

Disponível em
alcance@univali.br

Revista Alcance – Eletrônica, v. 16, nº 02. ISSN 1983-716X, UNIVALI
p. 143 – 161, mai/ago 2009

**AVALIAÇÃO DE CAPITAL INTELECTUAL EM FUSÕES E
AQUISIÇÕES DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. ESTUDO DE CASO
DO BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.**

Marcelo Pfaender de Lima¹
mpfaender@kpmg.com.br

Edson José Dalto²
edalto@ibmecrj.br

Data de submissão: 15/08/2007

Data de aprovação: 28/04/2009

¹ Mestre pelo IBMEC/RJ e atualmente é professor titular da Universidade Gama Filho.

² Doutor em Administração de Empresas pelo Instituto COPPEAD da Administração e Professor das Faculdades IBMEC/RJ.

AVALIAÇÃO DE CAPITAL INTELECTUAL EM FUSÕES E AQUISIÇÕES DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. ESTUDO DE CASO DO BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.

RESUMO

Este estudo teve por objetivo mapear os critérios de medição do capital intelectual, selecionar os mais adequados e aplicá-los na avaliação dos ganhos obtidos pelo Banco Itaú, com as aquisições realizadas no período de 1994 a 2003; além de desvendar as motivações estratégicas que justificaram tais aquisições. A pesquisa fundamentou-se no método do caso e orientou-se pela premissa de que o valor de fusões e aquisições de instituições financeiras no Brasil tem envolvido ágios (diferença entre valor financeiro e patrimonial) que, em alguns casos, superaram em mais de uma vez o valor patrimonial da instituição adquirida. O trabalho conclui que esta mais-valia, deve-se ao que se conceitua como capital intelectual.

Palavras-chave: Capital Intelectual; Banco Itaú; Fusões e Aquisições

EVALUACIÓN DEL CAPITAL INTELECTUAL EN FUSIONES Y ADQUISICIONES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS. ESTUDIO DE CASO DEL BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.

RESUMEN

Este estudio tuvo por objetivo mapear los criterios de medición del capital intelectual, seleccionar los más adecuados y aplicarlos en la evaluación de las ganancias obtenidas por el Banco Itaú con las adquisiciones realizadas en el período de 1994 a 2003, además de desvendar las motivaciones estratégicas que justificaron tales adquisiciones. La investigación se fundamentó en el estudio del caso y se orientó por la premissa de que el valor de fusiones y adquisiciones de instituciones financieras en Brasil ha involucrado agios (diferencia entre valor financiero y patrimonial) que, en algunos casos, superaron en más de una vez el valor patrimonial de la institución adquirida. El trabajo concluye que esta plusvalía se debe a lo que se conceptúa como capital intelectual.

Palabras clave: Capital Intelectual; Banco Itaú; Fusiones y Adquisiciones

EVALUATING INTELLECTUAL CAPITAL IN MERGERS AND ACQUISITIONS AMONG FINANCIAL INSTITUTIONS. A CASE STUDY OF BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.

ABSTRACT

The aim of this study is to map the criteria for measuring intellectual capital, selecting the most appropriate ones and applying them to the evaluation of gains obtained by Banco Itaú, with the acquisitions carried out between 1994 and 2003. It also seeks to uncover the

strategic motivations for these acquisitions. The research is based on the case study method, and guided by the premise that the value of mergers and acquisitions among financial institutions in Brazil has involved premiums (difference between financial and asset value) which in some cases, were more than 100% higher than the asset value of the institution acquired. The work concludes that this over-valuation is due to what is perceived as intellectual capital.

Key words: Intellectual Capital, Banco Itaú, Mergers and Acquisitions

1 INTRODUÇÃO

As Fusões e Aquisições (F&A) têm se tornado um mecanismo muito utilizado nos Estados Unidos, a partir da década de 1980, com o intuito de aumentar a competitividade das organizações (NADLER; LIMPET, 1993). A principal explicação para tal ênfase recai na sinergia pela combinação de pontos fortes, competências e posições no mercado, além do fato de que, muitas vezes, tais movimentos trazem para a empresa economia de escala; reduzindo custos unitários de um produto ou operação, principalmente se existem custos conjuntos na fabricação ou elaboração desse produto/operação (PORTER, 1986). Além disso, nas F&A os compradores muitas vezes adquirem ativos subavaliados ou operações com bons potenciais de ganho, que possuem um “capital intelectual” embutido, o que gera uma criação de valor adicional para o acionista.

Edvinsson e Malone (1998) afirmam que o Capital Intelectual (CI) estabelece uma nova fonte de riqueza, que não é material. Trata-se de informação e conhecimento aplicado ao trabalho para criar valor. O CI, na visão de Hamel e Prahalad (1995), liga as perspectivas do futuro das empresas, dos mercados de capitais e dos países diretamente à administração da empresa. A gestão desta forma de capital, segundo estes autores, garantirá as bases de competência da empresa para lucros futuros, concentrando-se na avaliação de valores não financeiros e análise de ativos subavaliados no mercado que possam ser adquiridos.

Este trabalho aborda, inicialmente, a evolução do ambiente corporativo das Instituições Financeiras (IFs) na década de 1994-2003, no Brasil e no mundo. A seguir, apresenta o conceito de CI e as formas de sua mensuração. Por fim, o estudo analisa as aquisições realizadas pelo Banco Itaú, naquele período, apresentando a evolução de seus indicadores financeiros e não financeiros. Atenção especial é dada à avaliação dos componentes de CI mais presentes nestas aquisições.

O método do caso foi escolhido como suporte para o alcance dos objetivos propostos. Justifica-se a escolha por tratar-se de uma análise profunda e longitudinal de uma importante instituição financeira do país; buscando-se mostrar quais objetivos estratégicos foram perseguidos nas diversas aquisições e os resultados obtidos, à luz da teoria relacionada à avaliação do CI das organizações.

Yin (2005) sustenta que o método do caso consiste em uma avaliação profunda do tema abordado (questão de pesquisa do tipo como ou por que), sobre o qual o pesquisador não possui poder de interferir nos fatos e cujo núcleo da investigação não pode ser isolado do seu contexto. Entende-se ser este o caso da análise e avaliação do processo de aquisição de IFs efetuadas pelo Banco Itaú no período de 1994-2003, estudado à luz da estratégia adotada pelo Banco, tendo em vista a ampliação do seu CI.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta parte do trabalho identifica-se o ambiente corporativo das IFs no mundo e particularmente no Brasil, a partir dos anos 1980, como contexto para a aplicação dos conceitos de CI, cuja explicação, detalhamento e formas de medição são apresentados mais adiante, conferindo uma estrutura de suporte para o entendimento da estratégia de F&A seguidas pelo Banco Itaú até o ano de 2003.

