investimento e outras atividades não bancárias. Posto isto, foram iniciadas operações de concentração bancária, que até então eram desconhecidas, de forma a obter maior vantagem competitiva com a entrada em novas áreas financeiras.

Esta década ficou marcada por profundas mudanças na estrutura do sistema bancário português, nomeadamente a criação de medidas que permitiam uma maior autonomia das instituições.

Nas décadas seguintes o número de instituições bancárias duplicou, pelo que se verificou uma perda de peso do Estado na detenção do setor bancário, onde os bancos públicos representavam uma pequena parte do mesmo. Confrontado com a crescente e rápida globalização e internacionalização, o setor bancário sentiu a necessidade de criar vantagens competitivas quer através da diversificação da oferta bancária com produtos atrativos quer pela exploração de novos mercados, com recurso às operações de fusão e aquisição.

Verificou-se, assim de 1999 para 2000, o maior registo de operações de fusão e aquisição no setor bancário, consolidando o mesmo.

2.2. Consolidação e intensidade da concorrência bancária

As operações de fusão e aquisição apresentam-se como uma importante estratégia para o crescimento, expansão e reestruturação das indústrias e da economia. Desta forma, este tipo de estratégia tem sido amplamente adotado por economias desenvolvidas para fazer face aos desafios e oportunidades que vão surgindo nos mercados cada vez mais globalizados.

Com o recurso às operações de aquisição e fusão foi permitido aos bancos tornaram-se cada vez maiores, tanto a nível nacional como internacional, intensificando a concentração bancária, diminuindo, por outro lado, a concorrência bancária e consequente impacto no poder de mercado. Por isto, a consolidação bancária apresenta-se como uma solução do mercado bancário para fazer face às crises financeiras.

O aumento da concentração bancária intensificou-se, em Portugal, a partir do ano 2000, com o aumento crescente do número de operações de fusão e aquisição. De acordo com os dados disponíveis no Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) neste ano realizaram-se 293 transações, no valor monetário total superior a 27 biliões de euros.

2.3. Motivações para as fusões e aquisições

Ao longo das últimas décadas, as condições de mercado proporcionaram um aumento significativo da competitividade do setor bancário contribuindo para o aparecimento de novos produtos e instrumentos financeiros, movido pela liberalização e desregulamentação dos serviços financeiros.

Neste sentido, são vários os autores que definem um conjunto de factores, que impulsionaram o desenvolvimento do setor e que favoreceram a adoção do comportamento estratégico defensivo, através da concretização das operações de fusão e aquisição, aliado à racionalização e à expansão do setor com vista a obtenção de vantagem competitiva e concorrencial, resultando na implementação de processos de consolidação e de reestruturação. (Seth et al. 2002)

O autor Pautler (2001) defende que as operações de fusão ou aquisição ocorrem por serem uma oportunidade de elevada rentabilidade para as empresas envolvidas. Defende que este processo é relativamente rápido e eficaz traduzindo-se em aumentos da capacidade da empresa, obtendo sinergias que possibilitam a entrada em novos e diferentes mercados.

Os teóricos Andrade, Mitchell e Stafford (2001) defendem que estas operações refletem determinado posicionamento estratégico no longo prazo e que surgem em períodos instáveis do mercado que fomentam o crescimento internacional.

Autores como Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) defendem que as operações de fusão ou aquisição são uma fonte de aumento de poder de mercado, através da redução de custos de produção obtendo, por conseguinte, determinadas vantagens competitivas que se podem traduzir no aumento da concentração bancária.

3. Revisão da literatura

A análise do desempenho operacional das operações de fusão e aquisição, que ocorrem no setor bancário, têm despertado interesse ao longo das várias décadas, principalmente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, onde estes processos se apresentam como uma estratégia primordial na economia empresarial.

Primeiramente importa referir que a literatura existente sobre esta temática é bastante divergente. No entanto, uma grande parte dos autores partilha a mesma opinião sobre o impacto positivo que estas operações têm no desempenho operacional, evidenciando assim a criação de valor no contexto empresarial. As conclusões a que chegam os vários autores dependem de muitos fatores que são utilizados para medir o desempenho das empresas após uma operação de F&A. Incidindo a análise na comparação entre o desempenho pré e pós aquisição com base no crescimento dos lucros, na maioria dos casos obtém-se um desempenho positivo e estatisticamente significativo. Porém, se o desempenho for medido com base nos *cash-flows*, conclui-se que o desempenho será positivo mas estatisticamente não significativo (Cosh *et al.* 2006).

Focarelli *et al.* (2002) defendem que as operações de fusão e aquisição produzem efeitos positivos sobre a rentabilidade, ainda que se verifique um aumento generalizado de gastos suportados. Estes autores concluem, adicionalmente, que este tipo de operações pode produzir uma redução no volume total de empréstimos concedidos a longo prazo. Os autores Altunbas e Marqués (2008) constataram que quanto mais idênticos forem os comportamentos estratégicos adotados pelos bancos, maior será o seu desempenho bancário, após a realização de uma operação deste tipo. Por outro lado, os autores Carbó Valverde e Humphrey (2004) defendem que as operações de fusão e aquisição produzem aumentos de rentabilidade bancária, através do aproveitamento dos recursos. Outros autores como Hauswald e Marquez (2006) acrescentam que as operações de fusão e aquisição são fonte de informação seletiva dos clientes.

