

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO

CLEUZA RAMOS DOURADO

AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO:  
AVALIAÇÃO EMPÍRICA DA CRIAÇÃO DE VALOR AOS ACIONISTAS  
DOS QUATRO MAIORES BANCOS ATUANTES NO BRASIL

SÃO LEOPOLDO

2013

Cleuza Ramos Dourado

AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO:  
AVALIAÇÃO EMPÍRICA DA CRIAÇÃO DE VALOR AOS ACIONISTAS  
DOS QUATRO MAIORES BANCOS ATUANTES NO BRASIL

Dissertação submetida à Banca Examinadora do Programa de Mestrado e Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS como parte dos requisitos parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis; área de concentração em Finanças Corporativas.

Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt

São Leopoldo

2013

D739a Dourado, Cleuza Ramos.

Aquisições no setor bancário: avaliação empírica da criação de valor aos acionistas dos quatro maiores bancos atuantes no Brasil / Cleuza Ramos Dourado. – 2013.

110f. : il.; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2013.

"Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt."

1. Aquisições. 2. Instituições bancárias. 3. Valor das ações. 4. Estudo de eventos. I. Título.

CDU 657

Cleuza Ramos Dourado

AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO:  
AVALIAÇÃO EMPÍRICA DA CRIAÇÃO DE VALOR AOS ACIONISTAS  
DOS QUATRO MAIORES BANCOS ATUANTES NO BRASIL

Dissertação submetida à Banca Examinadora do Programa de Mestrado e Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS como parte dos requisitos parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis; área de concentração em Finanças Corporativas.

Aprovado em 25 de Junho de 2013

BANCA EXAMINADORA

---

Dr. Clóvis Antônio Kronbauer –Unisinos

---

Dr. João Zani– Unisinos

---

Dr. José de Pietro Neto – UFSM

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu Deus, por tudo que foi permitido em minha vida durante esta trajetória de estudo, permanecendo comigo em todos os momentos de alegrias e tristezas, pela força que me ilumina e me fortalece. Pela oportunidade de estar aqui e poder comemorar, junto aos meus familiares e amigos, este momento único.

À Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos), principalmente na pessoa da professora Dr<sup>a</sup>. Cléa Beatriz Macagnan, coordenadora do excelente Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.

Ao reitor Adriano Silva, demais gestores e ao Programa de Pós-Graduação Pesquisa e Graduação – PPG, na pessoa da professora Dr<sup>a</sup>. Áurea Regina Ignácio, da Universidade do Estado de Mato Grosso que acreditaram na realização do MINTER e trabalharam para a concretização desse projeto.

Ao pró-reitor de Gestão Financeira, professora Ariel Lopes Torres e a todos os técnicos e servidores da PGF da UNEMAT, obrigada pelo apoio e carinho.

À pró-reitoria de Ensino de Graduação – PROEG, professora Dr<sup>a</sup>. Ana Maria Di Renzo e demais servidores, obrigada pelo apoio.

Ao professor Dr. Roberto Frota Decourt, pela liberdade e respeito com que me orientou nas minhas dificuldades e limitações acima de tudo, preocupação e disponibilidade, pelas sugestões de leituras relevantes e as palavras de conforto nos momentos de angústias e inseguranças apresentadas no desempenho deste trabalho.

Aos professores do mestrado em Ciências Contábeis, pelos ensinamentos repassados e pela oportunidade de estar com vocês, Cléa, Clóvis, João Zani, Adolfo Vanti, Tiago, Igor Moraes, Wilson Nakamura e, em especial, ao professor Dr. Ernani Ott, pelo grande exemplo perseverança e profissionalismo.

À Luciana, secretária do PPGCC, pelo auxílio, compreensão e atenção prestados no curso de mestrado e os demais funcionários da secretaria, bem como os colaboradores da biblioteca pelo apoio nos momentos em que precisei, pelo carinho e incentivo agradeço a todos.

Ao meu amado esposo Antonio Wilson Dourado que esteve sempre firme ao meu lado, acreditando que seria possível realizar o “nosso projeto”. Pelo amor, carinho, compreensão, paciência, apoio em todos os momentos, pelo amor e dedicação com que zelou pelos nossos dois filhos Tiago Ramos Dourado e João

Carlos Ramos Dourado nos longos períodos de ausências. Amo vocês, minha principal razão de continuar na luta.

Aos meus familiares (primos, sobrinhos, cunhadas e cunhados), em especial aos meus sete queridos irmãos e irmãs: Antonia, Pedro, Catulino, Maria Orlanda, Rosenir, Nelcinda e Alyson Cleyton, obrigado pelo amor, carinho e incentivo de todos durante esta caminhada.

À minha mãe, Ana Pachurí Ramos, que na sua simplicidade permaneceu transmitindo seu amor e bondade pelas orações, cuidados me mostrando que, mesmo diante de nossa simplicidade, somos capazes de buscar e realizar um sonho.

Ao meu pai, Manoel Francisco Ramos (*in memoriam*), pelo exemplo de trabalho, dignidade e honestidade.