2.1 Ambiente competitivo das instituições financeiras

Delacio (2003) advoga que mudanças de ambiente organizacional; a capacidade excessiva; a desregulamentação nos mercados domésticos; o aumento de competição em nível global; a rápida renovação tecnológica; o foco na criação de valor para o acionista e o consequente aumento nos preços das ações, além de visões corporativas de dominação de mercado, provocaram três movimentos que marcaram as transformações modernas do setor bancário mundial: consolidação, convergência e competição. Dentre as características citadas, a renovação tecnológica e a criação de valor para o acionista estão diretamente associadas às características do CI de uma empresa.

Segundo este mesmo autor, a consolidação por meio de F&A visou o aumento de tamanho e o ganho de escala, acarretando uma redução no número de Bancos. Nos Estados Unidos, a eliminação de restrições geográficas de Bancos foi um fator determinante para esta consolidação, motivando planos agressivos de expansão, como o do Bank Boston, Wells Fargo, First Union e Bank One. Paralelamente comparado, esse fator foi observado na Europa, com o início do Mercado Comum Europeu, em 1992, sendo ainda mais intensificado com a introdução da moeda única (Euro), em 1999.

Delacio (2003) afirma ainda que o aumento da concentração bancária e a surpreendente intensificação da competição entre instituições cada vez maiores foram reflexos de F&A que se desenrolaram com níveis de maior ou menor sucesso, num contexto marcado por conturbações financeiras em diversas regiões do mundo – México, no fim de 1994, Sudeste Asiático, em 1997, Rússia, em 1998, Brasil, em 1999 e Argentina, em 2001. Esses fatos geraram quedas nos mercados acionários mundiais a partir de 2000, após um longo período de exuberância nos anos 1990 – em muito dependentes da visão do futuro e do planejamento estratégico de cada instituição.

Rezzae (2005) constatou que a convergência de serviços financeiros com a integração de operações bancárias (seguradoras, fundos mútuos, corretoras de valores) motivou novas F&A, gerando organizações com operações verticalizadas, proporcionando economia de escala e o aumento dos lucros. Para este mesmo autor, a produtividade e a eficiência destas IFs proporcionaram redução nos preços, conduzindo à intensificação da competição mundial.

No caso do Brasil, esses fenômenos foram determinantes para o amadurecimento do setor. Primeiro, observou-se a convergência, na qual grandes conglomerados financeiros intensificaram suas operações em administração de recursos de terceiros, seguros e previdência privada. Dentro desse contexto, algumas IFs levaram vantagem sobre outras, antecipando movimentos de mercado, e adquirindo pequenas e médias IFs em ramos diferentes de negócios. Com isso, fortaleceram seu poder de competição com a diversificação de oferta de produtos e o aumento da base de clientes, sendo este último um dos componentes de CI, como se verá no item 2.2. A Tabela 1 revela a evolução da concentração no setor bancário brasileiro nos últimos anos.

Tabela 1 – Concentração Bancária no Brasil por ativos totais (%)

	d e z / 9 4	d e z / 0 1	d e z / 0 3
3 m a i o r e s	3 6 , 6	4 1 , 5	4 6 , 3
5 m a i o r e s	4 5 , 2	5 1 , 6	6 2 , 1
1 0 m a i o r e s	6 0 , 2	6 6 , 6	7 8 , 7
2 0 m a i o r e s	7 3 , 6	8 2 , 2	8 9 , 4

Fonte: Borges, 2004, p. 39.

Atualmente, no Brasil, observa-se um movimento dos grandes Conglomerados Financeiros, como o Itaú, Bradesco e Unibanco, que oferecem a seus clientes corporativos e institucionais todos os tipos de serviços, desde os de Banco de Varejo (concessão de empréstimos), passando pelo ramo segurador (automóveis e residências) até operações estruturadas (intermediação de negócios de F&A e coordenação na emissão de debêntures).

2.2 Capital Intelectual

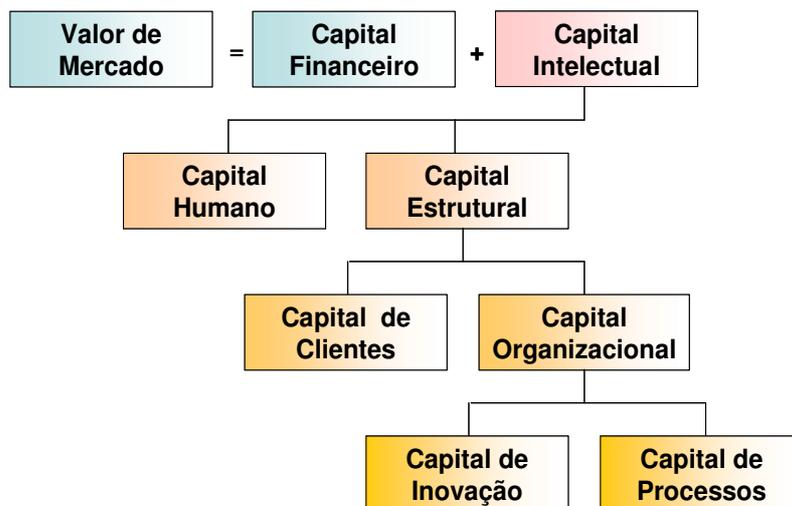
Davenport e Prusak (1998) descreveram o CI como aspectos intangíveis da criação humana que adicionam valor aos produtos e serviços baseados em conhecimento, como: habilidade técnica (*know-how*), projeto de produto, apresentação de *marketing*, criatividade e inovação. Ao contrário de ativos materiais que se depreciam na medida em que são utilizados, o ativo do conhecimento é ilimitado, pois cresce quando é estimulado e utilizado: ideias geram novas ideias e o conhecimento compartilhado permanece com a sua fonte, bem como com o seu receptor, na medida em que é aprendido e utilizado.

Lopes de Sá (2000) preceituou que o capital da empresa não representa apenas um agregado de elementos autônomos, variáveis por um acréscimo ou redução, mas sim, manifesta-se como um complexo econômico determinado em função não somente dos seus elementos constitutivos, mas também das relações que são de natureza complementar e que se agregam às funções instrumentais.

Stewart (1998) sinalizou que o CI é a soma do conhecimento de todos em uma empresa, sendo o fator que lhe proporciona vantagem competitiva. Ao contrário dos ativos, com os quais empresários e contadores estão familiarizados – propriedade, fábricas, equipamento, dinheiro –, o CI é intangível. É, por exemplo, o conhecimento da força de trabalho, o treinamento e a intuição de uma equipe de químicos que descobre uma nova droga, ou o *know-how* de trabalhadores que apresentam milhares de formas diferentes de melhorar a eficácia de uma instituição.

Segundo Edvinsson e Malone (1998), a maneira mais atual e objetiva de mensurar o CI é a diferença entre o Valor de Mercado (VM) e o Valor Contábil (VC) de uma empresa. Com o cuidado de que o VM não seja medido pontualmente, pois é afetado pela volatilidade das ações, para empresas de capital aberto. De acordo com pesquisas efetuadas pela Skandia, uma companhia de seguros e serviços financeiros sueca, o CI subdivide-se de acordo com a ramificação, mostrada na Figura 1, abaixo.