Dado o contexto volátil económico-financeiro a que o setor bancário está sujeito, as operações de fusão e aquisição são vistas, na maioria das vezes, como soluções de equilíbrio e segurança financeira. Porém, também na maioria das vezes requer-se a intervenção das autoridades de supervisão bancária, uma vez que o reforço bancário, resultante do aumento inesperado do número de operações deste tipo, traduz uma redução das margens financeiras bancárias. (Chan *et. al*, 1986)

Reconhecendo as diferenças entre o mercado bancário dos Estados Unidos e o da União Europeia, a aplicação desses estudos na realidade europeia poderá levar a conclusões diferentes. O autor Barros *et. al* (2010) avalia o impacto das operações de fusão e aquisição, ocorridas em Portugal, determinando um modelo a partir do qual foi possível concluir que as operações de fusão e aquisição provocaram descidas da taxa de juro dos empréstimos e, conseqüentemente, despoletaram um aumento ligeiro na concessão de crédito a empresas.

4. *Performance* Operacional

Neste capítulo apresenta-se a literatura relevante sobre o impacto das operações de fusão e aquisição na *performance* operacional dos bancos adquirentes.

Importa salientar que cada autor calcula a *performance* operacional com base em diferentes indicadores, pois não existe um indicador universal, dificultando assim as conclusões.

4.1. Teorias Explicativas da *Performance* Operacional

Os autores Molyneux e Forbes (1995) testaram empiricamente múltiplos estudos sobre a banca, nomeadamente a teoria *Structure-Conduct-Performance* (SCP) e a sua alternativa *Efficient-Structure* (ES). Ambas as teorias analisam a relação entre a estrutura de mercado e a *performance* dos bancos.

Teoria *Structure-Conduct-Performance* (SCP)

A teoria *Structure-Conduct-Performance* baseia-se no juízo de que os bancos que atuam em mercados mais concentrados irão obter maiores lucros, resultantes das práticas de conluio, do que aqueles que operam em mercados menos concentrados, independentemente da sua eficiência, uma vez que terão capacidade de oferecer taxas mais baixas nos depósitos e cobrar taxas mais elevadas nos empréstimos (Molyneux e Forbes, 1995).

De acordo com esta teoria, o grau de concentração de um mercado exerce uma influência directa sobre o grau de concorrência entre as empresas, quanto mais concentrado o mercado, menor será a concorrência. Esta teoria é empiricamente sustentada quando o impacto da concentração do mercado na *performance* bancária é significativo e positivo.

Teoria *Efficient-Structure* (ES)

A teoria *Efficient-Structure* considera que a relação entre a estrutura de mercado e o desempenho dos bancos é explicada através da eficiência das instituições financeiras. As alterações da estrutura do mercado são influenciadas por ganhos de quota de mercado, fruto do aumento da eficiência e por sua vez aumentará a concentração do setor.

Se um banco possui maior grau de eficiência que o dos seus concorrentes, isto é, se tem uma estrutura de custos relativamente baixa, os gestores podem maximizar os lucros mantendo o atual nível de preços e dimensão da empresa; ou podem maximizar os lucros, reduzindo os preços e expandindo a dimensão da empresa. Se adotarem pela última estratégia, as entidades mais eficientes irão ganhar quota de mercado. (Molyneux e Forbes, 1995)

4.2. Revisão de literatura dos resultados empíricos

De acordo com os trabalhos empíricos analisados verificam-se duas correntes dominantes na análise da *performance* operacional: a análise dos preços das ações e a análise através de medidas e indicadores de *performance* com base em informação contabilística. Os estudos sobre indicadores de *performance* operacional surgem motivados pela incapacidade dos estudos existentes sobre o valor de mercado explicarem se as operações de fusão e aquisição criam valor económico para os intervenientes como também na identificação das fontes de criação de valor. (Healy *et al.* 1992)

O autor Martynova *et al.* (2006) propõe uma divisão da literatura em três categorias: os estudos que apontam para uma melhoria na *performance* operacional após a realização da operação de fusão ou aquisição, os que apontam para o declínio da *performance* operacional dos bancos envolvidos e, finalmente aqueles que não produzem qualquer tipo de alteração significativa na *performance* operacional.

O autor Meeks (1997) surge como pioneiro nos estudos das operações de fusão ou aquisição baseando as suas conclusões em cerca de 200 operações de fusão ocorridas no Reino Unido, entre 1961 e 1972. Este estudo permitiu concluir que, através do resultado antes de imposto sobre o ativo líquido, ajustado e não ajustado por possíveis enviesamentos contabilísticos, as empresas envolvidas nas operações de fusão apresentaram um declínio ligeiramente acentuado dos resultados nos anos que se seguiram.

Os autores Beccalli e Frantz (2009) defendem que os estudos, aplicados ao setor bancário dos EUA, apresentam resultados inconclusivos, pelo que não é possível definir com clareza a relação entre as operações de fusão ou aquisição e a sua *performance*. Neste sentido, estes autores sugerem que este tipo de operação não apresenta influência significativa na *performance* operacional.

Para os estudos no setor bancário europeu, o autor Vennet (1996) reuniu uma amostra constituída por 492 observações, entre o período de 1988 a 1993. Este autor concluiu que, para este período, os valores obtidos para os rácios de rendibilidade dos capitais próprios e do ativo, as operações de fusão ocorridas entre bancos cuja dimensão é similar aumentam a *performance* operacional após a operação de fusão.

Os estudos do autor Healy apresentam-se como estudos notáveis e ainda como um marco histórico na temática da *performance* operacional, uma vez que os autores definiram um novo indicador definido pelo quociente entre o retorno do cash flow operacional antes de impostos e o mercado de ativos. Através deste indicador foi possível concluir que as empresas envolvidas neste tipo de operação apresentam valores crescentes e positivos no retorno do cash flow operacional provenientes de uma maior rentabilidade dos ativos resultado inerente à operação de fusão. Verificaram ainda que as fusões realizadas entre empresas da mesma indústria estavam associadas a uma *performance* positiva pós-aquisição.

