

# O USO DE AQUISIÇÕES NA EXPANSÃO EMPRESARIAL E A FLEXIBILIDADE DO INVESTIMENTO NO BRASIL

*THE USE OF ACQUISITIONS IN BUSINESS EXPANSION AND THE INVESTMENT FLEXIBILITY IN BRAZIL*

DOI: [HTTP://DX.DOI.ORG/10.13059/RACEF.V12I2.816](http://dx.doi.org/10.13059/RACEF.V12I2.816)

Leônidas Quadros da Paixão  
paixaoleonidas@yahoo.com.br

**Data de envio do artigo:** 11 de Dezembro de 2020.

**Data de aceite:** 08 de Abril de 2021.

**Resumo:** A escolha da forma de expansão empresarial é uma decisão estratégica e é feita em um ambiente onde existe incerteza. Aquisições parecem ser um modo de entrada irreversível devido ao preço a ser pago, mas elas têm sido muito utilizadas em países emergentes. Diante das incertezas existentes nesses países, a saída da operação do país hospedeiro também é uma alternativa a ser considerada na atuação empresarial. Com isso, a expansão por meio de aquisições pode resultar em um processo com perdas ou ganhos estratégicos. Busca-se entender, assim, como alcançar flexibilidade por meio de aquisições em países emergentes. Neste estudo, se analisou a flexibilidade da expansão de uma instituição bancária no Brasil, e utilizou-se a teoria das opções reais para sustentar a análise desta expansão. Encontrou-se que flexibilidade por meio de aquisições ocorre até o atingimento de uma participação de mercado específica. Além disso, o comprometimento com a operação no país hospedeiro iniciou com uma rápida entrada incremental via aquisições e se intensificou com compras com maior escala de operação.

**Palavras-chave:** Aquisições, flexibilidade, opções reais

**Abstract:** *The choice of expansion mode is a strategic business decision and it is done in uncertain scenarios. Acquisitions seem to be irreversible investments because of the price to be paid, but they have been used a lot in emerging countries. Given the uncertainties in these countries, the departure of an operation from a host country is an option to be taken into account by firms. In this setting, the business expansion can result in strategic losses or benefits. Thus, the goal of this article is to*

*understand how might acquisitions be flexible in these countries. In this research, the expansion of a financial institution in Brazil was analysed, and real options framework was used to better sustain this analysis. It was found that there was flexibility through acquisitions until a specific market share. In addition, the commitment level of the operation in the host country started with a rapid incremental entry through acquisitions followed by purchases of great scale.*

**Keywords:** *Acquisitions, flexibility, real options*

## 1 INTRODUÇÃO

Muitos são os artigos que tratam de internacionalização da empresa, porém poucos tratam sobre a flexibilidade da estratégia do investimento por meio de aquisições em países emergentes. A importância de se debater a flexibilidade da estratégia de expansão está relacionado à decisão sobre a sequência do uso dos modos de entrada e sobre a eventual saída da operação do país. Adapta-se neste artigo o conceito de flexibilidade usado por McCarthy e Puffer (1997), os quais levam em conta a facilidade de mudar a direção estratégica, sendo que neste trabalho, mudança se refere à saída da empresa do país hospedeiro, sem perdas estratégicas.

As empresas optam por expandir sua atividade para acessar novos mercados e recursos, aumentar market share, melhorar eficiência e lucros e reduzir custos e incertezas. O cenário de incertezas pode contribuir para oportunidades de lucro, o que pode demandar a combinação de diferentes modos de entrada ou sua repetição. E o país hospedeiro pode oferecer recursos valiosos que interessam a firma entrante e assim ela pode adotar uma sequência de considerável envolvimento e substanciais investimentos ou seguir um caminho mais cauteloso ao se expandir no estrangeiro (McCARTHY; PUFFER, 1997). Por outro lado, a empresa estrangeira pode realizar desinvestimentos, em momentos de crise no País ou por necessidade de capital.

O processo de internacionalização envolve

riscos. As empresas estão sujeitas ao risco ao expandirem suas fronteiras para mercados estrangeiros (FLORIS; CALEGÁRIO, 2019). Logo, há que se avaliar a capacidade de respostas da firma frente à incerteza do ambiente negocial. O País que passa por turbulências políticas e econômicas poderia demandar maior cautela por parte das empresas entrantes. O Brasil, por exemplo, passou por períodos muito difíceis no âmbito político, com dois casos de impeachment, o que gera desconfiança em relação ao investimento. Além disso, na década de 1990, o Brasil enfrentou a desestabilização causada pela crise mexicana (1995), os impactos da crise asiática em 1997 e da crise russa em 1998 e teve grave crise cambial em 1999 (WERNECK, 2014). E na década de 2000, houve a crise do mensalão em 2005, e em 2014 teve início a operação Lava-Jato. Dadas as incertezas, as empresas adotam um ritmo distinto de crescimento via diferentes combinações de modo de entrada ou aguardam um momento mais apropriado para entrar. É conveniente, assim, olhar as particularidades de cada modo de entrada para averiguar eventuais complementariedades e incompatibilidades com o contexto em que a firma está inserida.

Mesmo diante de incertezas, as firmas que já têm operação no país acumulam um tipo de conhecimento que pode ajudá-las a assumir um comportamento mais agressivo de expansão. Muitas das empresas multinacionais de países emergentes cresceram de forma mais sofisticada e prosperaram por meio de aquisições (GUILLÉN; GARCÍA-CANAL, 2013). E diante do aumento do uso de aquisições, cabe estudar o processo de expansão de multinacionais estrangeiras via aquisições no Brasil.

Sobretudo, é importante que se investigue a análise da flexibilidade do investimento em países em desenvolvimento. Avaliar a facilidade de saída da operação do país requer uma contínua reavaliação dos investimentos e das oportunidades. Segundo Guillén e García-Canal (2013), aquisições bem sucedidas demandam objetivos claros, alvos corretos, preços adequados, no tempo apropriado e com correta forma de integração. Por isso, ao se expandir por meio de aquisições, a empresa deve estar

atenta à criação do novo conhecimento. Cada entrada demanda um trade-off entre riscos e potenciais benefícios e constitui uma fonte de aprendizado. E a acumulação deste know how pode ser a base para investimentos futuros mais pesados. O expertise com o país hospedeiro e com o mecanismo de entrada pode ajudar a lidar com o risco de cada movimento de expansão.