Figura 1 – Estrutura de valor de mercado de uma empresa



Fonte: Edvinsson e Malone, 1998 p. 47.

O **Capital Humano** compõe-se do conhecimento, experiência, poder de inovação e habilidade dos gestores e empregados de uma companhia, na realização de tarefas do dia-a-dia. Inclui também os valores, a cultura e a filosofia da empresa. O Capital Humano não pode ser de propriedade da empresa, mas a empresa o possui. De fato, o Capital Humano é mais do que simplesmente a soma dessas medidas, é o valor da dinâmica de uma organização eficiente e inteligente em um ambiente competitivo em mudança. Um exemplo seria a capacidade dos gerentes e empregados de aperfeiçoar e adquirir novas habilidades. Qual a receita marginal que essa capacidade geraria para a empresa? Com que frequência novas ideias são geradas dentro da empresa, e qual a frequência com que estas são implementadas com sucesso? Qual seria a redução de custo ou aumento de receita decorrente dessa implantação? Qual o valor gerado para o acionista?

O **Capital Estrutural** constitui-se dos equipamentos de informática, *softwares*, bancos de dados, patentes, marcas registradas e toda capacidade organizacional que apoia a produtividade dos empregados – em poucas palavras, tudo o que permanece no escritório quando os empregados vão para casa. Ao contrário do Capital Humano, o capital Estrutural pode ser proprietário e, portanto, negociado. Edvinsson e Malone (1998) descreveram o Capital Estrutural como o arcabouço, os recursos e a infraestrutura que apoiam o Capital Humano.

O Capital Estrutural subdivide-se em **Capital de Clientes** e **Capital Organizacional**. O primeiro engloba o relacionamento da empresa com seus clientes do qual derivam as relações de lealdade que estes estabelecem com a empresa, o valor de suas compras e propaganda espontânea que realizam nos seus relacionamentos. De fato, em algumas empresas, esse valor é contabilizado como fundo de comércio (*Goodwill*), que significa o valor de sua carteira de clientes. O segundo abrange o investimento da empresa em sistemas utilizados para armazenar e transmitir conhecimento; instrumentos e filosofia operacional que agilizam o fluxo pela organização, como a gestão da qualidade, canais de suprimento e distribuição e outros, além da imagem da empresa, marcas, patentes, propriedade intelectual, direitos autorais e valores semelhantes.

O Capital Organizacional, por sua vez, subdivide-se em **Capital de Inovação** e **Capital de Processos**. O primeiro refere-se à capacidade de renovação e aos resultados da inovação, sob a forma de direitos comerciais amparados por lei, propriedade intelectual e

outros ativos e talentos intangíveis utilizados para criar e colocar rapidamente no mercado novos produtos e serviços. O segundo é constituído por aqueles processos, certificações internas (como as normas ISO) e programas direcionados aos empregados, que aumentam e ampliam a produtividade da empresa, reduzem seus custos e aumentam suas receitas. É o tipo de conhecimento prático empregado na criação contínua de valor.

Em seus estudos, Edvinsson e Malone (1998) descobriram que o investimento realizado em CI era um paradoxo essencial no mundo empresarial moderno, pois o fato de uma empresa investir naquilo que a tornará competitiva, como o Capital Humano e de Processos, acarretará um aumento em suas despesas operacionais; reduzindo seu lucro no ano, diminuindo com isso seu valor patrimonial. Depois de estudos e trabalhos realizados sobre divergências de valores de mercado e contábil nas companhias, estes autores apresentaram três aspectos importantes do CI. Em primeiro lugar, esta riqueza constitui informação suplementar e não subordinada às informações financeiras de uma empresa. Segundo, o CI é um capital não financeiro e representa a lacuna entre o VM e o VC. Terceiro, o CI é um passivo e não um ativo.

Essa terceira conclusão é de fundamental importância, pois significa que o CI é um passivo a ser encarado de maneira idêntica ao patrimônio líquido; que é um empréstimo concedido aos credores, isto é, clientes, empregados e outros. À primeira vista, é difícil entender como o CI pode ser visto como um passivo, pois, de acordo com as definições, o CI é um bem ou direito que poderia aumentar as receitas, ou reduzir os custos de uma empresa, caso empregado de maneira adequada. No entanto, a perspectiva sugerida por aqueles autores mostra-se mais consistente e capta melhor a natureza do CI.

Qual a influência do CI no valor de uma empresa? Como mensurar ou determinar seu valor? Como o conhecimento de uma empresa pode ser medido? Talvez estas sejam as questões mais relevantes acerca do tema na atualidade, e em virtude da inexistência de um instrumento de avaliação que seja à prova de contestações, o mercado vem atribuindo às empresas, na maioria das negociações, valores substancialmente superiores àqueles encontrados nas peças contábeis formais. Nessa linha, Jóia (2001) mencionou que o CI é intangível, mas isto não significa que não possa ser medido. Tal fato é confirmado pelos mercados, quando avaliam as ações de algumas empresas baseadas no conhecimento, com valor bem acima do registrado nos livros contábeis.

2.3. Formas de mensuração do Capital Intelectual

Atualmente existem alguns modelos que buscam mensurar o CI das empresas, com suas peculiaridades e limitações, dentre os quais podem ser destacados:

2.3.1 Diferença ou razão entre o valor de mercado e o valor contábil (*market-to-book*)

Segundo Góis (2000), este é o indicador mais utilizado para medir o CI. O valor do CI é determinado com base nas demonstrações financeiras auditadas. Como o VC é o interesse residual nos ativos depois de pagos todos os passivos, a diferença entre o VC e o VM, destina-se a remunerar o valor dos ativos intangíveis, isto é, o CI. Porém, conforme Stewart (1998), tal modelo apresenta-se frágil quando variáveis exógenas interferem no mercado, tais como flutuação da taxa de câmbio, crises internacionais que afetam as bolsas, ameaças de desabastecimento para algumas *commodities*, entre outras.

Lev (2004) propõe que o *market-to-book* (M/B) deveria ser contabilizado pela divisão do VM pelo VC e não pela diferença entre ambos. Salienta, ainda, que este é o indicador mais frequentemente mencionado como o motivo principal para a atenção que vem sendo dada ao CI. Para justificar esta alternativa, o autor elaborou um estudo que

demonstra o crescimento da razão M/B das 500 maiores empresas americanas desde o final dos anos 1970, quando o quociente era pouco maior que 1,0, até 2000, quando cresceu para aproximadamente 6,0. Paiva (2000) considerou que esse indicador é um pouco melhor do que o anterior, pois diminui em boa parte as influências dos fatores exógenos, já que estes afetam todas as empresas, de um mesmo setor, de forma mais ou menos semelhante. Considera, entretanto, que este índice mantém a mesma fragilidade do modelo precedente, como, por exemplo, pelo fato de que em ambos existe uma simplificação; em virtude de que a maioria dos ativos físicos ou financeiros estão representados no balanço patrimonial pelos seus custos históricos, e não pelos custos de reposição. Se o cálculo fosse efetuado com base no custo de reposição, ou VM, provavelmente o quociente M/B seria bem menor.