Os autores Altunbas e Ibáñez (2008) concluíram, através da recolha de uma amostra de 262 observações ocorridas na zona europeia entre 1992 e 2001, que as operações de fusão ou aquisição bancária proporcionaram um aumento do lucro contabilístico e por sua vez, um aumento no rácio de rentabilidade dos capitais próprios. Nas fusões transfronteiriças registaram-se melhorias significativas na *performance* bancária, particularmente no volume de empréstimos concedidos.

Os autores Beccalli e Frantz (2009) recorreram a uma amostra, entre 1991 e 2005, período este que sofreu bastantes alterações, constituída por 714 operações, onde fixaram como condição obrigatória os adquirentes tratarem-se de bancos europeus. Para estudar o impacto das operações de fusão bancária na sua *performance* operacional, os autores compararam as medidas de eficiência bancária com os vários rácios contabilísticos ajustados pelo setor. Com o estudo inovador, que ambos os teóricos desenvolveram, foi possível concluir que, apesar do rácio de rentabilidade dos capitais próprios apresentar um decréscimo ao longo do período observado, o nível de eficiência de custos é melhorado.

5. Dados e Metodologia

5.1. Definição da amostra

A amostra foi obtida com recurso à base de dados *Zephyr* (Bureau van Dijk) com a seleção de todas as fusões e aquisições ocorridas entre 1 de janeiro de 2009 e 31 de dezembro de 2018. De modo a completar a informação financeira recorreu-se à base de dados disponibilizada pela Associação Portuguesa de Bancos, pelo que a análise é suportada pelas demonstrações financeiras e balanços individuais dos bancos escolhidos.

De acordo com o Banco de Portugal as principais instituições financeiras que operam em Portugal são ABANCA, ActivoBank, Atlantico, BANC Angolano, Banif, Bank of China, Bankinter, Barclays, BBVA, BEST, BEI, BFF *Banking Group*, BiG, Bison Bank, BNI Europa, BNP Paribas, BPI, Brasil, Caixa Geral de Depósitos, CaixaBI, *Caja de Badajoz*, Carregosa, Comercial do Huambo, *Credit Suisse*, Crédito Agrícola, CTT, *Deutsche Bank*, EuroBic, Finantia, *Haitong Bank*, ICBC, ING Bank, Invest, Itaú BBA, Millennium BCP, Montepio, Novo Banco, Popular, Português de Gestão, *PrivatBank*, *Rothschild Europe*, Rural Europa, Sabadell e Santander Totta.

Com o objetivo de realizar um estudo rigoroso e cuidadoso foram eliminados vários bancos, cuja informação financeira não era suficiente ou não se encontrava totalmente disponível para o período de amostragem inicialmente definido. Excluiu-se, ainda, da amostra o banco BES e o Novo Banco por se tratar de uma situação anormal do sistema bancário, bem como todos os bancos que operam em Portugal cuja origem não permite conhecer a história bancária destes, nomeadamente o BANK Angolano, *Bank of China*, *Bison Bank*, Banco Brasil, *Caja de Badajoz*, Comercial de Huambo, *Credit Suisse*, *Haitong Bank*, o Banco ICBC, ITAÚ BBA.

A análise é suportada pelos dados das demonstrações financeiras individuais dos bancos escolhidos, considerando apenas os resultados da atividade dos bancos em Portugal, excluindo operações de consolidação com atividades dos grupos fora de Portugal que iriam distorcer a análise pretendida.

5.1.1. Caraterização da amostra

O contexto financeiro global sofreu bastantes alterações a partir do ano 2007, resultante da grave crise financeira internacional, agravada no caso português pela crise da dívida soberana ocorrida em 2011. Neste sentido, o setor bancário assistiu a uma redução no volume transacionado de serviços financeiros, à deterioração do risco, através do reconhecimento de cerca de 40 mil milhões de euros de imparidades entre 2008 e 2014, e à diminuição acentuada dos níveis de rentabilidade das instituições. Posto isto, alguns bancos que operam em Portugal foram sujeitos a intervenção, dada a sua estrutura frágil e pilares menos consolidados.

A 30 de julho de 2010, depois da Oferta Pública de Aquisição lançada pelo banco Montepio sobre o Finibanco e da aprovação por parte do BdP, do Instituto de Seguros de Portugal, da CMVM e da Autoridade da Concorrência, o banco mutualista passou a ser responsável por uma fatia de 6,2% do sistema bancário português. A aquisição total do Finibanco por 2,6 milhões de euros surge como uma estratégia de crescimento e desenvolvimento diversificado por parte do banco Montepio.

A situação financeira adversa dos bancos BPN e BPP, cujas quotas de mercado, avaliadas em termos de ativo, eram no final de 2007, 1,8% e 0,5%, respetivamente, criou situações de insuficiência de capital e extrema pressão sobre a liquidez obrigando a intervenção por parte das autoridades nacionais. Como consequência, em abril de 2010, o BPP entrou em liquidação e o BPN, após nacionalização, foi adquirido pelo banco EuroBIC em 2012.

Posteriormente, a 3 de agosto de 2014, o Banco de Portugal aplicou uma medida resolutiva ao Banco Espírito Santo, na sequência da divulgação dos resultados relativos ao primeiro semestre, registando um prejuízo de cerca de 3,6 mil milhões de euros. Tal facto colocou o BES, o terceiro maior grupo bancário com significativa relevância, numa situação de risco de incumprimento a curto prazo, justificando, assim, a intervenção do regulador que criou um banco de transição, denominado Novo Banco, para o qual foi transferido o essencial da atividade desenvolvida pelo BES. Por estes motivos, por se tratar de uma situação não previsional no sistema bancário português, o banco BES e o Novo Banco não integram a amostra.