Aos meus amigos e turma do MINTER, Antonio, Ediléia, Fabiana, Ramão e Elisangela pela amizade, pela cooperação, pelo companheirismo e a convivência mais próxima, dividindo as alegrias e tristezas e aos demais colegas pela oportunidade de trilharmos juntos essa trajetória, em especial ao Mário Geraldo e a Juliana Mattielo, que não mediram esforços em me ajudar nos momentos mais difíceis de construção e finalização deste trabalho.

E a todos os amigos não do Programa de Pós-Graduação, mas que me ajudaram indiretamente para realização deste trabalho. Meu muito obrigado e que Deus abençoe maravilhosamente a todos.

## RESUMO

Esta dissertação busca analisar se as Aquisições ocorridas nos quatro maiores bancos atuantes no mercado brasileiro: Banco do Brasil, Banco Bradesco, Banco Itaú e o Banco Santander realizadas no período de 2002 a 2011 proporcionaram retornos anormais positivos para os acionistas das empresas adquirentes. Faz isso tendo em vista que as Aquisições são processos considerados cada vez mais presentes no cenário econômico mundial. Diante à volatilidade do cenário internacional, o baixo crescimento de alguns mercados e a maior integração econômica e financeira, as aquisições ganharam destaque. Nesse contexto, o objetivo desta pesquisa é analisar se as Aquisições realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no Brasil no período de janeiro de 2002 a dezembro de 2011 proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, conseqüentemente resultando na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes. Foi realizado um Estudo de Eventos, no qual se utilizou um modelo de mercado (regressão linear simples paramétrica) para cálculo dos retornos esperados e o Teste de Sinais (não-paramétrico) para verificar a significância dos retornos anormais. Os testes foram aplicados em 20 aquisições e revelaram que os retornos anormais positivos foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando que as aquisições proporcionaram retornos anormais, conseqüentemente resultando na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes. Constatou-se indício da ocorrência de vazamento de informação devido ao conhecimento antecipado do fato relevante dos processos de Aquisição. O retorno médio anormal analisado individualmente por instituições bancárias percebeu-se que as instituições de controle privado nacional têm menor potencial de geração de riqueza nas operações de aquisições. A instituição de controle estrangeiro indicou que a operação de Aquisição é uma oportunidade para se fortalecer no mercado brasileiro. Nos bancos privados nacionais, identificou maior ocorrência de movimentos especulativos em torno à operação de aquisição. O Banco do Brasil, instituição de controle estatal também demonstrou oportunidades oferecidas pela aquisição e não identificou ocorrência de movimentos especulativos em torno à operação de aquisição. Identificou-se o resultado em curto prazo de até 180 dias após o anúncio do evento de Aquisição que os retornos anormais são duradouros. Por último, os resultados obtidos através da metodologia aqui apresentada mostram que as ações tiveram retornos anormais significativamente positivos, ou seja, que os processos de aquisições, além de proporcionar retornos anormais positivos para os acionistas, deve-se considerar outros benefícios e elementos gerados no processo de aquisição como um todo.

**Palavras-chave:** Aquisições. Instituições bancárias. Valor das ações. Estudo de eventos.

## ABSTRACT

This thesis aims to analyze whether the Acquisitions occurred in the four largest banks in the Brazilian market: Banco do Brazil, Banco Bradesco, Banco Itaú and Banco Santander carried out between 2002 to 2011 yielded positive abnormal returns to shareholders of acquiring companies. Does this in view that the Acquisition are processes considered increasingly present in the global economy. Faced the volatility of the international scene, the low growth in some markets and greater economic and financial integration, acquisitions have gained prominence. In this context, the objective of this research is to analyze whether the Acquisitions carried out by the four largest banks operating in Brazil from January 2002 to December 2011 yielded positive abnormal returns for their shareholders, consequently resulting in the creation of value for shareholders of the acquiring companies. It was performed a study of events in which we used a market model (parametric linear regression) to calculate expected returns and Test Signals (non-parametric) to assess the significance of the abnormal returns. The tests were applied in 20 acquisitions and revealed that the positive abnormal returns were significantly higher than the negative abnormal returns, indicating that acquisitions yielded abnormal returns, consequently resulting in the creation of value for shareholders of the acquiring companies. It found evidence of the occurrence of information leakage due to prior knowledge of the relevant fact of the acquisition processes. The average abnormal returns examined individually banking institutions realized that the institutions of local private control have less potential for generating wealth in acquisition operations. The establishment of foreign control indicated that the Acquisition operation is an opportunity to strengthen the Brazilian market. In private national banks identified higher incidence of speculation surrounding the acquisition transaction. The Bank of Brazil, the institution of state control also demonstrated opportunities for the acquisition and did not identify the occurrence of speculative moves surrounding the acquisition operation. Identified the result in a short period of 180 days after the acquisition event announcement that the abnormal returns are long lasting. Finally, the results obtained using the methodology presented here shows that stocks had significantly positive abnormal returns, in other words, that the acquisition processes in addition to providing positive abnormal returns for shareholders, one must consider other benefits and elements generated in acquisition process as a whole.