A seguir, serão apresentados alguns modelos de avaliação de CI:

a) Navegador do CI – Modelo de Stewart

O modelo proposto é denominado de Navigator, mas também é conhecido como navegador do CI. Stewart (1998) entendeu que o CI deve analisar o desempenho da empresa sob várias perspectivas, como, por exemplo: razão do VM/VC, medidas do capital do cliente, medidas de capital humano e medidas de capital estrutural. Para tanto, sugeriu a adoção de um gráfico circular, cortado por várias linhas, em forma de uma tela de radar. Esse gráfico tem a vantagem de poder agrupar várias medidas diferentes (por exemplo: razão, percentagens, valores absolutos, etc.) num mesmo quadro e possibilitar a análise de vários elementos concomitantemente. O navegador do CI tem a vantagem da fácil visualização e do acompanhamento da evolução do desempenho da empresa. Mas se deve ter cuidado especial com a escolha dos índices de desempenho, para que sejam adequados à estratégia empresarial adotada. A Figura 2 exemplifica o modelo de Stewart.

Figura 2 – Navegador de CI de Stewart

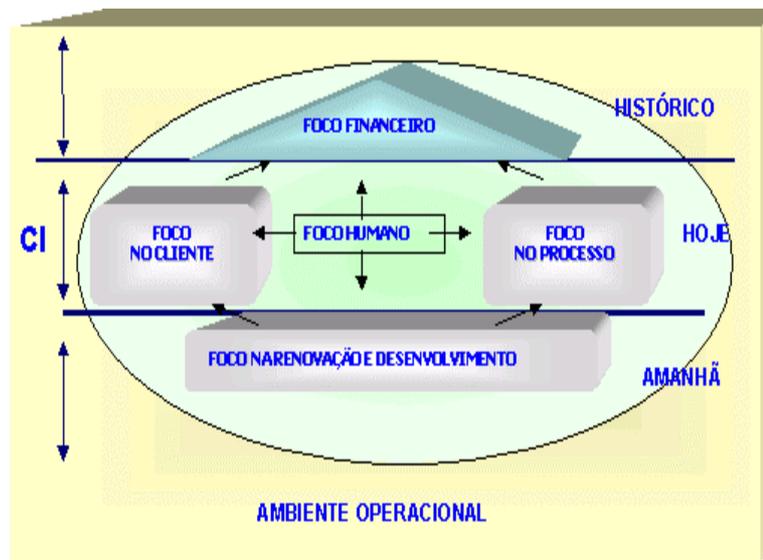


Fonte: Stewart, 1998.

b) Modelo de Edvinsson e Malone (Modelo Skandia)

Para avaliar o CI da empresa, Skandia, Edvinsson e Malone (1998) definiram um conjunto com dezenas de índices e indicadores, agrupados em cinco áreas distintas: foco financeiro; foco clientes; foco processo; foco renovação e desenvolvimento; e foco humano, como ilustra a Figura 3.

Figura 3 – Modelo Skandia, proposto por Edvinsson e Malone



Fonte: Edvinsson e Malone, 1998 p. 60.

Para cada um desses focos, foram estabelecidos diversos indicadores que permitem medir o seu desempenho. A fim de se estabelecer uma equação que traduzisse em um número o valor do CI, foram estabelecendo passos como (i) identificação de um conjunto básico de índices que possam ser aplicados a toda sociedade com mínimas adaptações; (ii) reconhecimento de que cada organização pode ter um CI adicional que necessite ser avaliado por outros índices; e (iii) estabelecimento de uma variável que capte a não tão perfeita previsibilidade do futuro, bem como a dos equipamentos, das organizações e das pessoas que nela trabalham. Considerando tais variáveis, chegaram à fórmula:

$$\text{CI Organizacional} = iC$$

Onde: C = valor monetário do CI; i = coeficiente de eficiência.

Relativamente ao coeficiente de eficiência (i) do CI, Antunes (2000) mencionou que este é obtido por meio dos principais indicadores das áreas de foco expressos em porcentagens, como, por exemplo: participação no mercado (%); índice de satisfação dos clientes (%); índice de liderança (%); índice de motivação (%); índice de investimento em pesquisa e desenvolvimento em relação ao investimento total (%); índice de horas de treinamento (%); desempenho/meta de qualidade (%); retenção dos empregados (%); eficiência administrativa dividida pelas receitas (%).

Em outro trabalho, Martins e Antunes (2000), constatam que a fórmula apresentada pela Skandia mede o CI em função da quantidade de investimentos, avaliados em termos monetários, realizados nos elementos que podem ser mensurados objetivamente. Por exemplo: investimentos no suporte aos clientes e investimentos em tecnologia da informação aplicada às vendas, serviços e suporte. Tais valores poderão não impactar diretamente em termos da satisfação dos clientes. Entretanto, estes autores observam que o modelo não considera como CI o valor total do investimento (valor de custo) realizado, mas apenas a proporção que reverterá para a empresa, no médio ou longo prazo, medida em função do índice percentual de satisfação dos clientes (indicador não financeiro). Assim sendo, pode-se concluir que a medida de CI apresenta-se, à primeira vista, como um número, portanto, uma mensuração aparentemente objetiva; mas, dada a própria natureza de alguns índices, é composta por certo grau de subjetividade.

c) Modelo de Sveiby

Sveiby (1998), preocupado com o fato de que uma importante riqueza das empresas não se encontra evidenciada nos relatórios contábeis tradicionais, propõe a inclusão de um novo grupo de itens patrimoniais. Ressaltou que a contabilidade está concentrada exclusivamente nos capitais físicos e monetários, ignorando um dos capitais mais relevantes dos empreendimentos contemporâneos, o CI. Para isso, propôs medidas para os ativos intangíveis, classificando-os em três grupos: (a) competência das pessoas; (b) estrutura interna; e (c) estrutura externa. Para tanto, utiliza o monitor de ativos intangíveis, sendo este um formato de apresentação que exhibe, de maneira simples, uma série de indicadores relevantes, cuja escolha depende da estratégia adotada pela empresa. O monitor pode ser integrado ao sistema de gerenciamento de informações, não devendo ultrapassar uma página, mas ser acompanhado por diversos comentários. Segundo o autor, a finalidade de um sistema de avaliação é cobrir todos os ativos intangíveis, de modo que uma empresa individual possa selecionar apenas alguns dos indicadores de avaliação sugeridos para cada ativo intangível. Como indicadores de avaliação, defende a utilização de três fatores: crescimento e renovação; eficiência e estabilidade.