De seguida, a 19 de dezembro de 2015 foi a vez do BANIF. O BANIF constituía o sétimo maior grupo bancário português, com uma quota de mercado de 3,2% do total de ativos do mercado bancário e, por se encontrar em situação de risco, o Banco de Portugal considerou que a aplicação de uma medida resolutiva seria a única solução capaz de proteger os depositantes e de assegurar a continuidade dos serviços financeiros prestados pelo banco, salvaguardando a economia e o equilíbrio do sistema financeiro. É notória a falta de transparência na informação disponível acerca da aquisição por parte do banco Santander Totta, tendo este adquirido o sétimo maior grupo bancário por 150 milhões de euros, valor muito inferior ao valor contabilístico do BANIF. Muitos autores viram nesta aquisição uma forma de recapitalização do banco Santander Totta.

A forte reestruturação que o setor bancário português tem vivido nos últimos anos, com notórios sinais de melhoria, motivou o banco Bankinter, em 2016, a apostar na sua internacionalização em Portugal. Desta forma adquiriu as operações de retalho e seguros do banco Barclays por 175 milhões de euros. Espera-se que as ambições de crescimento da marca aliada à resolução dos bancos Banif e BES se traduzam no aumento da quota de mercado, com a captação de novos clientes. Apesar de não ser tratada como uma verdadeira operação de fusão ou aquisição por parte da CEO surge como um fator importante no desempenho económico do setor, a partir do qual podemos extrair conclusões importantes para o estudo. O processo de reestruturação que implicou uma redução drástica de custos com despedimentos e fecho de balcões permitiu obter excelentes resultados para o Bankinter e para os seus acionistas.

Por fim, a 27 de dezembro de 2017 após a autorização dada pelo Banco Central Europeu, o processo de venda e integração do Banco Popular no Santander Totta ficou concluído com o valor simbólico de um euro. Com esta operação de fusão o banco Santander Totta tornou-se no maior banco privado português em termos de ativo e de crédito, traduzindo-se em melhores rácios e melhores *ratings* do sistema financeiro português. O conselho de administração do banco Santander Totta fez um aumento de capital no valor de 7 mil milhões de euros de forma a garantir o capital, tendo registado um lucro de 331,9 milhões de euros entre janeiro e setembro, mais 13% do que no período homólogo de 2016.

Resumindo, entre o ano de 2010 e o ano de 2017, ocorreram as seguintes fusões:

- O Banco Montepio adquiriu o Finibanco, em 2010
- O Banco EuroBic adquiriu o Banco BPN, em 2012
- O Banco Santander Totta adquiriu o Banif, em 2015
- O Banco Bankinter adquiriu o Barclays, em 2016
- O Banco Santander Totta adquiriu o Banco Popular, em 2017

Não se consideraram no grupo anterior as fusões ocorridas na história da CGD e do Millenium BCP, uma vez que as operações de fusão existentes em ambos os bancos ocorreram em anos anteriores ao período que se pretende estudar. Pelo mesmo motivo não se acrescentou à lista anterior o banco BBVA Portugal, apesar da história deste banco estar marcada fundamentalmente pela integração e consolidação de diversas fusões entre o período de 2000 a 2002, e também o Banco BNP Paribas uma vez que resultou de uma fusão entre o Banco Nacional de Paris com o Paribas no ano 2000.

5.2. Metodologia

Dado que o principal objetivo desta dissertação é o estudo da *performance* operacional dos bancos adquirentes após os processos de fusão ou de aquisição, é importante conhecer a situação em que se encontravam os bancos antes da realização deste tipo de operações verificando, assim, o comportamento das mesmas no longo prazo.

Usaram-se dados relativos ao ano da realização da operação, comparando-os com os três anos após a realização da mesma, sempre que for possível.

Para a análise da evolução percentual do capital próprio, do resultado líquido, do total do ativo, do *cash flow* operacional e da margem financeira, relativas a cada banco no período indicado, será utilizada a fórmula:

$$\frac{x_i^{t+j} - x_i^{t-1}}{x_i^{t-1}}$$

em que x representa a variável que se pretende analisar, i o banco, t ao ano em que ocorre a operação de fusão ou aquisição (ano zero) e j a cada ano que sucede à transação (ano 1, ano 2 ou 3).

Para o cálculo da variação dos rácios, nomeadamente, o ROE, o ROA, o IM e o rácio *cost-to-income*, a evolução percentual dos mesmos será medida com base na mesma fórmula:

$$y_i^{t+j} - y_i^{t-1}$$

em que y representa o rácio que se pretende analisar.

5.2.1. Medidas de *performance* operacional

Para a análise da evolução percentual dos rácios e seguindo a linha orientadora dos estudos apresentados ao longo da dissertação utilizou-se os rácios seguintes:

- *Return on equity* (ROE) – rendibilidade dos capitais próprios: quociente entre o resultado líquido e o capital próprio contabilístico. Este indicador reflete a capacidade de um banco utilizar os recursos próprios para gerar resultados, ou seja, traduz a eficiência da gestão na utilização do capital dos acionistas. Um rácio elevado pode espelhar a utilização eficiente dos fundos dos acionistas do banco. Apesar de se tratar de uma boa medida de desempenho económico e ser comumente utilizado na literatura financeira, poderá não ser o melhor indicador de rendibilidade, pois os bancos com níveis mais elevados de fundos próprios, traduzindo uma baixa alavancagem, podem apresentar um maior ROA e um menor ROE. Para além disso, o indicador ROE ignora o maior risco associado ao maior endividamento bem como o efeito da regulamentação bancária sobre a alavancagem. (Dietrich & Wanzenried, 2011)
- *Return on assets* (ROA) – rendibilidade do ativo: quociente entre o resultado líquido e o total do ativo. Permite avaliar a capacidade do banco em utilizar os ativos detidos para gerar resultados. Quanto maior o seu valor, melhor será o desempenho no que diz respeito à utilização dos recursos. Poderá ser um indicador tendencioso na medida em que se possa estar a considerar o contributo das atividades extrapatrimoniais para os resultados (Athanasoglou *et al.*, 2008). Assim, um valor baixo de ROA pode traduzir elevadas despesas operacionais.
- Como indicador de eficiência para a análise da *performance* operacional do setor bancário utilizou-se o *cost-to-income*: quociente entre os custos operativos e o produto bancário. Consideram-se como custos operativos todos os custos com os trabalhadores e os gastos administrativos, bem como as depreciações e amortizações dos ativos. Assim, este indicador complementa o estudo dos rácios anteriores, uma vez que reflete a capacidade lucrativa da atividade de intermediação bancária. Quanto menor for este rácio, resultante da restrição dos custos ou do aumento do produto bancário, maior será a eficiência do banco em análise. A maioria dos estudos existentes aponta para uma dicotomia entre a eficiência e rentabilidade bancária, uma vez que quanto menor for o rácio *cost-to-income* maior será a eficiência bancária e consequentemente melhores serão os resultados da atividade bancária. (Dietrich & Wanzenried, 2011; Rekik e Kalai, 2018).