Com a intensificação dos investimentos, o comprometimento com a expansão empresarial pode chegar a um ponto a partir do qual a firma apresenta benefícios consideráveis ao desenvolver a operação no país hospedeiro. Antes de alcançar este ponto, cada passo da entrada incremental por meio de aquisições pode representar um diferente nível de flexibilidade. Neste contexto, como países com grande mercado interno, como o Brasil, são atrativos para investimentos estrangeiros, um maior conhecimento sobre a flexibilidade na expansão é um tema relevante para a área empresarial e acadêmica. Por isso, neste trabalho, as aquisições são consideradas o tema central para o crescimento empresarial, e o objetivo do artigo é analisar a flexibilidade do investimento em cada etapa do processo de expansão.

Este artigo está dividido em cinco seções, sendo que a primeira parte é esta introdução. A segunda seção trata do desenvolvimento teórico do artigo, enquanto a terceira seção envolve o método de pesquisa. Para atender ao objetivo deste trabalho, foi utilizada a pesquisa documental como estratégia de pesquisa. Na quarta seção são apresentados os principais resultados e a última parte trata das considerações finais.

## **2 DESENVOLVIMENTO TEÓRICO**

### **2.1 Modos de Entrada**

A escolha do modo de entrada depende de fatores externos e internos à firma. Entre os fatores externos estão a distância cultural, o potencial de mercado, a flutuação da demanda, as barreiras de comércio, a competição, a rede de contatos, o risco político e o risco

econômico (ULRICH; HOLLENSEN; BOYD, 2014). E flexibilidade é um dos fatores internos que influenciam a decisão do modo de entrada, sendo controle, risco, complexidade de produtos, experiência internacional, recursos financeiros, recursos pessoais, os outros fatores internos (ULRICH; HOLLENSEN; BOYD, 2014).

O modo de entrada mais apropriado depende do nível de comprometimento desejado no país em determinado momento. De acordo com Johnson e Vahlne (1977), a entrada deve ser gradual e o comprometimento com o mercado estrangeiro deve ser aumentado de forma incremental. Mas a literatura também aponta que a escolha do modo de entrada está relacionada ao aprendizado com o mecanismo de entrada (HAYWARD, 2002) e também depende da necessidade de adquirir ou reter capacidades específicas (KOGUT, 1988). Além disso, o timing de entrada é outro importante aspecto. Por exemplo, quando firmas locais carecem de fortes capacidades e recursos para competir contra entrantes estrangeiros, os recém entrantes em países emergentes podem estabelecer lealdade à marca mais facilmente que entrantes tardios (ISOBE; MAKINO; MONTGOMERY, 2000).

## 2.2 Flexibilidade na estratégia do investimento

Cada entrada em um país corresponde a um grau de comprometimento da operação e a um nível de flexibilidade da atuação no país. O ponto é que as empresas podem não dispor dos recursos necessários para maior comprometimento com o mercado local e assim, a entrada gradual ganha relevância. A expansão no exterior demanda conhecimento da cultura e da demanda local, pois há que negociar, monitorar e reforçar aspectos relacionais durante a expansão. E este aprendizado pode vir com o escalonamento da entrada.

Nota-se que a estratégia de investimento pode se relacionar ao modelo de Uppsala. O modelo de Uppsala mostra que o comprometimento de recursos é incremental. É esperado uma expansão gradual das firmas para que ganhem conhecimento de mercado com

o desenvolvimento das atividades correntes (JOHANSON; VAHLNE, 1990). Com a entrada incremental, no caso da firma inicialmente dividir o risco com uma empresa parceira, em um momento subsequente, ela pode decidir entrar no país de forma autônoma, com seus próprios recursos. Afinal, o país hospedeiro pode oferecer uma série de recursos que atraem o interesse da firma, o que pode fazer que a firma adote uma sequência de entrada com investimentos mais substanciais (McCARTHY; PUFFER, 1997). Se o mercado hospedeiro é grande para fazer negócios, entrada por meio de aquisição pode constituir uma plataforma inicial para uma série de aquisições futuras.

O ponto é que a literatura apresenta que as aquisições são caras e difíceis de serem revertidas (BROUHERS; DIKOVA, 2010), enquanto as alianças estratégicas não requerem o pagamento de um valor de mercado para ter acesso a recursos externos e podem ser dissolvidas (SANCHEZ-LORDA; GARCÍA-CANAL, 2005). As alianças estratégicas possibilitam reincidir a relação a custos relativamente baixos, ao passo que as aquisições implicam em custos de administração e controle de ativos (BALAKRISHNAN; KOZA, 1993). Ainda que as alianças estratégicas não são consideradas um modo de entrada agressivo, elas demandam atenção da gestão para resolver os aspectos dinâmicos que influenciam a eficiência e a equidade da relação entre parceiros (ARINO; DE LA TORRE, 1998).

As aquisições também demandam atenção gerencial na fase de pós-aquisição (HASPELAGH; JEMISON, 1991). A digestão de firmas demanda habilidades, pois a empresa comprada pode aumentar de tamanho em relação à empresa compradora, e o número e a complexidade dos novos procedimentos e relações que necessitam ser integradas podem aumentar também (HENNART; REDDY, 1997). Por sua vez, as alianças estratégicas também demandam atenção gerencial, uma vez que requerem tempo para alcançar os ganhos esperados, pois o nível de confiança na empresa aliada tem que ser desenvolvido quando não há uma experiência prévia entre eles. Além disso, as aquisições têm

um significado de maior comprometimento na expansão que as alianças devido ao preço a ser pago e a dificuldade de rescisão da operação (SANCHEZ-LORDA; GARCÍA-CANAL, 2005). Enfim, cada modo de entrada tem suas particularidades. Investimentos via aquisições implicam em maior comprometimento que alianças estratégicas, as quais demandam mais recursos que exportações.