Em relação às três medidas deste modelo, Martins (2001) comentou que a competência seria a capacidade dos empregados da empresa de agir, numa variedade de situações, criando ativos tangíveis e intangíveis. Inclui habilidades, educação, experiência e valores dos indivíduos. A estrutura interna seria o conhecimento existente na organização e; inclui patentes, modelos, conceitos, cultura organizacional, sistemas de informações etc. Estes itens são, geralmente, criados pelos empregados e apropriados pela empresa. Portanto, da interação entre a competência do pessoal com a estrutura interna, surge a forma pela qual a organização age. A estrutura externa seria o conhecimento gerado pelas relações entre a empresa e os agentes externos. Ela constitui-se de itens difíceis de serem gerenciados e mensurados, tais como relações com clientes, fornecedores, imagem e reputação da companhia, etc. Investimentos na estrutura externa geralmente não são realizados com a mesma confiança que aqueles efetuados na estrutura interna, uma vez que o valor desses ativos dependerá de como a entidade atenderá às expectativas desses agentes.

d) Modelo heurístico (Jóia)

Jóia (2001) apresentou um modelo heurístico que considera o vínculo entre o CI e a estratégia empresarial, de modo que se avaliem os ativos intangíveis da empresa, ao longo do tempo, segundo a estratégia de negócios implantada. Este autor centra o modelo em dois pontos principais. No primeiro, é possível inferir que a atribuição de valores ao CI

corporativo e seus componentes só compensam se houver uma ligação com a estratégia empresarial. Com base na estratégia, é possível obter-se a declaração de missão da empresa e seus planos de ação abrangentes e específicos. Para calcular a intangibilidade, deve-se definir e classificar alguns indicadores de acordo com os componentes do CI (capital humano e capital estrutural). O estrategista deve escolher os pesos associados a cada um desses indicadores. Todo o capital intangível pode, então, ser calculado pela combinação dos dados disponíveis para os indicadores e seus pesos (ou prioridades determinadas em relação à estratégia adotada pela empresa). O segundo ponto considera, diferentemente de Edvinsson e Malone (1998), que o CI é a média aritmética de todos os principais componentes do jogo, e que se deve aplicar algum peso derivado da estratégia empresarial para se definir o CI como um todo. Espera-se, então, encontrar uma correlação estatística grande entre os valores de CI e de mercado, à medida que o tempo avança.

A maior limitação do modelo reside, em princípio, na atribuição de pesos ou prioridades, associadas aos fatores considerados na mensuração do CI. O fato de os tomadores de decisão terem que atribuir prioridades definidas como “absoluta”, “altamente desejável” e “desejável” pode tornar a avaliação mais subjetiva ainda.

3 O CASO DO BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.

Este tópico aborda a evolução do desempenho operacional e financeiro do Banco Itaú aliada à sua estratégia de negócios, utilizando-se de alguns pronunciamentos de executivos do Banco, juntamente com dados secundários. Após um histórico das aquisições do Banco, ocorridas no período entre 1994-2003, acompanhado das motivações para tais investimentos, é apresentada uma relação dos indicadores financeiros e não financeiros impactados pelas compras, identificando-se os principais componentes de CI aplicados a estes indicadores.

3.1. Visão estratégica que orientou o movimento de crescimento do Banco Itaú no período de 1994 a 2003

A visão estratégica do Banco Itaú ao longo da década de 1994-2003, descrita no relatório anual em 2003 é a de “ser o Banco líder em performance, reconhecimento sólido e confiável, destacando-se pelo uso agressivo de *marketing*, tecnologia avançada e por equipes capacitadas, comprometidas com a qualidade total e satisfação de clientes”. Além disso, o Banco Itaú pauta sua atuação por princípios que sustentam uma cultura organizacional dirigida para a valorização das pessoas, o estrito cumprimento das normas e dos regulamentos e a permanente vocação para o desenvolvimento. O novo posicionamento do banco pode ser observado na Figura 4.

Figura 4 – Mudanças estratégicas de negócios do Banco Itaú: 1994-2003



Fonte: Relatório anual do Banco Itaú, 2003.

Para o Banco Itaú, o ano de 1994 foi considerado um divisor de águas, pois o período de estabilidade econômica passou a exigir novas competências empresariais e um ajuste no processo de gestão. A mudança foi conduzida com a consciência da necessidade de manter os valores fundamentais da instituição, ao mesmo tempo em que se preparava para enfrentar os desafios do novo cenário, vislumbrado pelos seus executivos.

As mudanças nacionais aliadas às do cenário internacional; o aumento nas operações de derivativos; a consolidação do processo de globalização de mercados, no qual crises em mercados externos passaram a afetar o Brasil (como por exemplo, a crise do México em 1994), fizeram com que o Banco Itaú promovesse profundas transformações para atingir resultados superiores, mesmo em cenários incertos e, muitas vezes, adversos. Orientações administrativas ganharam prioridade e contribuíram para desenhar processos operacionais para melhor condução de negócios do banco.

Com a visão estratégica de valor para o acionista, ou *shareholder value*, o Banco Itaú iniciou, em 1995, o processo de aquisições de outras IFs de menor porte. Segundo declarações de executivos do Banco, estudada de perto por Delacio (2003), a estratégia da organização não era de adquirir outras IFs somente para se tornar um grande Banco, e sim a de aumentar o valor para o acionista. Caso esse parâmetro não fosse atendido na avaliação para aquisição de uma instituição financeira, o Banco Itaú simplesmente desistiria dessa operação, como ocorreu no caso do Banco Banespa, adquirido em 2000, pelo Banco Santander.

O valor total investido pelo Banco Itaú, nas F&A ocorridas na década de 1993-2004 resultou em cerca de R\$ 8,1 bilhões, sendo que R\$ 4,2 bilhões deste valor (cerca de 51,5% do total), contabilizaram-se em ágio pago nas transações. A relação completa das aquisições efetuadas pelo Banco Itaú e respectivos valores pagos é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 – Aquisições realizadas pelo Banco Itaú no período 1994-2003

Aquisições do Banco Itaú 1994-2003 Companhia	Aquisição R\$ milhões	Ágio pago R\$ milhões
BFB	500	281
Banerj	311	25
Bemge	583	297
Banco Del Buen Ayre	256	123
Banestado	1.625	1.089
BEG	665	364
Lloyds Asset Management *	-	160
BBA	3.300	1.394
Fiat	897	462
	8.137	4.195

* - Não informado

Fonte: Relatório anual do Banco Itaú, 2002.

3.2. Histórico e motivação das aquisições do Banco Itaú entre 1994 e 2003

Apresentam-se a seguir, as principais F&A das quais o Banco Itaú participou, por ordem cronológica, e qual a perspectiva estratégica, obtida de entrevistas com executivos da área de Relações com Investidores do Banco:

1995 – Com o objetivo de ampliar a penetração em segmentos como o de pessoas físicas de alta renda, administração de fundos, financiamento de comércio exterior e operações estruturadas em moeda estrangeira e nacional; o Banco Itaú adquiriu 54,5% do Banco Francês e Brasileiro (BFB), pertencente ao Banco Crédit Lyonnais, por cerca de R\$ 500 milhões. A visão do Banco Itaú era de que a presença do BFB no mercado *corporate* e especialmente no de empresas de médio porte, poderia garantir ao Banco uma acentuada ampliação de sua participação neste nicho de mercado.