Inclui-se a análise da margem financeira por se tratar de uma variável de extrema importância no contexto bancário, pois permite conhecer as origens da rentabilidade bancária, bem como alguma informação sobre os custos indirectamente suportados pelos agentes económicos que recorrem a esses serviços de intermediação. Representa a diferença entre os juros cobrados pela instituição e os juros que remuneram os depósitos, como medida de rentabilidade. Este indicador reflete o efeito das decisões associadas às receitas e despesas com os juros. Um valor reduzido ou mesmo negativo indica que as despesas com juros são quase similares ou mesmo maiores do que a receita em juros proveniente dos empréstimos concedidos. Por sua vez, um rácio elevado significa que a receita proveniente dos juros é significativa e os empréstimos são fonte valiosa de resultados.

Importa distinguir o conceito de margem financeira de margem de intermediação financeira (*IM*), uma vez que esta última expressa a relação entre a receita bruta de intermediação financeira da instituição e a média dos ativos rentáveis.

6. Resultados Empíricos

6.1. Amostra

O objetivo desta dissertação é a análise das diferenças nos indicadores de liquidez e rentabilidade dos bancos que efetuaram operações de fusão ou aquisição com aqueles que não seguiram esse tipo de estratégia entre o período de 2010 a 2018.

Análise crítica das variáveis para o grupo de bancos que seguiu a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento

De acordo com a Tabela 1 – Variações da amostra referente aos bancos envolvidos nas operações de fusão ou aquisição – podemos verificar que nos anos que se seguiram à realização da operação de fusão ou aquisição, as rubricas que se apresentam com maior crescimento são o capital próprio e o total do ativo, traduzindo naturalmente o aumento da dimensão dos bancos resultante deste tipo de operações. As operações de fusão ou aquisição são vistas pelos gestores bancários como um acréscimo de valor económico. Desta forma, o aumento dos fundos resultantes da operação de fusão ou aquisição representam uma solidez e segurança para toda a comunidade bancária. No curto prazo aponta-se para uma redução dos indicadores de liquidez provocada pelo aumento da necessidade de capital investido neste tipo de operações.

O resultado líquido é a única rubrica que se apresentou sempre negativa ao longo do período em análise, justificada pela grave crise financeira a que os bancos portugueses estiveram sujeitos neste período.

Regista-se um crescimento considerável no *cash flow* operacional no período em análise.

Contrariamente ao outro grupo em análise, regista-se um progresso positivo da margem financeira, apesar do volume de crédito e dos depósitos terem diminuído, e as taxas dos mesmos terem aumentado. Quer isto dizer que, mesmo diminuindo os seus depósitos e o crédito bancário, foi possível obter uma evolução positiva, dado que a redução terá sido mais significativa no ativo financeiro do que na diferença entre juros e proveitos similares e juros e custos similares, tal como se pode constatar nas demonstrações de resultados divulgadas pela APB. É possível concluir que as instituições bancárias em causa conseguiram diminuir custos e arrecadar rendimentos de outros investimentos e atividades.

Estes resultados evidenciam que os bancos adquirentes ganham dimensão, mas não apresentam explicitamente resultados melhores.

Tabela 1 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos envolvidos nas operações de fusão ou aquisição

	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Capital Próprio	10,72%	28,09%	38,48%
Resultados Líquidos	-17,51%	-14,28%	-8,03%
Ativo Total	8,38%	18,77%	19,33%
Cash Flow Operacional	26,04%	15,63%	36,01%
Margem Financeira	36,61%	51%	49,42%

Fonte: Elaboração própria

Tabela 2 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos que não seguiram a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento

	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Capital Próprio	-6,14%	-7,72%	-5,29%
Resultados Líquidos	-21%	-31,2%	-27,4%
Ativo Total	4,95%	3,04%	2,15%
Cash Flow Operacional	3,0%	3,1%	2,5%
Margem Financeira	8%	5%	2%

Fonte: Elaboração própria

Análise crítica das variáveis para o grupo de bancos que não seguiu a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento

De acordo com a Tabela 2 – Variações da amostra, em média, referente aos bancos que não seguiram a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento – assiste-se, na sua generalidade, a uma degradação dos capitais próprios a partir do ano 2010. Particularizando no BCP entre 2011 e 2013, na Caixa Geral de Depósitos em 2011, 2013 e 2014, e no BPI em 2010 e 2011. Quanto à variação do total do ativo registam-se, em média, valores positivos, que acompanham a diminuição de capitais próprios no mesmo período. O comportamento destas variáveis justifica-se pelo incumprimento de particulares, através do crédito pessoal e à habitação, bem como dos processos de insolvência da maioria das empresas portuguesas. Verifica-se uma maior estabilidade de ano para ano na Caixa Geral de Depósitos, com a particular exceção no ano 2014 uma vez que o número de depósitos bancários aumentou exponencialmente, atingindo os 3,5 mil milhões de euros, traduzindo a confiança dos clientes na instituição bancária em momentos de crise económica.