Diante do uso mais intenso de aquisições, este artigo coloca em questão a flexibilidade do investimento em países emergentes. Guillén e García-Canal (2013) ao abordarem a expansão em países emergentes destacam a importância de expandir a operação com a opção de abandono, sendo a expansão um processo de aprendizado, uma oportunidade para desenvolver capacidades e para se tornar uma melhor empresa. Neste sentido, cabe se apoiar na literatura que sustenta a opção de saída do país. Sugere-se, assim, usar a literatura de Opções Reais para apoiar a interpretação da expansão empresarial no Brasil, país envolvido com muitas incertezas políticas e econômicas que afetam os negócios. Afinal, investimentos podem ser prorrogados quando não se reconhece previamente as vantagens e os impactos de se comprometer recursos. Além do adiamento do investimento, as opções reais se classificam segundo sua flexibilidade em expansão, redução e abandono (TRIGEORGIS, 2007). Segundo Adner e Levinthal (2004), opções reais são investimentos sequenciais, irreversíveis realizados sob condições de incerteza.

Consideram-se, assim, nas decisões de investimento em condições de incertezas fatores intangíveis como futura vantagem competitiva e flexibilidade gerencial. Captar as oportunidades inerentes ao projeto é viabilizado pelas opções reais, em que a flexibilidade gerencial é a capacidade da empresa ajustar seus investimentos à medida em que se realizam os eventos. As opções reais são direitos das empresas sobre os ativos que lhes permitem se adaptar ao ambiente com maior flexibilidade e suportar riscos menores (MARTINS; CASTRO; GOMES, 2007). Desta forma, o ativo total da empresa se compõe dos investimentos

executados e em funcionamento e das suas oportunidades futuras de investimento (MARTINS; CASTRO; GOMES, 2007). As opções reais existem nas decisões sobre o investimento, pois consideram incerteza, irreversibilidade, timing, flexibilidade, risco e volatilidade (NARDELLI; MACEDO, 2011). Mais que isso, o questionamento mais apropriado não é qual o retorno a ser obtido com o investimento, mas que opções de crescimento são criadas para cada investimento sucessivo e qual estratégia de crescimento irá criar o maior valor para a empresa (NARDELLI; MACEDO, 2011). Em outras palavras, o valor do projeto depende das futuras oportunidades de crescimento que ele poderá criar (NARDELLI; MACEDO, 2011).

Decisões sobre expansão, encerramento de operações, adiamento, etc., são tomadas ao longo do processo tendo em vista as condições de mercado. Dada a dinâmica do mundo comercial competitivo e incerto, mudanças macroeconômicas e movimento do competidor podem tornar uma empresa alvo não atrativa em determinado momento (SMIT; MORAITIS, 2010). Logo, com opções reais tem-se uma flexibilidade para alterar a estratégia a fim de diminuir perdas ou ganhar com oportunidades futuras. A perspectiva de opções reais propõe que as capacidades organizacionais é o que promove flexibilidade no momento de mudanças (LEE et al., 2009). Diante de pequenas mudanças no mercado, a teoria baseada em recursos (RBV) pode explicar a vantagem competitiva das firmas, mas em mercados com maior velocidade as firmas precisam de capacidades flexíveis para sustentar a vantagem competitiva (LEE et al., 2009).

Além disso, o processo de internacionalização faz com que as empresas se exponham ao novo, a ambientes diversos e elas tipicamente se engajam em um processo de tentativa e erro na busca por capitalizar sucessos em detrimento de falhas inevitáveis e desenvolvem novas capacidades competitivas ao entrar em um país (GUILLÉN; GARCÍA-CANAL, 2013). Com a perspectiva das opções reais, é durante os momentos de maior mudança no ambiente que as firmas começam a olhar para

suas capacidades (KOGUT; KULATILAKA, 2001).

Não é estranho, assim, que empresas desenvolvam habilidades no país de origem para vencer as adversidades da expansão no exterior. Casos empresariais de expansão mostram a importância de se desenvolver capacidades no país de origem para lidar com incertezas, ambiguidades e complexidades (GUILLÉN; GARCÍA-CANAL, 2013).

### 3 MÉTODO

Foi realizada uma revisão da literatura sobre flexibilidade de investimento em expansão empresarial. Realizou-se também uma pesquisa sobre a expansão do Banco Santander no Brasil. As instituições financeiras espanholas estão entre as mais eficientes do mundo, e o Santander construiu capacidades no país de origem que o tornou líder no mercado local, o que serviu de plataforma para a expansão internacional (PARADA; ALEMANY; PLANELLAS, 2009). Na América Latina, o Banco foi um primeiro entrante em disseminar e modernizar os serviços bancários, e a região, apesar do alto potencial de crescimento tinha baixa penetração bancária (PARADA; ALEMANY; PLANELLAS, 2009). Hoje, o Banco é um dos líderes de mercado brasileiro, o que reforça a importância de utilizá-lo nesta pesquisa. Além disso, como cerca de 40% da população brasileira não tem acesso a conta bancária (IPEA, 2011), dado o tamanho do país e os constantes problemas políticos e econômicos da região, entende-se como relevante estudar flexibilidade do investimento de um banco ao entrar no Brasil.

#### 3.1 Coleta de Dados

Inicialmente, realizou-se uma busca por artigos através da expressão “modos de entrada” e “aquisições”. A seguir, realizou-se uma busca por artigos que contemplassem o Banco Santander, e também foram pesquisadas entrevistas do CEO do Grupo Santander.

#### 3.2 Análise de Dados

Na América Latina, Banco Santander tem

sido muito agressivo em buscar participação majoritária com total controle de gestão e coordenação da imagem da marca (GUILLÉN; TSCHOEGL, 2000). Além disso, a sequência de entrada foi caracterizada por três objetivos principais. Inicialmente, o objetivo era se tornar o maior grupo financeiro na Iberoamérica (El País, 16 de Agosto de 1997). Depois, em 2000, o principal objetivo do Banco (Banco Santander Central Hispano) no Brasil era alcançar uma posição relevante em um mercado com o maior potencial da América Latina (GRUPO SANTANDER, 2000). No final, com a aquisição do Banco Real, o objetivo foi se tornar o maior banco privado do Brasil (Emilio Botín, Expansion 01 Novembro 2008).