1997 – O Banco Itaú participa do primeiro leilão de privatização do governo federal e adquire o Banco do Estado do Rio de Janeiro (BANERJ) pelo valor de R\$ 311 milhões. Com a estratégia de aproveitamento de créditos podres e créditos tributários do BANERJ e, ainda, o aumento na base de clientes, o Itaú vence o primeiro leilão de privatização do plano Real.

1998 – O Banco Itaú adquire no leilão de privatização o Banco do Estado de Minas Gerais (BEMGE), pagando cerca de R\$ 583 milhões, o que resulta em um ágio de 85,6% sobre o preço de leilão. Com isto, o Banco aumenta sua base em cerca de 1 milhão de clientes, incorporando ainda empresas do BEMGE no ramo de seguros, administração de cartões, financeira e distribuidora de recursos. Ainda em 1998, o Banco Itaú adquire o Banco Del Buen Ayre (Argentina) pelo valor de US\$ 213,5 milhões, ampliando suas operações no Mercosul.

2000 – Nesse ano, é realizada a aquisição do Banco do Estado do Paraná (BANESTADO), no valor de R\$ 1 625 milhões, sendo pago um ágio de 303% sobre o preço mínimo fixado no leilão. O ágio na aquisição deste banco deveu-se, além da carteira de clientes, aos créditos tributários nos quais o BANESTADO e suas controladas tinham na época totalizando cerca de R\$ 1 659 milhões, que poderiam ser aproveitados pelo Banco Itaú. Com essa aquisição, o Itaú aumentou sua carteira em cerca de 552 mil clientes novos.

2001 – O Lloyds TSB Group vende sua carteira de administração de ativos e de clientes de alta renda para o Banco Itaú. Segundo o Sr. Alfredo Setúbal, vice-presidente executivo de mercado de capitais na época, “Estamos muito satisfeitos, pois reforçamos nossa posição no mercado de *Asset Management* e fortalecemos a nossa liderança entre gestores privados de recursos de investidores institucionais, *corporate* e de clientes *Private Bank*. Além disso, a equipe e os produtos Lloyds irão agregar grande valor ao nosso negócio”. Com isso, a administração de recursos do Itaú, cresceu, numa só operação, cerca de R\$ 5,2 bilhões em ativos e cerca de R\$ 1,3 bilhões em operações de *Private Banking*. Ainda nesse ano, o Itaú adquire o Banco do Estado de Goiás (BEG) no leilão de privatização, pelo valor de R\$ 665 milhões, com um ágio de 121,14% acima do preço mínimo estipulado. A carteira de clientes tem um aumento de cerca de 420 mil.

2002 – Seis meses depois de assinar um contrato de acordo de compra de 94,57% do Banco Sudameris, o Banco Itaú desiste da operação, a qual permitiria um aumento de 1,3 milhões na base de clientes. O ágio envolvido na transação seria de US\$ 1 394 milhões. Entretanto, o Itaú redirecionou seus esforços e adquiriu, em novembro de 2002, 95,75% do Banco BBA Creditanstalt, tornando-se, a partir de então, o maior Banco de Atacado do Brasil. O objetivo com a aquisição foi de fortalecer os negócios voltados ao mercado de clientes corporativos, produtos *private* e serviços de administração de fundos, corretora, financeira e banco de investimento. O valor da transação foi de cerca de R\$ 3,3 bilhões, e gerou a criação de um novo Banco de atacado, o Banco Itaú-BBA, incrementando cerca de R\$ 11,3 bilhões aos recursos administrados pelo Itaú. Além desta transação, em dezembro de 2002, o Itaú adquiriu 99,9% do Banco Fiat S.A., especializado na venda de automóveis, gerando um fortalecimento no mercado de operações de financiamento e *leasing* de veículos. O valor da operação foi de R\$ 897 milhões, com um ágio de R\$ 462 milhões, ou seja, 106% do total do Patrimônio líquido do Banco Fiat. Com isso, o Itaú aumentou sua operação de financiamento de veículos em 82%, passando de uma carteira de R\$ 2,89 bilhões para cerca de R\$ 5,25 bilhões.

3.3. O CI do Banco Itaú

Analisa-se a seguir a evolução de indicadores financeiros e não financeiros como também múltiplos destes indicadores. O objetivo foi o de fazer uma relação para entender quais os componentes de CI foram determinantes nas F&A do Banco ocorridas nos anos pesquisados, resultando no aumento de valor para o acionista, representado pelo aumento de seu VM.

Em primeiro lugar, parece uma tarefa quase impossível avaliar uma instituição financeira sem analisar preliminarmente seu CI. Isto porque as IFs são um segmento de negócio cuja relação com o CI é de extrema importância. Para se ter um parâmetro, em um estudo realizado pela revista Conjuntura Econômica, Campelo e Costa (2004), apontavam três pilares da estratégia de uma das IFs que mais se destacaram em 2003: estrutura enxuta, diferencial de serviços e agressividade na busca por clientes. Com isto, pode-se perceber a importância do CI em uma instituição financeira, pois uma estrutura enxuta significa uma redução de custos com otimização de processos, ou seja, investimentos em melhorias de processos e maximização do **Capital de Processos**. O diferencial de serviços se traduz em oferta de serviços que seus concorrentes não possuem, ou seja, um aspecto do **Capital de Inovação**. Já a agressividade na busca de clientes é o valor que uma carteira robusta pode trazer à instituição, demonstrando então a importância que esta empresa dá ao **Capital de Clientes**.

Conforme apresentado em no item 2.3, não existe uma resposta objetiva à questão de qual a melhor forma para mensurar o CI, dado que não há consenso. Entretanto, não se pode deixar de avaliar alguns parâmetros, como a **relação entre o VM e o VC** e dois outros

modelos, que mais se adaptariam a esse estudo de caso, que são o **Modelo Heurístico** e o **Modelo de Sveiby**. Ambos são mais flexíveis à escolha dos indicadores apropriados à estratégia da instituição financeira, além de focarem questões como crescimento e renovação, eficiência e estabilidade.

Com base nos aspectos estratégicos do Banco Itaú, apresentados no item 3.1, juntamente com os modelos de mensuração de CI, apresentados no item 2.3, chega-se a parâmetros fundamentais que devem ser observados para a consecução do principal objetivo desta pesquisa, que consiste em entender o propósito e avaliar os ganhos obtidos pelo Banco Itaú, com as aquisições realizadas no período de 1994 a 2003, quais sejam: valor de mercado; valor patrimonial; base de clientes; receitas de serviços; eficiência operacional; e, estrutura de rede de agências e Postos de Atendimento Bancários (PABs). A seguir, explicam-se esses parâmetros.