Encontramos semelhanças no comportamento da rubrica do resultado líquido com o outro grupo em análise, uma vez que foi a rubrica que mais diminuiu, justificada pela grave crise financeira que marcou o período em análise.

Regista-se um crescimento estável no *cash flow* operacional no período em análise.

Ao longo do período em análise, de acordo com os dados divulgados pela APB, a margem financeira dos bancos em estudo acompanha o contexto bancário, pelo que a margem financeira é, em média, positiva embora se verifique uma variação negativa. Verifica-se que a diminuição da margem financeira advém de menor concessão do crédito, um aumento dos depósitos e das taxas de juro.

Com a Tabela 3 – Evolução do sector bancário Português – é possível comparar o comportamento das variáveis descritas no período em análise e complementar a informação financeira para os bancos que não seguiram a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento.

Tabela 3 - Evolução do setor bancário Português (em euros 10⁹)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ativo	510	493	457	425	407	386
Empréstimos	330	307	283	257	246	236
Depósitos	244	250	253	252	254	245
Capital Próprio	25	31	29	30	32	30
Rácio de Crédito (% dos créditos)	7,7	10,1	10,6	11,9	12,0	11,8
Resultado Líquido	-1,2	-1,2	-3,2	-5,3	0,3	-1,0
Imparidades (% do produto bancário)	51,6	56,7	61,4	79,8	38,2	64,8

Fonte: Associação Portuguesa de Bancos

6.2. Rácios

Análise crítica para o grupo de bancos que seguiu a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento

Para o grupo de bancos que integraram processos de fusão ou aquisição pode verificar-se que, ao longo do período em análise, o rácio de Rentabilidade dos Capitais Próprios – ROE – apresenta um comportamento crescente, embora negativo. Estes resultados traduzem, em parte, sinais de recuperação financeira das instituições, mas não refletem o bom desempenho económico das empresas adquirentes, contrariando os estudos de Altunbas e Ibáñez (2008), mas consistentes com os autores Beccalli e Frantz (2009), evidenciando a destruição de valor.

O indicador ROA reflete a capacidade dos bancos utilizarem os ativos – empréstimos a particulares, empresas e outras entidades, bem como o valor mobiliário que detém – para a obtenção de lucros. Como é observado na Tabela 4 – Variações da amostra, em média, referente aos bancos envolvidos nas operações de fusão ou aquisição, a variação da rentabilidade do ativo é idêntica à do indicador ROE. Tratando-se de um indicador que avalia o nível de produtividade, os valores obtidos sugerem que, aparentemente, os bancos adquirentes apresentam um nível de produtividade superior àquele que possuíam antes da operação ou quando comparada com o outro grupo bancário em análise. Os resultados são consistentes com os estudos de Vennet (1996).

Para a variável *Interest Margin* os valores apresentados demonstram que os bancos adquirentes sofreram uma redução de rentabilidade.

O rácio *cost-to-income* apresenta-se, em média, positivo com tendência crescente. A evolução descritiva traduz simultaneamente um aumento dos custos operacionais e do produto bancário.

Particularidades dos bancos portugueses

Constata-se que, em qualquer dos anos em análise, o Banco Santander Totta é aquele que apresenta melhor rentabilidade do ativo, chegando a atingir os 0,79%. Por se tratar de um indicador fundamental da sustentabilidade e da confiança da banca, a importância do Banco Santander Totta em Portugal fica completamente justificada. O banco Santander Totta é considerado como o maior banco estrangeiro a operar em Portugal desde 1998, caracterizado por uma *performance* exímia, obtendo melhores desempenhos quando comparados com os restantes bancos do setor

Aponta-se particularmente para uma degradação dos indicadores económicos na fusão bancária entre o Montepio e o Finibanco nos três anos que se seguiram à realização da operação e uma evolução positiva dos indicadores na fusão bancária entre o Eurobic e o BPN, partindo de valores negativos.

Análise crítica para o grupo de bancos que não seguiu a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento

Os resultados evidenciam variações negativas do ROE, ainda que parcialmente explicadas por uma diminuição generalizada deste rácio no setor, dado que o período em análise compreende o período em que o sistema financeiro português esteve sobre o escrutínio da Troika, de 2009 a 2013. Comparativamente com o grupo anterior, no mesmo período, os valores obtidos neste grupo apresentam-se num nível bastante inferior. Dado o período crítico que o setor financeiro atravessa, os valores apresentados sugerem um mau desempenho, nomeadamente o banco BPI que surge com um valor praticamente nulo em 2011. Tal facto deriva do impacto em capitais próprios das menos valias apuradas na desvalorização das ações que o BPI tinha do Banco Comercial Português quando se tentou defender da OPA lançada por este. Nos anos que se seguiram, entre 2008 e 2012, assiste-se a uma estabilidade deste rácio no BPI justificado pelos aumentos de capital.

Neste grupo de análise também a variação do ROA, rentabilidade do ativo, é idêntica à variação do ROE. Verifica-se também que o nível de produtividade é notoriamente inferior ao grupo anterior, a partir do ano 2011, atingindo valores negativos. A recuperação dos rácios, que traduzem naturalmente a rentabilidade bancária, enfrenta um cenário ímpar, condicionado pelo crescimento da taxa de incumprimento no crédito e pela redução da margem financeira.

Sendo a variável *Interest Margin* um indicador que mede a rentabilidade, os valores apresentados sugerem que os bancos sofreram um decréscimo dessa rentabilidade, embora se assista a uma evolução positiva e pontual em determinados anos, justificada pelo esforço financeiro das entidades bancárias.