Inicialmente, o Banco Santander realizou pequenas e médias aquisições no Brasil, antes da compra do Banco Banespa, como mostra a Tabela 1. Nota-se que o controle da gestão esteve presente nas aquisições, e quanto a coordenação da imagem, nota-se uma adaptação do posicionamento da marca ao longo do processo de compras.

#### 3.2.1 Sequência de Aquisições do Banco Santander

De acordo com a literatura em organização industrial, a posição de mercado é um importante determinante da estratégia da firma (LEE et al., 2009). A importância da participação de mercado no setor bancário é comprovada pela declaração do CEO do Banco Santander:

“A participação de mercado dos bancos comerciais na Colômbia está longe dos 10% que desejamos atingir nos mercados onde o Banco Santander opera” (Emilio Botín, El País, 07 Dezembro 2011).

Logo, o alcance dos 10% no Brasil significa total comprometimento com a operação no País, de forma que uma saída neste patamar implica em perdas estratégicas. Cabe, assim, analisar cada movimento de expansão do Banco Santander no Brasil em termos de número de competidores (potenciais compradores), participação de mercado e coordenação da marca.

Tabela 1: Processo de Aquisições Bancárias

Banco Alvo Santander	Banco Geral do Comércio	Banco Noroeste	Grupo Meridional	Banespa	Banco Real (ABN AMRO)
Ano	1997	1998	2000	2001	2008
Objetivo	Tornar-se o maior grupo financeiro na Iberoamérica	Tornar-se o maior grupo financeiro na Iberoamérica	Alcançar uma posição relevante em um mercado com o maior potencial da América Latina	Alcançar uma posição relevante em um mercado com o maior potencial da América Latina	Tornar-se o maior banco privado no País
Investimento (em milhões de reais)	257	500	1200	7050	Compra internacional
% Participação e controle acionário do alvo	51%	50%	97%	97,9%	Absorção
Participação de Mercado em depósitos	0,32%	1,26%	1,6%	4,3%	9,78%
Ranking em depósitos	33	12	11	7	5
Participação de Mercado em créditos	0,33%	1,62%	2,21%	5,27%	13,95%
Ranking em créditos	37	11	10	6	4
Marca	Santander	Santander + Noroeste	Santander Meridional + Santander	Santander Meridional + Santander + Banespa. Em 2006: Santander Banespa	Santander + Banco Real. Em 2010: Santander

Fonte: BACEN, Reportes anuais (Grupo Santander), Business Week, El País, Folha de São Paulo

a. Banco Geral do Comercio (BGC): Esta primeira aquisição, em 1997, foi guiada por regras, porque o governo demandava uma seleção caso a caso na primeira entrada (PEEK; ROSENGREN, 2000). O Banco ficou com 51% do BGC e atingiu 0,33% de participação de mercado em depósitos e créditos. Era uma pequena operação que, diante de uma eventual falta de capital, incerteza, ou falha, podia ser vendido mais facilmente, pois havia vários potenciais compradores. O número de agências, em 1997, era 48 (BACEN, 2020).

b. Banco Noroeste: Esta aquisição, em 1998, possibilitou que o Santander estivesse entre os doze maiores bancos do País, com o acúmulo de 1,26% da participação em depósitos e créditos. Quanto à coordenação da imagem, o Santander manteve a sua marca, deixando-a separada da marca do Noroeste. Em um hipotético desejo de sair do País, havia potenciais compradores, mas o nível de flexibilidade era menor em relação à primeira compra (BGC). Esta operação reflete a importância de se construir uma plataforma para futuras aquisições. Em 1998, o número de agências era 188 (BACEN, 2020).

c. Grupo Meridional: esta aquisição, em 2000, possibilitou a diversificação geográfica da operação no Brasil. Com a duplicação do número de agências, a participação de mercado chegou a 1,93% do total de depósitos e créditos. O número de potenciais compradores diminuiu, mas como a participação de mercado estava longe dos 10%, ainda havia flexibilidade na operação.

O Banco também manteve a marca regional para assegurar a proximidade com os clientes locais, sendo chamado de Santander Meridional. Ao manter as marcas separadas, supõe-se que o banco considerou a opção de abandonar o projeto no caso de falha, necessidade de capital ou incerteza. Estas três primeiras aquisições ocorreram em um pequeno espaço de tempo, o que mostra o aumento do comprometimento com a operação no Brasil. Em 2000, o número de agências era 421 (BACEN, 2020).

d. Banespa: em 2001, houve a primeira grande compra no País. A participação de mercado subiu de 1,93% para 4,83% do total de créditos e depósitos. Neste estágio, uma eventual saída do mercado não seria atrativa,

pois o Banco ocupava a terceira posição no mercado e havia perspectiva de aumento de depósitos no País. Além disso, outros bancos estrangeiros como ABN AMRO e HSBC estavam adquirindo bancos no Brasil. E escala evita competidores de invadir o espaço (GUILLÉN; GARCÍA-CANAL, 2013). Esperar para investir traz o risco dos competidores se anteciparem e comprometerem recursos, o que reduz a atratividade da entrada posterior, mas o Banco Santander no Brasil aproveitou a oportunidade de expansão. Afinal, se o entrante deseja competir na banca comercial com novos produtos, é importante ganhar participação de mercado com a compra de pedaços significativos (GUILLÉN; TSCHOEGL, 2000).