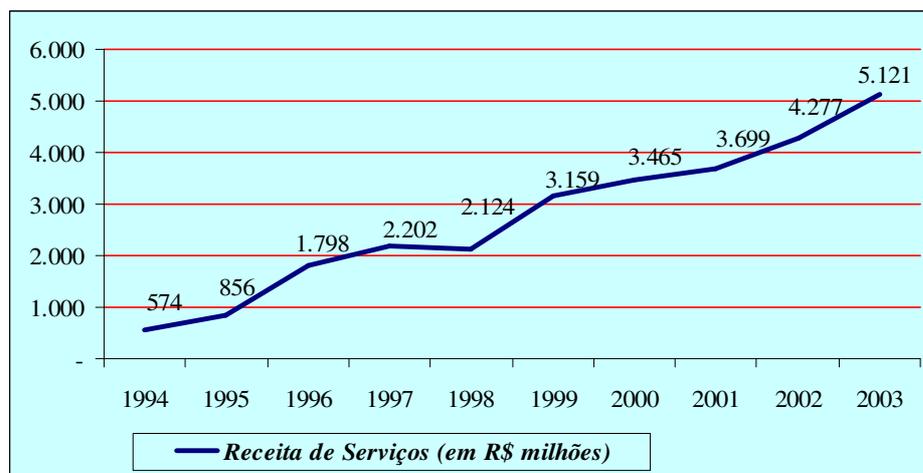
a) Valor de mercado e valor patrimonial ou contábil

Primeiramente, a relação entre o VM (cotação em bolsa) e o VC ou patrimonial é de suma importância, pois demonstra a percepção de investidores em relação ao CI. Quando este índice é comparado com outras empresas do setor; visualiza-se como a empresa analisada está valorizada em relação a seus concorrentes, mostrando sua capacidade competitiva. Durante a década analisada, o Banco Itaú, aumentou seu VM e VC em cerca de 900% e 320%, respectivamente. Ressalta-se que no período analisado, o Banco Itaú não fez emissões de novas ações, fazendo-o somente em 2003 e num montante de cerca de 2% do total das ações do Banco, ou seja, um volume muito inferior ao seu crescimento patrimonial e de mercado.

b) Crescimento na base de clientes e de receitas

Com as aquisições ocorridas ao longo de 1994-2003, o Itaú obteve um crescimento significativo em sua base de clientes, que, em 1994, era cerca de 3,3 milhões, passando para 9,2 milhões em 2003. Com isto, a receita de serviços cobrados de clientes, como tarifas, taxa de administração e taxas de performance aumentou substancialmente neste período, como mostra a Figura 5.

Figura 5 – Evolução da Receita de Serviços do Banco Itaú no período 1994-2003



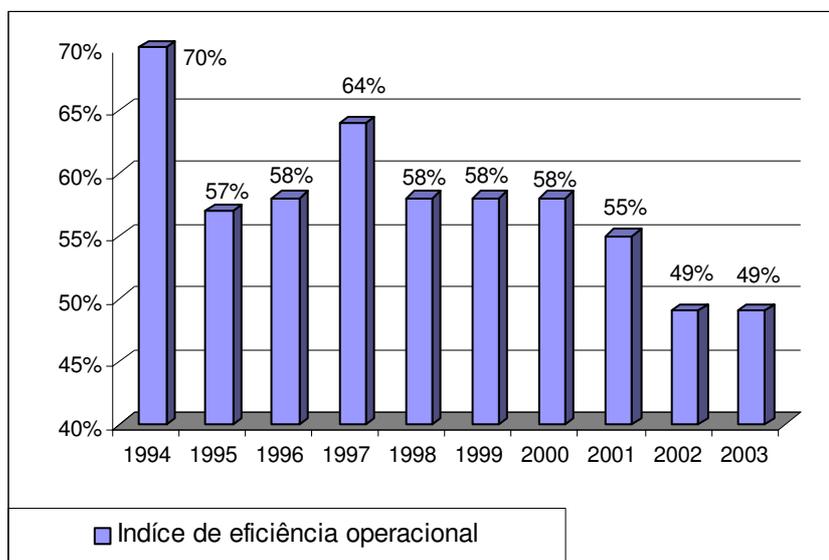
Fonte: Relatório anual do Banco Itaú, 2004.

A evolução destes indicadores demonstra a capacidade de aumento de receitas, não só com o aumento na base de clientes, mas também com o aumento da receita por cliente; devido a aquisições de IFs em diferentes nichos de negócios, como as especializadas em financiamento de veículos (Banco FIAT), outras em ramos de negócios estruturados e administração de recursos de terceiros (Banco BBA) e clientes de alta renda (Banco BFB e Lloyds TSB). Note-se que estes diferentes nichos de mercado fazem parte da estratégia do banco de ampliar seu portfólio de serviços, antes restritos aos convencionais de um banco de varejo. O aumento da receita por cliente indica que a expansão do *mix* oferecido com as incorporações foi importante, pois toda a carteira de clientes poderia buscar dentro do próprio Banco serviços antes contratados de outras IFs.

c) Evolução da eficiência operacional

O índice de eficiência operacional mede o quanto uma instituição financeira gasta com pessoal operacional e de suporte em relação ao total de suas receitas de intermediação financeira e de serviços. A evolução deste índice (sua diminuição) demonstra, não só a redução de custo unitário do Banco, como também a melhor alocação de recursos. A Figura 6 revela a melhoria no indicador de eficiência operacional do Banco Itaú no período analisado.

Figura 6 – Evolução da eficiência operacional do Banco Itaú no período 1994-2003



Fonte: Relatório anual do Banco Itaú, 2004

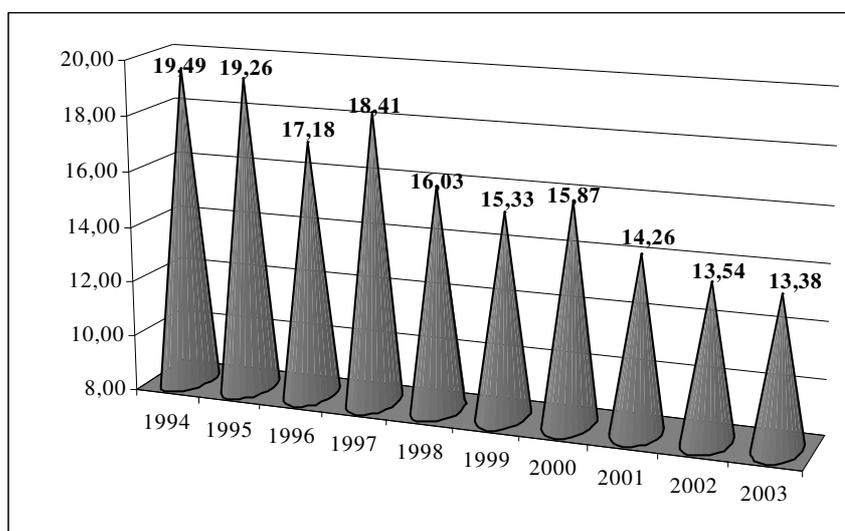
d) Estrutura de rede de agências e PABs

Durante a última década, os investimentos em tecnologia passaram a guiar a estratégia dos bancos para redução de custos e aumento de receitas. Com isso, o aumento de receitas por postos de venda ou funcionários passaram a ser indicadores de extrema importância para o segmento financeiro. Seguindo esta tendência, o Banco Itaú vem aumentando gradativamente sua estrutura de postos de vendas e agências ao longo da

década analisada. Em relação aos caixas eletrônicos, verifica-se que o aumento foi mais expressivo, em função da incorporação da cultura brasileira de comparecer menos às agências, utilizando-se mais de máquinas de autosserviço para saques, pagamento de contas e outros serviços.