O rácio *cost-to-income* apresenta-se, em média, positivo com tendência decrescente. A evolução descritiva traduz uma redução dos custos operacionais superior à verificada no produto bancário.

Tabela 4 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos que seguiram a estratégia de fusão ou aquisição

	Ano 1	Ano 2	Ano 3
ROE	-16,44%	-12,75%	-12,47%
<i>Teste Wilcoxon</i>	-5,78***	-7,34***	-7,12***
ROA	-1,25%	-1,06%	-0,96%
<i>Teste Wilcoxon</i>	-4,97***	-4,46***	-4,19***
INTEREST MARGIN	-0,18%	-0,16%	-0,22%
<i>Teste Wilcoxon</i>	-1,448	-1,254	-4,38***
RÁCIO DE EFICIÊNCIA	12,3%	17,7%	24,5%
<i>Teste Wilcoxon</i>	4,632***	5,68**	1,63*

Fonte: Elaboração própria

*, **, *** estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente

Tabela 5 - Variações da amostra, em média, referente aos bancos que não seguiram a estratégia de fusão ou aquisição como oportunidade de crescimento

	Ano 1	Ano 2	Ano 3
ROE	-32,5%	-18,4%	-47,6%
<i>Teste Wilcoxon</i>	-6,89***	-2,23***	-9,78***
ROA	-1,45%	-2,02%	-1,83%
<i>Teste Wilcoxon</i>	-1,19***	-2,67***	-0,98***
INTEREST MARGIN	3,0%	2,6%	2,4%
<i>Teste Wilcoxon</i>	2,32***	2,19***	2,01***
RÁCIO DE EFICIÊNCIA	9,6%	7,2%	5,7%
<i>Teste Wilcoxon</i>	8,56***	5,29*	-3,14**

Fonte: Elaboração própria

*, **, *** estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente

Sumário

Para o grupo de bancos que em algum momento da sua histórica foi alvo de uma operação de fusão ou aquisição podemos afirmar que dos quatro rácios em análise, o ROE e o ROA dos bancos adquirentes, ajustados aos rácios do setor, apresentam uma evolução negativa, com significância estatística, e o rácio IM registou uma redução bastante significativa, situação esta que foi melhorada ao longo do período em análise. Com estes resultados concluiu-se que a *performance* operacional dos bancos adquirentes teve uma evolução bastante significativa após a realização da operação, como se justifica pela evolução do ROE, que remunera o acionista, pelo aumento do nível de produtividade, medida pelo ROA e pelo decréscimo na rentabilidade medida pelo rácio IM.

Para o grupo de bancos que não seguiu com essa estratégia os resultados são muito idênticos, embora se apresentem num nível inferior, uma vez que também o ROE e o ROA dos bancos adquirentes tiveram uma evolução negativa, provocada pela diminuição simultânea de capitais próprios e ativos, bem como pela obtenção de resultados líquidos negativos. Já o rácio IM registou uma quebra inicial resultante da diminuição da receita de intermediação financeira.

Posto isto, os resultados são consistentes com a teoria de consolidação bancária, uma vez que no período em análise, esta foi fortemente influenciada pela crise financeira. Apesar do mau desempenho de todo o setor económico e embora as fusões bancárias analisadas não sejam fontes de criação de valor, recorrendo à análise comparativa destes resultados podemos concluir que a *performance* operacional dos bancos que não seguiram com a estratégia de fusão e aquisição se apresenta num nível bastante inferior face ao primeiro grupo bancário.

Através da análise qualitativa dos rácios conclui-se que o risco de crédito e a eficiência operacional condicionam a rentabilidade bancária, pelo que esta é afetada pelas características específicas dos bancos, bem como pelas condições macroeconómicas inerentes.

7. Conclusões

Neste trabalho avaliou-se a evolução da *performance* operacional dos bancos portugueses, utilizando como medida de avaliação a taxa de rendibilidade dos activos (ROA), taxa de rendibilidade dos capitais próprios (ROE), a *Interest Margin* e o rácio *cost-to-income*. Adicionalmente, comparou-se o desempenho operacional dos bancos que, entre os anos 2009 e 2018, foram alvo de operações de fusão ou aquisição com aqueles que não seguiram essa oportunidade de crescimento.

Na literatura, a temática da *performance* das empresas com operações de fusão ou aquisição é muito extensa, pelo que numa primeira fase, analisou-se os estudos empíricos relacionados com a questão de investigação. Foi possível concluir que, para países como os EUA e Reino Unido, existem inúmeros estudos a analisar o mercado das F&A. Já em Portugal, as evidências empíricas que existem são muito escassas. Neste sentido, e face ao grau de importância que estas operações têm na reestruturação das empresas, independentemente do setor em que estas se encontram, esta dissertação contribui com novos dados, na medida em que fornece novas evidências acerca deste tema tão pouco desenvolvido.

De acordo com alguns teóricos, as F&A ocorrem em ondas seguindo de perto os desenvolvimentos cíclicos da economia mundial, pelo que os resultados obtidos nesta dissertação são o reflexo da crise financeira.

Numa análise mais pormenorizada aos valores obtidos para as variáveis e rácios escolhidos, através do cruzamento de informação da base de dados *Zephyr* e do Banco de Portugal, é possível concluir que para os bancos com maior dimensão, a estratégia de aquisição baseada numa oportunidade de negócio ou aquelas que foram realizadas nos períodos de crise financeira apresentam-se, na maioria dos casos analisados, como sinais positivos de recuperação económica para os bancos adquirentes, embora sejam valores baixos. Como seria de esperar os resultados evidenciam um aumento considerável de dimensão dos bancos adquirentes após a operação de fusão ou aquisição. Porém, o aumento de dimensão, justificado pelo aumento dos capitais próprios e ativos, não acompanha o aumento esperado da *performance* operacional dos mesmos, evidenciando, por sua vez, um decréscimo acentuado da mesma para os bancos adquirentes nos três anos posteriores à fusão ou aquisição. Constata-se ainda que, apesar das dificuldades financeiras inerentes ao quotidiano do setor bancário, as operações de fusão e aquisição continuam a ser vistas como excelentes oportunidades de negócio para os bancos comerciais, ainda que se venham a revelar futuramente como opções destruidoras de valor. Para os restantes bancos que compõem o setor bancário é possível concluir que a grave crise financeira se apresenta como um dos fatores principais para a obtenção dos valores negativos, uma vez que estes se apresentam num nível inferior quando comparado com o grupo bancário que optou pela realização de operações de fusão ou aquisição.