Com esta nova compra, o banco ainda detinha flexibilidade para operar, porém ela reduziu uma vez que o número de potenciais compradores diminuiu. A marca Banespa permaneceu separada da marca Santander e Santander Meridional até 2006. Desta forma, a opção de abandono estava ativa e era uma proteção contra a hipótese da aquisição não ser bem sucedida. A unificação das marcas em 2006 comprova o maior comprometimento da operação. De fato, por acessar informações sobre o mercado alvo, consumidores e o ambiente institucional, o conhecimento obtido reduziu a incerteza em futuras decisões sobre investimentos (BROUTHERS; DIKOVA, 2010). Em 2001, o número de agências era 1018 e, em 2006, era 1063 (BACEN, 2020).

e. Banco Real: Em 2007, como resultado de um consórcio entre o Banco Santander, Royal Bank of Scotland e Fortis, foi comprada a operação do Banco ABN AMRO. Tal aquisição duplicou a participação de mercado no Brasil (GRUPO SANTANDER, 2007), e o Banco chegou a um ponto em que uma eventual saída representaria uma perda estratégica. Com esta aquisição, o Banco acreditava que liderança e escala atenderia a demanda dos clientes por serviços (BANCO SANTANDER, 2012). As marcas dos bancos ficaram separadas até 2010, quando ocorreu a unificação e conseqüente maior comprometimento da operação. O Brasil passou a ter uma operação via aquisições com menor

grau de flexibilidade, dado o menor número de potenciais compradores. Segundo o CEO do Banco Santander:

“Brasil é uma prioridade em nossa estratégia internacional e nós queremos ser o primeiro banco privado do País” (Emilio Botín, *Expansión*, 01 Novembro 2008).

De fato, o Santander está entre os principais bancos privados do Brasil, com uma participação de aproximadamente 10%, o que representaria perda estratégica no caso de eventual saída da operação. O Banco Santander saiu da Venezuela em 2009 quando tinha 10,5% de participação em depósitos e créditos e saiu da Colômbia quando tinha 2,7% da participação de mercado em créditos (PAIXÃO, 2012). Isso reforça a importância de se estudar flexibilidade em expansão empresarial. Antes de se atingir 10% de mercado há uma flexibilidade para saída da operação sem perdas estratégicas, no caso do setor bancário.

Percebe-se que antes de alcançar uma posição dominante que proporciona escala e poder de barganha para negociar com outras empresas e com fornecedores de tecnologia, o banco desenvolveu uma capacidade de lidar com a política e com a regulação local. Em 2008 o número de agências era de 2405 e, em 2013, ele era de 2763 (BACEN, 2020).

f. Getnet

Em 2014, o Banco comprou a Getnet, uma empresa do setor de adquirência. O Banco estava atento às tendências. Dado o crescente uso de cartões de crédito no país, o Banco aprofundou sua participação neste mercado onde outros bancos já atuavam. Esta iniciativa pode encontrar amparo na literatura. Afinal, líderes de mercado devem constantemente melhorar suas capacidades para manter sua posição de liderança (LEE et al., 2009).

Enfim, o comprometimento do Banco Santander com a operação brasileira pode ser comprovado pelo pronunciamento da Presidente do Conselho de Administração do Banco Santander:

“Eu tenho uma fé enorme em um país que conheço há quase 30 anos” (Ana Botín, *Bloomberg*, 02/10/2018).



#### g. Banco Olé

Em 2019, cerca de 29% do lucro global foi da operação brasileira que contou com cerca de 2755 agências espalhadas no País. Em 2019, o Banco comprou 60% do Banco Olé. É um banco de pequeno porte com foco em crédito consignado. Enfim, o caso do Santander no Brasil mostrou que o uso efetivo de aquisições possibilita não somente o aumento de tamanho, mas se tornar eficiente e melhor servir os clientes.

## 4 RESULTADOS

Este artigo mostrou que o comprometimento com o processo de expansão atinge um ponto a partir do qual a firma tem consideráveis benefícios em desenvolver totalmente a operação no país hospedeiro. Até este ponto, cada entrada incremental por meio de aquisições se associa a um nível de flexibilidade diferente. E a cada entrada, a atenção da firma também se direciona para oportunidades de saída. Quando se identifica um cenário muito instável, ou quando a operação não é bem sucedida ou quando há a necessidade de capital, a opção do abandono pode ser escolhida.

A rápida entrada do Banco Santander por meio de pequenas e médias aquisições mostrou a capacidade do banco de realizar as integrações das empresas-alvo. Neste processo, vale lembrar que a rápida entrada por meio de pequenas aquisições possibilitou uma participação de mercado inicial capaz de desencorajar a entrada de concorrentes. De fato, a trajetória de expansão internacional do Santander utilizou a velocidade e escala, além da rentabilidade e da criação de valor ao acionista (PARADA; ALEMANY; PLANELLAS, 2009).

É importante salientar que o conhecimento proveniente de aquisições anteriores foi complementado pela busca por controle de gestão, participação majoritária e coordenação de marca. Esta combinação fez o banco estar bastante comprometido com a operação brasileira quando a participação de mercado alcançou 10%. Houve uma expansão flexível até

atingir 10% de participação de mercado. E houve ainda uma mudança no tamanho da aquisição em um pequeno espaço de tempo: de pequenas e médias aquisições para a aquisição de um banco de maior porte (Banespa). Isso mostra a habilidade em identificar o mercado alvo e em aprender com cada aquisição. A sequência de entrada leva à repetição de práticas e rotinas, o que pode ser um importante mecanismo de aprendizado para o desenvolvimento de capacidades (EISENHARDT; MARTIN, 2000). Cada entrada representa a criação de um novo conhecimento e a acumulação deste know how serve de base para entradas subsequentes ou para investimentos mais pesados. As empresas aprendem fazendo e adaptam suas estratégias ao longo do curso de expansão (GUILLÉN; GARCÍA-CANAL, 2013). Assim, a empresa acumula participação de mercado e desenvolve capacidades em cada compra, de forma que o conhecimento com o mecanismo de entrada e com o mercado-alvo podem superar os riscos de cada entrada.