**Keywords:** Acquisitions. Banking institutions. Value of the shares. Event studies.



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Classificação das Operações .....	23
Quadro 2 – Trabalhos Empíricos sobre Fusões e Aquisições no Mercado Norte-americano (Estados Unidos) e Inglês (Reino Unido) .....	37
Quadro 3 – Trabalhos Empíricos sobre Fusões e Aquisições no Mercado Norte-americano (Estados Unidos) Australiano, Europeu e América Latina .....	39
Quadro 4 – Trabalhos Empíricos sobre Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro.	41
Quadro 5 – Distribuição dos processos de Aquisições no período .....	73
Quadro 6 – Teste dos Sinais.....	85
Quadro 7 – Teste de sinais do Banco Itaú. ....	88
Quadro 8 – Teste de sinais do Banco Bradesco .....	90
Quadro 9 – Teste de sinais do Banco do Brasil .....	92
Quadro 10 – Teste de sinais do Banco Santander.....	94

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Classificação dos setores nas fusões e aquisições: Ranking nacional período 2002-2011 .....	17
Tabela 2 – Índice de Basiléia e capital sobre os ativos .....	54
Tabela 3 – Classificação dos bancos por valor de ativos .....	70
Tabela 4 – Números de Aquisições – período de 2002-2011.....	71
Tabela 5 – Amostra selecionada .....	72
Tabela 6 – Fatos relevantes das Aquisições .....	74
Tabela 7 – Cálculo dos retornos anormais (AR) .....	76
Tabela 8 – Retornos anormais acumulados .....	81
Tabela 9 – Média dos retornos anormais das instituições bancárias .....	82
Tabela 10 – Retornos Anormais Acumulados – Banco Itaú .....	88
Tabela 11 – Retornos Anormais Acumulados – Banco Bradesco .....	90
Tabela 12 – Retornos Anormais Acumulados – Banco do Brasil .....	92
Tabela 13 – Retornos Anormais Acumulados – Banco Santander.....	93

## LISTA DE ABRIVIATURAS

AMEX	American Stock Exchange
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
A.C.	Antes de Cristo
ADCT	Atos das Disposições Constitucionais Transitórias
ADRs	American Depositary Receipts – ações preferenciais negociadas na NYSE
ADSs	American Depositary Shares
AR	Abnormal Return (Retorno Anormal)
BACEN	Banco Central do Brasil
BASILEIA	Acordo que contém um conjunto de regras para dar maior solidez ao sistema financeiro
BB	Banco do Brasil
BBAS3	Papel de maior liquidez Banco do Brasil
BBDC4	Papel de maior liquidez Banco Bradesco
BBV	Banco BBV do Brasil
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentina
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BEA	BEA – Banco do Estado do Amazonas
BEC	BEC – Banco do Estado de Ceará
BEM	BEM – Banco do Estado do Maranhão
BIS	BIS – Banco de Compensações Internacionais
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BNDES	BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BSBR	Código das ADRs do Banco Santander negociadas na NYSE
BSCH	Banco Santander Central-Hispano
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAR	Cumulative Abnormal Return (Retorno Anormal Acumulado)

CMN	Comissão Monetária Nacional
CMN	Conselho Monetário Nacional
COMEF	Comitê de Estabilidade Financeiro
CPC	Comitê de Pronunciamento Contábil
CVM	Comissão de Valores Monetários
D0	Data zero (Ponto de partida da data do Evento)
DO	Diário da União
ECBB	Estratégia Corporativa do Banco do Brasil
EUA	Estados Unidos da América
EURO	(€) moeda oficial de 17 dos 27 países da União Europeia
F & A	Fusões e Aquisições
FASB/IASB	International Accounting Standards Board
FEBRABAN	Federação Brasileira de Bancos
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FMI	Fundo Monetário Internacional
FNMA	Federal National Mortgage Association
FT/IFC	Sustainable Finance Awards
FTC	Federal Trade Commission
FTC	Federal Trade Commission
G20	Grupo dos 20 países membros; 8 países com economias industrializadas e 12 países emergentes
GC	Governança Corporativa
HSBC	Hongkong and Shanghai Banking Corporation
IB	Índice de Basileia
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBRX 100	Índice de Mercado mais amplo
IDE	Investimento Direto Externo
IFRS	International Financial Reporting Standards (Normas e Padrões Internacionais de Contabilidade)
IPO	Initial Public Offering (oferta pública inicial de ações)

IR	Imposto de Renda
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ITAÚ4	Papel de maior liquidez Banco Itaú
KPMG	Corporat Finance Cutting though complexity
KS	KolmogorovSmirnov
LBO	LeveragedBuy Out
LBOs	LeveragedBuy Out
NYSE	New York Stock Exchange – Bolsa de Valores de Nova Iorque
OCDE	Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
PN	Ação Preferencial
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Incentivo para a Reestruturação do Sistema Financeiro Estadual
PWC	PriceWaterhouseCoopers – Site de estudos/pesquisa e relatórios
RA	Event date (Data do Evento)
S.As	Sociedades Anônimas
SANB11	Código das Units do Banco Santander Brasil negociadas na BM/BOVESPA
SANB3	Papel de liquidez Banco Santander Brasil
SANB4	Papel de liquidez Banco Santander Brasil
SEC	Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos
SELIC	Sistema de Liquidação e Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SISBACEN	Sistema do Banco Central
SNF	Sistema Financeiro Nacional
UNCTAD	Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento
UNITS	Certificado de Depósito de Ações, cada unit equivale a uma ação ordinária e duas ações preferenciais