Em ambos os grupos as conclusões são semelhantes, pelo que os resultados obtidos apontam no mesmo sentido de diversos estudos anteriores (Beccalli e Frantz, 2009; Berger

2004), que não encontram influência positiva, ou apontam mesmo para um decréscimo da *performance* operacional no setor bancário após operações de fusão ou aquisição, contrariando, por outro lado, os estudos de Delong e Deyoung (2007), uma vez que estes autores defendem a criação de valor.

Como principais limitações apontam-se a pouca informação contabilística existente na base de dados Zephyr para o período em análise e os estudos escassos sobre o impacto das aquisições no desempenho operacional das empresas portuguesas, não permitindo comparar os resultados obtidos com outras evidências do mercado português.

Para possíveis investigações futuras, aponto para a realização de uma análise aprofundada sobre a temática em estudo aplicada ao mercado empresarial ibérico, uma vez que alguns bancos que operam em Portugal têm origem espanhola. Seria importante analisar uma amostra superior, de forma a obter resultados mais concretos e rigorosos, para que fosse possível estudar se as aquisições são atualmente uma estratégia de crescimento atrativa, utilizada pelas empresas adquirentes, para entrarem no mercado português.

8. Referências bibliográficas

Altunbas, Y. e D. Marqués, (2008), “Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 60, 204-222.

Altunbas, Y e D.M. Ibáñez, 2004, “Mergers and acquisitions and bank performance in Europe. The role of strategic similarities”, Working paper number 398, European Central Bank, Frankfurt.

Andrade, Mitchell e Stafford, (2001), New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Number 2, 103–120.

Athanasoglou, P. P., Brissimis, S. N., e Delis, M. D. (2008), “Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability”, *Journal of International Financial Markets, institutions e money*, 121-136.

Barros, P.P., D. Bonfim, M. Kim e N. C. Martins (2010), “Counterfactual Analysis of Bank Mergers”, Banco de Portugal, Paper 5.

Becalli, E. e P. Frantz (2009), “M&A operations and performance in banking”, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 36, Number 2-3, 203-226.

Berger, A., S. D. Bonime, L. G. Goldberg e L. J. White (2004), “The dynamics of market entry: the effects of mergers and acquisitions on entry in the banking industry”, *Journal of Business*, Vol. 77, Number 4, 797-834.

Boot, A. (1999), “European lessons on consolidation in banking”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, 609-613.

Carletti, E. e P. Hartmann (2002), “Competition and stability: what’s special about banking?”, ECB, Paper 146.

Carbó Valverde, S. e D. B. Humphrey (2004), “Predicted and actual costs from individual bank mergers”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 56, 137-157.

Chan, Y., S. Greenbaum e A. Thakor (1986), “Information reusability, competition and bank asset quality”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 10, 243-253.

Cosh, A.D., Lee, K. e Singh, A., (2006), “Institutional Investment, Mergers and the Market for Corporate Control”, *International Journal of Industrial Organization*.

DeLong, G. e R. DeYoung, 2007, “Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As”, *Journal of Finance*, Vol. 62, Number 1, 181-216.

Dados contabilísticos das instituições bancárias associadas da Associação Portuguesa dos Bancos disponíveis em: https://www.apb.pt/estudos_e_publicacoes/estatisticas.

Dietrich, A., Wanzenried, G. (2011). Determinants of bank profitability before and during the crisis: evidence from Switzerland. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 21, Number 3, 307-327.

Focarelli, D., F. Panetta e C. Salleo (2002), “Why do banks merge?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, 1047-1066.

Hauswald, R. e R. Marquez (2006), “Competition and strategic information acquisition in credit markets”, *Review of Financial Studies*, Vol. 19, Number 3, 967-1000.

Healy, P.M., K.G. Palepu e R.S. Ruback (1992), “Does corporate performance improve after mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, Number 2, 135-175.

Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson (2005) *Strategic Management – Competitiveness and Globalization Cases*.

Martynova, M., S. Oosting, e L. Renneboog, (2006), “The long-term operating performance of European mergers and acquisitions”, *TILEC Discussion paper 2006-030*, 1-40.

Meeks, G., (1977), “Disappointing marriage: A study of the gains from merger”, *Occasional paper 51*, University of Cambridge, Cambridge University Press.

Molyneux, P., e Forbes, W. (1995). Market-structure and performance in European banking. *Applied Economics*, Vol. 27, Number 2, 155-159.

Mouna Rekik; Maha Kalai (2018), Determinants of banks’ profitability and efficiency: Empirical evidence from a sample of Banking Systems. *Journal of Banking and Financial Economics*, 2018, Vol. 1, Number 9, 5-23.

Pautler, PA (2001) *Evidence on Fusions and Aququisitions*.

S. Kumar and L. Bansal, (2008), “The Impact of Mergers and Acquisitions on Performance in India,” *Management Decision*, Vol. 46, Number 10, 1531-154.

Seth, A., K. Song e R. R. Pettit (2002), “Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms”, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 921-940.

Vennet, R.V. (1996), “The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions”. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20, Number 9, 1531-1558.

Uhde, A. e U. Heimeshoff (2009), “Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, 1299-1311.