Um banco que inicialmente entra no mercado estrangeiro usa alguns recursos oriundos da sua matriz (habilidades gerenciais e capital), enquanto buscam acessar recursos locais que não são desenvolvidos rapidamente como distribuição, imagem local, know how do mercado e base de clientes (PETROU, 2009). De fato, o processo de internacionalização do Banco Santander pode ser visto em três etapas: construir capacidades no país de origem, criar opções de crescimento no estrangeiro via pequenas aquisições ou alianças estratégicas e por fim, entrada em larga escala no estrangeiro e rápida integração (PARADA; ALEMANY; PLANELLAS, 2009). O Banco Santander, no Brasil, criou opções de crescimento via pequenas aquisições inicialmente. Neste sentido, uma pequena aquisição inicial pode ser uma plataforma a partir da qual o banco continua seu processo de expansão ao obter mais informação sobre o mercado e a indústria no país hospedeiro.

Além disso, o processo de internacionalização do Banco Santander é consistente com duas características do modelo

de Uppsala: comprometimento crescente com o mercado estrangeiro de forma incremental, e entrada sequencial nos mercados, começando por aqueles com maior proximidade cultural e/ou econômica ao país de origem (PARADA; ALEMANY; PLANELLAS, 2009). Neste contexto, internacionalização por meio de aquisições pode ser explicada pela perspectiva do aprendizado (BARKEMA; VERMEULEN, 1998). Por exemplo, o conhecimento de lidar com regulações e governos e o expertise em gerir operações de grande escala são algumas capacidades desenvolvidas por empresas espanholas com operação no estrangeiro (GUILLÉN; GARCÍA-CANAL, 2010).

Este artigo também mostrou que o escalonamento da expansão do Banco Santander no Brasil pode ser visto na perspectiva de Opções Reais. Opções reais é uma forma mais flexível de estratégia, em que a trajetória de aquisições não é vista como estática, e em que o padrão e o número de investimentos são periodicamente ajustados e os alvos revistos, dependendo do crescimento do mercado ou de fatores externos inesperados (SMIT; MORAITIS, 2010). Aquisições iniciais podem ser consideradas uma opção de crescimento (WARNER; FAIRBANK; STEENSMA, 2006). O Banco Santander poderia fazer investimentos incrementais e optar por prorrogar ou crescer. De fato, firmas podem usar a opção do crescimento para investir em outro alvo ou elas esperam e observam o movimento dos concorrentes e ganham experiência, obtêm conhecimento específico de mercado e possivelmente estabelecem uma imagem da marca que pode consistir em uma opção de crescimento (BROUTHERS; DIKOVA, 2010). A visão de opção real defende que é preferível aumentar o valor da opção ao escalar o processo de aquisições em regiões incertas (como em países emergentes) do que comprometer rapidamente recursos de forma mais intensiva (SMIT; MORAITIS, 2010).

O aumento da participação de mercado do Banco Santander também se deve ao comportamento dos demais bancos na região. A estrutura do setor bancário no Brasil se assemelha mais a um oligopólio (BELAISH, 2003).

Antes da primeira aquisição do Banco Santander no Brasil, outros bancos já haviam entrado no País (Citibank, BankBoston, Banco Sudameris, HSBC, Caixa Geral de Depósitos, Banco Espírito Santo). Por volta de 1997, houve a privatização de alguns bancos públicos, e os bancos estrangeiros como BBVA, HSBC, Sudameris e ABN AMRO compraram em um cenário em que a larga presença de bancos públicos representava quase 50% da participação de mercado em depósitos ou aproximadamente três vezes a escala dos bancos estrangeiros (GUIMARAES, 2002).

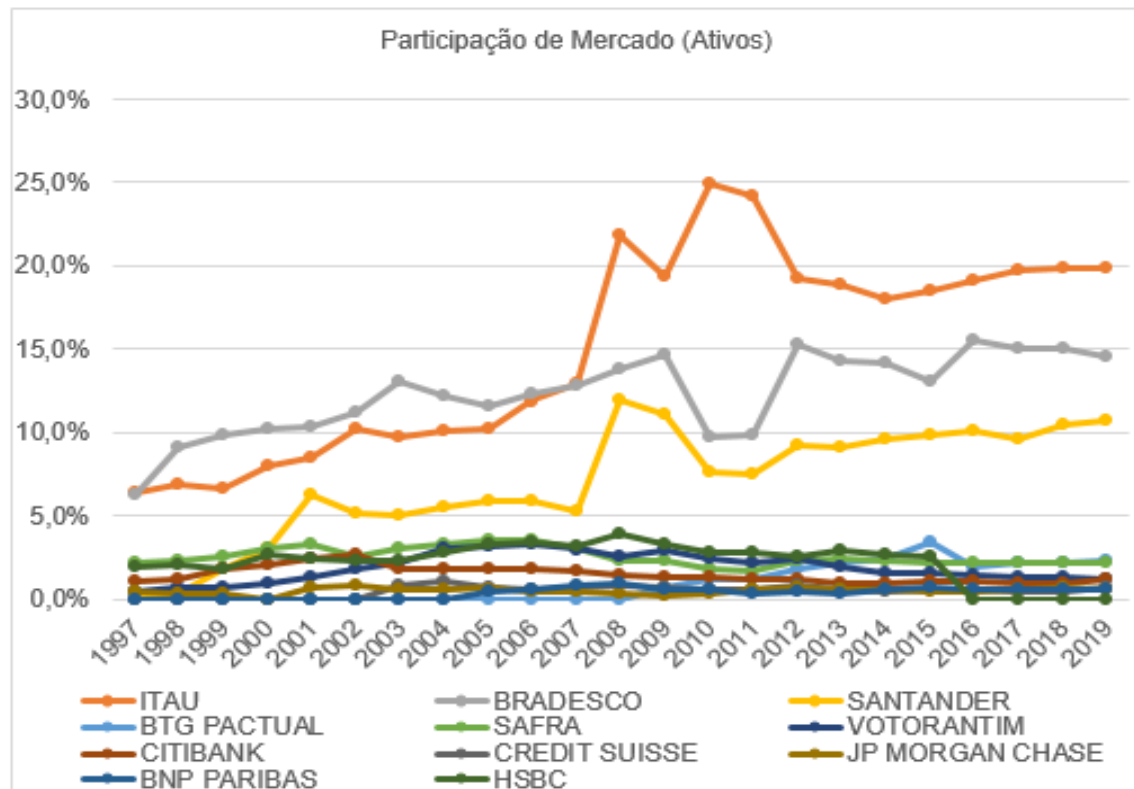
Apesar do principal competidor do Banco Santander, BBVA, ter uma grande participação na América Latina, ele vendeu sua operação para o Bradesco em 2003, no sentido que faltava ao BBVA participação de mercado suficiente para competir (THE BANKER, 2010), e seria muito caro ao BBVA alcançar uma escala lucrativa no Brasil (GUILLÉN; TSCHOEGL, 2008). Este caso demonstra que se o competidor não responder ao rival em um período de tempo, o atraso afeta eventual melhoria na participação de mercado: Santander tinha 4,3% de participação de mercado em depósitos em 2002, enquanto o BBVA tinha 1,4%. Em outras palavras, comprometimento irreversível de forma rápida pode assegurar futura participação de mercado e desencorajar rivais a investir (PACHECO DE ALMEIDA; HENDERSON; COOL, 2008). A comparação do movimento de expansão do Santander com outros bancos privados está apresentado na Figura 1.