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>17</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	17
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA .....	18
<b>1.3.1 Objetivo geral</b> .....	<b>20</b>
<b>1.3.2 Objetivos específicos</b> .....	<b>20</b>
1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO .....	20
1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	22
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO .....	23
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>24</b>
2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES: ASPECTOS GERAIS .....	24
2.2 TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	26
2.3 MECANISMOS E PRÁTICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	27
<b>2.3.1 Aspectos contábeis</b> .....	<b>27</b>
<b>2.3.2 Aspectos Tributários</b> .....	<b>28</b>
<b>2.3.3 Lei Antitrust</b> .....	<b>29</b>
2.4 MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	30
<b>2.4.1 Papel dos Bancos de Investimentos</b> .....	<b>32</b>
2.5 FUSÕES E AQUISIÇÕES E O VALOR GERADO PARA OS ACIONISTAS.....	34
2.6 CRIAÇÃO DE VALOR.....	37
<b>2.6.1 Definição de valor</b> .....	<b>38</b>
<b>2.6.2 Direcionadores de Valor</b> .....	<b>46</b>
<b>2.6.3 Aquisições de bancos e riquezas dos acionistas: Evidências empíricas</b> .....	<b>47</b>
2.7 SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO .....	48
<b>2.7.1 Evolução recente do Sistema Bancário Brasileiro</b> .....	<b>51</b>
<b>2.7.2 A internacionalização do sistema bancário brasileiro</b> .....	<b>58</b>
<b>2.7.3 Bancos estrangeiros no Brasil</b> .....	<b>61</b>
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>66</b>
3.1 CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA.....	66
3.2 MODELO DE ESTUDO DE EVENTOS UTILIZADO .....	66
3.3 MODELO PARA O CÁLCULO DO RETORNO ESPERADO/ $E(R_{it}   X_t)$ .....	69
3.4 DEFINIÇÃO DO PERÍODO DE ANÁLISE .....	72
<b>3.4.1 Critérios de seleção da amostra</b> .....	<b>73</b>

<b>3.4.2</b>	<b>Decisões quanto às janelas.....</b>	<b>76</b>
<b>3.4.3</b>	<b>Levantamento dos dados .....</b>	<b>78</b>
<b>3.4.4</b>	<b>Testes de Sinais .....</b>	<b>80</b>
<b>4</b>	<b>ANÁLISES DOS RESULTADOS .....</b>	<b>82</b>
<b>4.1</b>	<b>COMPORTAMENTOS DOS RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS – CAR.....</b>	<b>82</b>
<b>4.2.1</b>	<b>Aplicação do Testes dos Sinais .....</b>	<b>87</b>
<b>4.3</b>	<b>MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS.....</b>	<b>89</b>
<b>4.3.1</b>	<b>Média dos Retornos Acumulados Anormais do Banco Itaú.....</b>	<b>89</b>
<b>4.3.2</b>	<b>Média dos Retornos Acumulados Anormais do Banco Bradesco.....</b>	<b>91</b>
<b>4.3.3</b>	<b>Média dos Retornos Anormais Acumulados do Banco do Brasil.....</b>	<b>93</b>
<b>4.3.4</b>	<b>Média dos Retornos Anormais Acumulados do Banco Santander.....</b>	<b>94</b>
<b>4.4</b>	<b>RETORNO ANORMAL DE CURTO PRAZO APÓS O ANÚNCIO DA AQUISIÇÃO .....</b>	<b>96</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS .....</b>	<b>98</b>
<b>5.1</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>98</b>
<b>5.2</b>	<b>RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....</b>	<b>102</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>103</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo introdutório são apresentados uma breve contextualização de seu tema central e o problema de pesquisa, bem como seus os objetivos, sua justificativa e relevância. Também é apresentada a delimitação da pesquisa, assim como a estrutura da dissertação.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

As Fusões e Aquisições (F&A), segundo Camargos e Barbosa (2006), são processos cada vez mais presentes no cenário econômico mundial, onde grandes volumes em moedas circulam e são movimentadas nessas grandes operações no decorrer dos anos. Na opinião dos autores, a tendência que futuramente as movimentações poderão ainda ser maiores. Os autores ainda mencionam que devido a volatilidade do cenário internacional, o baixo crescimento de alguns mercados de grande importância e a maior integração econômica e financeira são fatores que estão exigindo maior capacidade de adaptação das firmas e, que nesse cenário, as fusões e aquisições ganham destaque por serem consideradas uma adequação viável às novas condições econômicas, tanto no ambiente econômico nacional quanto no internacional.

No Brasil, Brito (2005) aborda que o mercado de fusões tem apresentado elevado número de operações nos últimos anos. Na década de 1990, as operações ocorreram em meio a um contexto bastante particular da economia, destacando-se a abertura do mercado, a busca da estabilidade, a desregulamentação de diversos setores e o programa de privatizações. Esses fatores implicaram um movimento de ajuste no mercado e de adequação na estrutura de controle das empresas, o que favoreceu a ocorrência de fusões.