Quando comparada a evolução da quantidade de funcionários em relação aos números de postos de vendas (Agências + PABs), pode-se verificar o real ganho de eficiência operacional, apesar do pequeno aumento no número de funcionários. O número de funcionários por posto de venda vem diminuindo significativamente ao longo do período analisado, passando de 19,5 em 1994, para cerca de 13,4 em 2003, ou seja, uma redução de mais de 30%, como ilustra a Figura 7.

Figura 7 – Evolução do índice de número de funcionários por posto de venda do Banco Itaú no período 1994-2003



Fonte: Relatório anual do Banco Itaú, 2004.

4. CONCLUSÕES

O estudo dos componentes do CI, aplicados ao entendimento da estratégia buscada nas F&A do Banco Itaú no período de 1994 a 2003, nos permite concluir que, no final desse período, houve um aumento substancial do VM do Banco e, conseqüentemente, de valor para o acionista. Os principais componentes do CI que contribuíram para esta melhora de desempenho foram o **Capital de Clientes** e o **Capital Organizacional** (ambos parte do **Capital Estrutural**), como ilustrado na Figura 1 e comentado no item 2.2.

O **Capital de Clientes** teve uma importância fundamental, pois permitiu que o banco alavancasse a receita de prestação de serviços (como tarifas, cartão de crédito, administração de recursos, financiamentos, entre outros), aumentando seu portfólio com a incorporação de diferentes nichos de negócios. Nota-se que a receita de serviços por cliente teve um aumento de 269% no período de 1994-2003, enquanto que a receita de serviços, isoladamente, teve um aumento de cerca de 900% no mesmo período.

O **Capital Organizacional**, que se subdivide em **Capital de Processos** e **Capital de Inovação**, foi responsável pela otimização de recursos alocados pelo Banco Itaú para o atendimento de clientes. Adaptando-se a uma estrutura enxuta, representada por um

pequeno aumento de seus postos de vendas (agências e PABs), mas com redução substancial na relação funcionário por posto de venda; o Banco obteve um incremento substancial na relação de receita de serviços por funcionário e por posto de venda. Investimentos em automação bancária e agilidade nos processos aumentaram a eficiência operacional, medida pela relação entre custos e receitas, que passou de 74% (em 1994) para 46%, em 2003.

Corroborando com as conclusões deste estudo, apresenta-se um depoimento do diretor executivo do Banco Itaú, o Sr. Silvio de Carvalho, realizado em maio de 2004, durante uma apresentação dos resultados do Banco Itaú aos analistas de mercado de capitais e aos investidores. Quando indagado sobre questões relacionadas às aquisições do Banco no período de 1994 a 2003 e, particularmente, quais os principais ativos analisados nessas transações, sua resposta foi de que dependia de cada aquisição, pois, em algumas, houve o interesse nos créditos tributários e, em outras, o foco concentrou-se em operações que o Banco Itaú ainda não possuía. Entretanto, de maneira geral, o Sr. Silvio de Carvalho esclareceu que o objetivo do Itaú era o aumento da base de clientes e o oferecimento dos mais diversos tipos de produtos da área financeira, como fundos de investimento, cartões de crédito, seguros de vida e previdência ou financiamento de veículos.

REFERÊNCIAS

- ANTUNES, M.T.P. **Capital Intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.
- BORGES, E. O novo desafio: aumentar o crédito para o setor privado. *In: Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro. N. 5, p. 26. Maio, 2004.
- CAMPELO, A.; COSTA, C. M. As estratégias que barraram o avanço dos estrangeiros. *In: Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro. n. 5, p. 26. Maio, 2004.
- DAVENPORT. T.; PRUSAK, L. **Conhecimento empresarial**. São Paulo: Makron Books, 1998.
- DELACIO, G.E.R. **Consolidação Bancária Brasileira e Estratégias do Banco Itaú: 1994-2001**. Rio de Janeiro. Dissertação (Mestrado em Administração). IBMEC, 2003.
- EDVINSSON, L.; MALONE, M.S. **Capital Intelectual**. Descobrimo o Valor Real de sua Empresa pela Identificação de seus Valores Internos. Tradução de Roberto Galman. São Paulo: Makron Books, 1998.
- GÓIS, C.G. Capital Intelectual: o intangível do século XXI. *In: Congresso Brasileiro de Custos. Anais...* Recife: UFPE, agosto de 2000.
- HAMEL, G. E; PRAHALAD, C. K. **Competindo pelo futuro**. Rio de Janeiro: Campus, 1995.
- JÓIA, L.A. Medindo o Capital Intelectual. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.41, n. 2, p. 54 – 63, abril/junho de 2001.
- LEV, B. **Baruch Lev's Home Page**. Disponível em: <www.stern.nyu.edu/~blev/>. Acesso em: 24.4.2004.
- LOPES DE SÁ, A. Ativo intangível e potencialidades dos capitais. **Revista de Contabilidade do CRC-SP**. São Paulo. n. 13, p. 48, set. 2000.
- MARTINS, E. (org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. FIECAFI. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTINS, E.; ANTUNES, M T.P. Capital Intelectual: verdades e mitos. *In: Congresso Brasileiro de Contabilidade. Anais...* Goiânia: CFC, outubro de 2000.

NADLER, D.A; LIMPert, T.M. **Administração da dinâmica das aquisições**. Como passar com sucesso da decisão à integração. *In*: NADLER, D. et al. Arquitetura organizacional. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1993.

PAIVA, S.B. Capital Intelectual: um novo paradigma para a gestão dos negócios. *In*: Congresso Brasileiro de Contabilidade, Goiânia. **Anais...** Goiânia: CFC, outubro de 2000.

PORTER, M. **Estratégia Competitiva**: Técnicas para análise de indústrias e concorrência. Tradução de Elizabeth Maria de Pinho Braga. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

BANCO ITAÚ. Relatório anual, 2002. Disponível em: <<http://ww13.itaubr.com.br/itausa/html/pt-br/infoplan/rao/2002/index.htm>>. Acesso em: 02/04/2004.

_____. Relatório anual, 2003. Disponível em: <<http://ww13.itaubr.com.br/itausa/html/pt-br/infoplan/rao/2003/index.htm>>. Acesso em: 02/04/2004.

_____. Relatório anual, 2004. Disponível em: <<http://ww13.itaubr.com.br/itausa/html/pt-br/infoplan/rao/2004/index.htm>>. Acesso em: 02/04/2004.

REZZAE, Z. The relevance of managerial accounting concepts in the banking industry. **Journal of Performance Management**. v. 18 n. 2, p. 3-16, Maio, 2005.

STEWART, T. A. **Capital Intelectual**: a nova vantagem competitiva das empresas. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SVEIBY, K.E. **A nova riqueza das organizações**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.