A Figura 1 mostra o Itaú na liderança da participação de mercado dos bancos privados em ativos, seguido por Bradesco e Santander. Nota-se a concentração de ativos com estes bancos, pois os demais bancos privados têm no máximo em torno de 2% de ativos em 2019.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este texto se apoiou em pesquisa documental e em uma análise descritiva para estudar a flexibilidade na expansão por meio de aquisições. Ele mostrou que as aquisições podem ser um modo flexível de entrada em

Figura 1 – Participação de Mercado



Fonte: BACEN (2020)

um país emergente. Entrar em país emergente via aquisições não implica em uma estratégia irreversível.

Verificou-se nesta pesquisa que a expansão do Banco Santander por meio de aquisições no Brasil é flexível quando a participação de mercado é menor que 10%. Com mais de 10% do mercado, é mais difícil encontrar compradores, e uma saída do País implica em perdas estratégicas, pois o Banco ocupa uma posição de liderança estratégica e proporciona um conjunto completo de produtos e serviços aos clientes. Entretanto, quando o Banco possui menos que 10%, é mais fácil encontrar compradores, pois o tamanho de mercado para potenciais adquirentes é maior. Portanto, o comprometimento de recursos reduziu a flexibilidade do banco para mudar de estratégia.

Outra contribuição do artigo trata da forma de comprometimento da operação por meio de aquisições. Ela ocorreu em duas fases: entrada rápida com pequena participação de mercado e na sequência, a compra de maior escala que levou a um crescimento orgânico até a absorção

de outro grande banco. Velocidade e escala foram, logo, elementos estratégicos na expansão do Banco Santander no Brasil. A entrada rápida foi escalonada em termos de participação de mercado. A sequência inicial de pequenas e médias aquisições podem servir de uma plataforma para investimentos subsequentes para explorar vantagens e capacidades do país de destino (GILROY; LUKAS, 2006). Empresas que fazem investimentos pequenos podem correr menor risco devido ao potencial de perda ser menor, enquanto grandes projetos podem se beneficiar da perspectiva das opções reais, pois enfrentam um maior risco dado o tamanho do comprometimento de recursos (BROUHERS; DIKOVA, 2010). As opções reais oferecem uma forma de interpretar flexibilidade do processo de expansão ao considerar três caminhos estratégicos: opção de abandonar, opção de prorrogar ou opção de crescer. Como uma parcela considerável da população brasileira não tem acesso a conta bancária, não investir no País representaria uma perda de posição competitiva na América Latina.

A capacidade de realizar a integração do banco alvo foi outra característica importante da expansão no Brasil. A primeira compra de larga escala, Banespa, tinha deficiências operacionais, e o Santander teve a habilidade de ajustar a operação e gerar ganhos operacionais. Logo, o desenvolvimento de capacidades em cada aquisição possibilitou ao Banco uma boa capacidade de absorção dos alvos. Além deste conhecimento decorrente de aquisições prévias, a expansão do Banco também esteve associada à busca do controle acionário e à coordenação da marca em território brasileiro. Portanto, a flexibilidade do investimento via aquisições demanda uma gestão apurada dos recursos existentes no país hospedeiro. De fato, para se ter flexibilidade no processo de expansão é conveniente uma contínua reavaliação dos investimentos e das oportunidades a fim de alcançar, ao final, benefícios estratégicos. Neste estudo, a combinação de aquisições caracterizou uma estratégia de investimentos mais substanciais do que aquele caminho mais cauteloso de expansão baseado em alianças estratégicas.

Em termos de trabalhos futuros, um outro estudo de caso no setor bancário pode trazer novos aspectos relevantes ao tema da expansão. Além disso, um estudo de caso em outro setor poderia enriquecer o debate em torno da flexibilidade e do comprometimento de recursos via aquisições em países emergentes. Por envolver agências, parece que a integração bancária e a análise de flexibilidade transcorre de forma diferente da manufatura. Por fim, um outro ponto de pesquisa consiste em estudar como aquisições no restante do mundo pode influenciar o comprometimento da operação em um país emergente.

## REFERÊNCIAS

ADNER, R.; LEVINTHAL, D. What is not a real option: Considering boundaries for the application of real options to business strategy. **Academy of Management Review**, v. 29, n.1, p.74-85, 2004.

ARINO, A.; DE LA TORRE, J. Learning from failure: towards an evolutionary model of collaborative ventures. **Organization Science**, v.9, n.3, p. 306-325, 1998.

BALAKRISHNAN, S.; KOZA, M. Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures: Theory and evidence. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v.20, n.1, p.99-117, 1993.

BANCO SANTANDER. Santander in Brazil/Strategy. Disponível em <[http://www.ri.santander.com.br/web/interna\\_print.asp?idioma=1](http://www.ri.santander.com.br/web/interna_print.asp?idioma=1)>. Acesso em 15 de Janeiro de 2012. 2012.

BARKEMA, H.; VERMEULEN, F. International expansion through start-up or acquisition: a learning perspective. **Academy of Management Journal**, V. 41, n.1, p.7-26, 1998.