Adotando uma abordagem de Friedman (1970) para teoria de finanças, para a qual o lucro da empresa deveria ser o guia para qualquer decisão dos executivos, Brito, Batistela e Famá (2005) assinalam que na teoria de finanças o objetivo fundamental da empresa é a maximização da riqueza dos seus acionistas. Desse modo, as decisões financeiras são consideradas atraentes só quando geram valor presente líquido positivo e que as decisões de investimentos que envolvem



combinações de empresas, como as fusões e aquisições, são consideradas difíceis de serem avaliadas quanto à criação de riqueza.

A partir desta contextualização, buscou-se o desenvolvimento deste estudo tendo como base a metodologia fundamentada por Brito, Batistela e Famá (2005), com esse método de Estudo de Eventos, na qual os autores analisaram a existência de retornos anormais nas ações de três instituições financeiras Bradesco, Itaú e Unibanco que realizaram aquisições de outros bancos entre 1997 e 2003. Os testes foram aplicados em 17 aquisições. No estudo os autores concluíram que as aquisições de bancos realizadas pelas instituições, não proporcionaram, de forma geral, retornos anormais positivos para seus acionistas, portanto não proporcionou aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.

Nesta pesquisa através do Estudo de Eventos foi analisado a existência de retornos anormais nas ações de quatro instituições bancárias, sendo elas: Banco Bradesco, Itaú, Banco do Brasil e o Banco Santander, que realizaram processos de aquisições no período de 2002 a 2011, foi adotado intervalos diários durante o período de 29 dias antes e 29 dias depois do anúncio da aquisição, com a definição de quatro janelas, também analisou-se o retorno anormal se foram duradouros no período de 180 dias após o anúncio de aquisição. Os testes foram realizados em 20 aquisições.

Assim sendo, após a contextualização, a seguir é apresentado o problema de pesquisa a ser desenvolvido.

## 1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Brealey (2008) faz um questionamento: Como explicar as ondas de fusões; Quem ganha e quem perde com o resultado de tais operações? (...) O que torna duas empresa mais valiosas juntas do que separadas? E afirma que hoje em dia, os economistas financeiros consideram que as fusões fazem parte de um mercado mais vasto, o mercado de controle corporativo. A atividade desse mercado vai além das fusões comuns, cobre as aquisições alavancadas (*leveraged buyouts* – LBOs), *spin-offs* e desinvestimentos e, ainda as privatizações, ocorrem quando uma empresa do Estado é vendida ao setor privado.

Diante deste vasto mercado de controle corporativo, segundo dados do relatório da Corporat Finance (KPMG, 2011), as empresas brasileiras seguem

liderando o processo de aquisições no Brasil, nas quais as transações domésticas foram predominantes. Dentre os segmentos econômicos mais ativos no mercado de aquisições, o setor financeiro se destaca ocupando o quinto lugar em número de fusões ocorridas nos últimos anos no Brasil.

Observando a tabela 1, na qual estão classificados os dez primeiros setores que mais realizaram as transações de F&A no período de 2002 a 2011, os dados são bastante expressivos. Nela se observa o crescimento elevado do número de operações ocorridas no Brasil. Vê-se também que os setores que se destacaram totalizaram uma quantia de 2.584 operações de fusões e aquisições.

Tabela 1 – Classificação dos setores nas fusões e aquisições: Ranking nacional período 2002-2011

Ranking	Setor do mercado	Nº de operações	Percentual %
1º	TI Tecnologia da Informação	520	20,12
2º	Alimentos, Bebidas e Fumo	411	15,91
3º	Telecomunicações e Mídia	280	10,84
4º	Companhias Energéticas	268	10,37
5º	Instituições Financeiras	222	8,59
6º	Publicidade e Editoras	217	8,40
7º	Metalurgia e Siderurgia	195	7,55
8º	Petróleo e Gás	167	6,46
9º	Produtos Químicos e Petroquímicos	155	6,00
10º	Seguros	149	5,77
<b>TOTAL</b>		<b>2.584</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da KPMG, 2011.

Conforme a tabela apresenta, o crescimento das operações de F&A, na qual o setor de Tecnologia da Informação (TI) se destaca com 520 operações realizadas representando 20,12%, e no setor financeiro foram efetuadas 222 (duzentos e vinte e dois) números de transações, correspondendo a 8,59% do total dos 10 (dez) principais setores que realizaram operações de aquisições no período de 2002 a 2011.

### 1.3 OBJETIVOS

A fim de responder à questão de pesquisa apresentada, são definidos a seguir os objetivos geral e específicos da presente dissertação.

### **1.3.1 Objetivo geral**

Analisar se as Aquisições realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no Brasil no período de janeiro de 2002 a dezembro de 2011 proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, conseqüentemente resultando na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes.

Nesse sentido, buscou-se verificar se os impactos causados pelos processos de fusões e aquisições ocorridas no setor bancário brasileiro proporcionaram retornos anormais positivos aos acionistas no período de 2002 a 2011.

### **1.3.2 Objetivos específicos**

Para alcançar o objetivo geral estabelecido, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar se houve retornos anormais antes do anúncio, o que poderia indicar vazamento de informação.
- b) Avaliar o retorno anormal em um período de 180 dias após o anúncio de aquisição para verificar se os retornos anormais de curto prazo são duradouros.

## **1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO**

Justifica-se este estudo a consolidação de inúmeras pesquisas ao longo dos últimos anos que vêm buscando analisar os possíveis impactos advindos dos processos de fusões e aquisições e os fatores determinantes para tal modalidade, para que seja melhor entendida, perante a relevância que os processos vêm ocorrendo no cenário econômico financeiro nacional e internacional.

Conseqüentemente, estas pesquisas que envolvem F&A suscitam interesses de investigações empíricas no cenário do setor bancário, buscando valorização das ações das instituições envolvidas nestas transações.

Conforme Castro (2010), o atual contexto mundial é submetido a rápidas mudanças: tecnológicas, econômicas e sociais, pressões sobre indivíduos e no mundo empresarial, onde as preocupações estão cada vez mais presentes e voltadas à eficiência, competição, otimização, melhor performance e estratégias, ambientes em que uma busca permanente por aumento de valor, uma maximização de lucros tanto para os acionistas como para as empresas. Diante desse cenário desafiante que exige a flexibilidade, capacidade de adaptação com respostas rápidas para garantir a sustentabilidade e fortalecimento das organizações.

Nesse sentido, autora ainda ressalta que, por muitas vezes, empresas sem a possibilidade de crescimento perdem sua razão de existir, estagnam e acabam por desaparecer do cenário econômico. Nesse sentido também, exige-se um ritmo de crescimento que dificilmente pode ser atingido e que não seja pela união ou de incorporação a uma empresa já existente que está bem colocada no cenário econômico. Assim, torna-se evidente a necessidade ou a importância dos processos de fusões e aquisições.

Já Camargos e Barbosa (2005) abordaram que, após o processo de fusões e aquisições de empresas brasileiras, resultou-se em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas, bem como aparentemente na riqueza dos acionistas, principalmente em se tratando do setor bancário. Buscar-se-ão evidências sobre se os processos de fusões e aquisições resultaram em criação de valor para os acionistas dos bancos adquirentes no mercado brasileiro, onde vários estudos foram realizados. Entretanto, isso representa uma demanda empírica.

Em se tratando de setor bancário, Brito, Batistela e Famá (2005) descrevem que o segmento do setor financeiro demonstrou expressiva atividade de aquisições, devido principalmente à busca das instituições por economias de escala e maior poder de mercado.

Enquanto que Batistella (2005) diz que no Brasil, apesar de ter ocorrido várias aquisições no setor bancário nacional, mesmo considerando que nem todas as instituições financeiras envolvidas possuíam ações negociadas na bolsa de valores, pouco se tem analisado nesse sentido. Portanto, analisar os impactos das fusões e aquisições nas empresas, bem como nas instituições bancárias se ocasionaram um retorno anormal aos acionistas das empresas adquirentes ou não, é um assunto que vem sendo discutido amplamente no contexto internacional. Mas, de acordo com a

literatura, ainda é pouco explorado no Brasil. Conseqüentemente, isso representa um desafio aos pesquisadores.

Sendo assim, considera-se importante ampliar os conhecimentos sobre a criação de valor em processos de F&A, principalmente no setor bancário brasileiro, tendo em vista ser um assunto relevante, e que necessita de mais dados disponíveis para pesquisa.

A seguir, é apresentada a delimitação do estudo.

### 1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O estudo está delimitado ao setor financeiro, no qual foram escolhidas quatro (4) instituições bancárias sendo elas: o *Banco Bradesco*, o *Banco Itaú*, o *Banco do Brasil* e o *Banco Santander*, considerados os quatro maiores bancos atuantes no país, com base no tamanho dos seus ativos. São instituições detêm diferentes tipos de controle: controle pulverizado, controle privado definido, controle estatal e controle estrangeiro.

Trata-se de companhias de capital aberto e com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Estas quatro instituições bancárias realizaram vinte aquisições no período, das quais corresponderam a 44,67% das operações F&A do setor, ocorrido no mercado brasileiro no período de 2002 até 2011.

Destaca-se que somente foram analisadas as aquisições realizadas pelos quatro bancos acima mencionados e que a maior parte das aquisições está centrada nos bancos de controle privado nacional (concentrado e pulverizado).

Portanto o foco desta pesquisa se deteve em analisar o retorno anormal aos acionistas das empresas adquirentes, ou seja, os impactos causados nos retornos de ações de bancos adquirentes em função da ocorrência deste específico evento: fusões e aquisições ocorridas nos quatro bancos atuantes no setor bancário brasileiro: Banco Bradesco, o Banco Itaú, o Banco do Brasil e o Banco Santander.

A seguir, é apresentada a estrutura da dissertação.

## 1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação apresenta a seguinte estrutura: Após esta introdução, o segundo capítulo apresenta o suporte teórico e evidências empíricas sobre a o tema proposto. No terceiro capítulo, encontram-se os procedimentos metodológicos (estudo de eventos) realizados na pesquisa. No quarto capítulo expõe a análise dos resultados. E no quinto capítulo, constam as considerações finais, as limitações do estudo e as sugestões para estudos futuros.