BELAISCH, A.. Do Brazilian banks compete? **IMF Working Paper**. Disponível em :[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=879189##](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=879189##). Acesso em 15 de Janeiro de 2012. 2003.

BROUHERS, K.; DIKOVA, D. Acquisitions and real options: the greenfield alternative. **Journal of Management Studies**, v.47, n.6, p. 1048-1071, 2010.

EISENHARDT, K.; MARTIN, J. Dynamic Capabilities: What are they? **Strategic Management Journal**, v. 21, n.10, p. 1105-1121, 2000.

FLORIS, L.M; CALEGARIO, C.L.L. A internacionalização de uma empresa brasileira e os riscos de mercado sob a ótica do modelo de Uppsala. **RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**. v. 10, n.3, p.60-78, 2019.

GILROY, B.; LUKAS, E. The choice between greenfield investment and cross-border acquisition: A real option approach. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v.46, p.447-465, 2006.

GRUPO SANTANDER. **Informe Anual**. España.2007.

GUILLÉN, M; GARCÍA-CANAL, E. **Emerging markets rule: Growth strategies of the new global giants**. McGraw Hill.2013.

GUILLÉN, M; GARCÍA-CANAL, E. **The new multinationals: Spanish firms in a global context**. Cambridge University Press: New York. 2010.

GUILLÉN, M; TSCHOEGL, A. **Building a Global Bank – The transformation of Banco Santander**. Princeton University Press.2008.

GUIMARAES, P. How does foreign entry affect the domestic banking Market? The Brazilian Case. **Latin American Business Review**, v.3, n.4, p. 121-140, 2002.

HASPELAGH, P.; JEMISON, D. **Managing acquisitions – creating value through corporate renewal**. The Free Press.1991.

HAYWARD, M. When do firms learn from acquisition experience? Evidence from 1990-1995. **Strategic Management Journal**, 23, p. 21-39, 2002.

HENNART, J.; REDDY, S. The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: the case of Japanese investments in the United States. **Strategic Management Journal**, v. 18, n.1, p. 1-12, 1997.

IPEA. SIPS -Sistema de Indicadores de Percepção Social. Bancos: Exclusão e Serviços. 2011. Disponível em [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/SIPS/110112\\_sips\\_bancos.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/SIPS/110112_sips_bancos.pdf). Acesso em 10/06/2020.

ISOBE, T.; MAKINO, S.; MONTGOMERY, D. Resource commitment, entry timing and market performance of foreign direct investments in emerging economies: the case of Japanese international joint ventures in China. **Academy of Management Journal**, v. 43, n.3, p.468-484, 2000.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J. The mechanisms of internationalization. **International Marketing Review**, v. 4, n.7, p. 11-24, 1990.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J. The internationalization process of the firm-a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, p.23-32, 1977.

KOGUT, B. Joint ventures: theoretical and empirical perspectives. **Strategic Management Journal**, v.9, n.4, p. 319-332, 1988.

KOGUT, B.; KULATILAKA, N. Capabilities as real options. **Organization Science**, v.12, p. 744-758, 2001.

LEE, S.; BEAMISH, P.; LEE, H.; PARK, J. Strategic choice during economic crisis: domestic market position, organizational capabilities and export flexibility. **Journal of World Business**, v. 44, p.1-15, 2009.

MARTINS, A.L.; CASTRO, M.A.R.; GOMES, S.M.S. As opções reais aplicadas no orçamento de capital. XIV Congresso Brasileiro de Custos. João Pessoa. 2007.

McCARTHY, D.; PUFFER, S. Strategic investment flexibility for MNE success in Russia. Evolving beyond entry modes. **Journal of World Business**, v.32, n.4, p.293-319, 1997.

NARDELLI, P.M.; MACEDO, M.A.S. Análise de um projeto agroindustrial utilizando a teoria de opções reais: a opção de adiamento. **RESR**, v. 49, n.4, p.941-966, 2012.

PACHECO DE ALMEIDA, G.; HENDERSON, J.; COOL, K. Resolving the commitment versus flexibility trade off: The role of resource accumulation lags. **The Academy of Management Journal**, v. 52, n.3, p.517-536, 2008.

PAIXAO, L.Q. Three essays on the causes and consequences of the use of mergers and acquisitions. 2012. **Tese de Doutorado**. Universitat Autònoma de Barcelona.

PARADA, P.; ALEMANY, L.; PLANELLAS, M. The Internationalization of Retail Banking: Banco Santander's journey towards globalization. **Long Range Planning**, v. 42, n.5, p.654-677, 2009.

PEEK, J.; ROSENGREEN, E. Implications of the globalization of the banking sector: the Latin American experience. **New England Economic Review**, p.45-62, 2000.

PETROU, A. Foreign Market entry strategies in retail banking: choosing an entry mode in a landscape of constraints. **Long Range Planning**, v. 42, n.5-6, p. 614-632, 2009.

SANCHEZ-LORDA, P.; GARCÍA-CANAL, E. Competition for external resources, entry order and stock market reaction to alliances and acquisitions. **Management Research**, v. 3, n.3, p. 189-207, 2005.

SMIT, H.; MORAITIS, T. Playing at serial acquisitions. **California Management Review**, 2010.

THE BANKER. Banks for position in Latin America. November, 2010.

---

TRIGEORGIS, L. Opções reais e interações com a flexibilidade financeira. **RAE**, 2007.

ULRICH, A.M.D., HOLLENSSEN, S.; BOYD, B. Entry mode strategies into Brazil, Russia, China and India (BRIC) markets. **Global Business Review**, v. 14, n.3, p.423-445, 2014.

**WARNER, A., FAIRBANK, J.; STEENSMA, H. Managing uncertainty in a formal-standards-based industry: a real options perspective on acquisition timing. Journal of Management, v. 32, n.2, p.279-298, 2006.**

WERNECK, R. Consolidação da estabilização e reconstrução institucional. Em: Abreu, M.P. **Ordem e Progresso**. Editora Elsevier. 2014.