Por isso, para embasar este estudo, apresenta-se a seguir o próximo capítulo, intitulado Referencial teórico.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são apresentados conceitos básicos com abordagem dos processos de fusões e aquisições, a fim de proporcionar um embasamento necessário para o desenvolvimento empírico do presente estudo.

### 2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES: ASPECTOS GERAIS

Fusão é uma operação que envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas, que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, sem predominar nenhuma das empresas anteriores. (BARROS, 2003).

Para Brito et al. (2005), os termos fusões e aquisições são considerados, por vezes, como sinônimos. Para o desenvolvimento deste trabalho, apresentam-se algumas definições operacionais adotados no desenvolvimento desses processos de fusões e aquisições, como pressuposto de análise de sua significância. Nesse sentido, os autores consideram que o termo fusão pode referir-se às três formas de combinação de empresa.

Mas, conforme a lei n. (6.404/76 art. 228), é considerada fusão a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Iudícibus et al. (2010) abordam que quando duas empresas se juntam, vertendo seus ativos e passivos para a constituição de uma terceira, dessa forma desaparece as empresas as anteriores. Enquanto a Aquisição ou Incorporação, conforme a Lei n. (6.404/76 art. 227), é a operação pela qual uma ou mais sociedade são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações. Ou seja, uma empresa absorve todo o patrimônio de outra, trazendo seus ativos e passivos para dentro da incorporadora, desaparecendo a incorporada.

Seguindo o mesmo raciocínio, a Allexpert (2011) faz três abordagens conforme se segue: a) a primeira é que as fusões envolvem a combinação de duas ou mais organizações que ocorrem por acordo entre duas empresas de portes semelhantes, em ambiente amigável. Enquanto que a aquisições geralmente envolvem empresas de diferentes portes; uma de maior porte comprando uma

menor, e pode ocorrer de forma amigável ou pelo desejo unilateral da adquirente. Numa aquisição reversa, ocorre o contrário, isto é, uma empresa maior é adquirida por uma corporação menor; b) a segunda abordagem e que as fusões e aquisições referem-se ao aspecto de finanças corporativas e estratégias de gestão relacionada a lidar com a fusão e aquisição de diferentes empresas, bem como outros ativos. A terceira; e c) a terceira abordagem é a “fusão” ou “fusão de iguais” é geralmente financiada por um acordo de estoque de todos (uma troca de ações). Desse modo, Fusão é um processo legal e uma ou mais das empresas perdem a sua identidade, enquanto que a aquisição pode assumir a forma de uma compra de ações ou participações societárias outros da entidade de destino, ou a aquisição de todos ou substancialmente de seus ativos.

Em seguida Brealey et al. (2008) evidenciam as três formas possíveis de se operacionalizar uma operação de Fusão/Aquisição:

- a) A fusão integral das duas companhias o que requer aprovação de no mínimo 50% dos acionistas de ambas as empresas.
- b) Aquisição de ações em troca de caixa, ações ou outros ativos, essa negociação não envolve os acionistas de ambas as empresas. Quando a compradora torna-se acionista majoritária da nova companhia, os gestores da empresa comprada que resistirem à operação são substituídos.
- c) Compra de parte ou do total dos ativos da empresa, sendo que propriedade é transferida para a companhia compradora e o pagamento efetuado diretamente a firma vendedora e não aos acionistas.

A seguir, no quadro 1 está apresentada a classificação das operações que ocorrem nas combinações empresariais.



Quadro 1 – Classificação das Operações

Nome	Descrição	Representação Esquemática
<b>Fusão/Consolidação</b>	Junção de duas empresas formando uma nova corporação	[ A + B = C ]
<b>Incorporação</b>	A empresa alvo é absorvida pela compradora	[ A + B = A ]
<b>Aquisição</b>	A empresa compradora adquire participação na empresa alvo, assumindo seu controle	[ A + B = A + B (A) ]
<b>Cisão</b>	A empresa é dividida, transferindo parcela de seu patrimônio para outras sociedades	[ A + B + C ]

Fonte: MAXWELL – PUC-Rio – Certificação Digital n. 0312512/CA.

A seguir, são apresentados os tipos de fusões e aquisições.

## 2.2 TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Ehrhardt e Brigham (2010) classificam as operações de fusões e aquisições em quatro tipos:

- a) **Fusões horizontal:** ocorre quando uma empresa se combina com outra, com a mesma linha de negócios.
- b) **Fusões vertical:** é a aquisição realizada por um produtor e que envolva um de seus fornecedores ou clientes.
- c) **Fusões de empresas congêneres:** envolvem empresas relacionadas, mas não produtoras do mesmo produto (horizontal), ou com relacionamento produtor-fornecedor (vertical).
- d) **Fusão de conglomerados:** ocorre quando empresas não relacionadas se unem.

## 2.3 MECANISMOS E PRÁTICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

O processo de negociação de compra de uma empresa é extremamente complexo e envolve mecanismos e práticas tais como questões legais, fiscais e contábeis. Portanto, exigem cautela e consulta de especialistas.

### 2.3.1 Aspectos contábeis

A respeito dos aspectos contábeis, Brealey et al. (2008, p. 789) ressaltam que, quando uma empresa compra outra, os gestores se preocupam com os efeitos sobre os demonstrativos financeiros. Anteriormente as empresas norte-americanas podiam escolher o método contábil a ser adotado para contabilizar a aquisição realizada. Mas a partir do ano de 2001 o International Accounting Standards Board (IASB ou IASB, em inglês) introduziu novas regras internacionais obrigatórias para as empresas compradoras a utilizar o *método da aquisição* na contabilização de fusões. O método busca realizar ajuste no valor contábil na nova empresa fusionada, procedente de duas empresas que se fundiram. Na aquisição, a empresa compradora pode estar pagando um valor superior pelos ativos tangíveis ou pagar por um ativo tangível que não está registrado no balanço da empresa adquirida. Nesse caso, contabilmente se resolve o problema criando uma nova rubrica denominada *goodwill*, que será inserido no lado esquerdo do balanço da nova empresa que, permanece no balanço e o demonstrativo de resultados não é afetado.

Nesse sentido, Costa et al. (2009) definem *goodwill* como um ativo intangível, que surge nas entidades pela sinergia entre todos os ativos, registrados contabilmente ou não, e outros aspectos (como a gestão, a força de vendas, a capacidade de distribuição, localização, fidelidade da clientela etc.), e a partir desses aspectos que geram expectativas de retorno de rentabilidade futura acima do normal.

Ainda do ponto de vista contábil, de acordo com a Lei das Sociedades Anônimas (S.As). Lei n. 6.404/76 descreve que compete à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabelecer normas de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de fusão, incorporação e cisão (art. 226) que envolvam companhia aberta, bem como da alienação de controle por outras formas que não incorporação, fusão ou cisão. Em relação aos aspectos contábeis, a norma aplicável, aprovada

pela Deliberação CVM n. 580/09, que descreve que o adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem os efeitos financeiros dos ajustes reconhecidos no período reproduzido corrente relacionado às combinações de negócios que ocorreram no período ou em períodos anteriores (IUDÍCIBUS et al., 2010).

### **2.3.2 Aspectos Tributários**

Com relação ao aspecto tributário, Castro (2010) descreve que devem ser analisados todos os aspectos que potencializem a geração de benefícios tributários no processo de fusão e aquisição, pois as diferenças entre duas empresas podem ser significativas.

Nesse sentido, Oliveira (2008) ressalta que as operações de fusão, aquisição e cisão, do ponto de vista fiscal, requerem tratamentos especiais. A principal obrigação da pessoa jurídica fusionada, adquirida ou cindida, ou da cindida e da incorporadora, salvo no caso se as pessoas jurídicas incorporadoras e incorporada estiverem sob o mesmo controle societário desde o ano calendário anterior, é encerrar um período base na data do evento ou no máximo trinta dias antes da data da finalização da operação, para procedimento da apuração do lucro real.

Com relação aos aspectos tributários, o art. 21 da Lei 9.249/95, define que é necessário registrar os feitos tributários na data do evento, a data da deliberação que aprovar a incorporação, fusão ou cisão. Exige-se ainda a avaliação do patrimônio líquido da empresa a ser sucedida e que seja avaliado pelo valor contábil ou valor de mercado, sendo que a diferença entre o valor contábil e o valor de mercado deverá ser submetida à tributação do imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido, caso adotado esse critério. Para o adquirente ou subscritor da participação acionária, a diferença maior entre o valor de aquisição do investimento e o patrimônio líquido da investida definido como ágio, que se constitui num importante ativo fiscal do comprador, teve seu tratamento alterado a partir da aplicação da Lei 11.638/2007.

Nesse sentido, a Lei 11.638/2007 dispõe mudança de legislação especial sobre atividade de constitui o objeto da companhia que conduzem à utilização de novos métodos e critérios que influenciam nos resultados contábeis das empresas, sendo o ponto de partida para apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica.

A seguir, é apresentada a Lei Antitrust

### 2.3.3 Lei Antitrust

Segundo Hovenkamp (2011), a Lei Antitruste denominada Lei Clayton é uma das leis norte-americanas aprovada em 1914. Diz o autor que as principais disposições da lei são: 1) uma proibição de discriminação de preços anticompetitivos; 2) uma proibição contra certas práticas de subordinação e exclusividade lidar; 3) um poder alargado de entidades privadas em de se triplicar ou causar danos em suas práticas, mantendo direção interligada, mesmas pessoas dirijam mais do mesmo setor; 4) isenção de um trabalho que permitiu a organização sindical; e 5) contra a proibição de fusões anticompetitivas em comprar ações das concorrentes. O autor ainda aborda que a Lei Clayton determina que “será ilegal para discriminação de preço entre diferentes compradores de commodities onde o efeito de tal discriminação pode ser substancialmente diminuir a concorrência ou tendem a criar um monopólio, envolvendo-se em seletiva discriminatória ou preços predatórios.”

Brealey et al. (2008) afirmam que a Lei Antitruste pode ser aplicada pelo governo federal sobre duas maneiras: por uma ação civil impetrada pelo Departamento de Justiça ou por processo de iniciativa da Federal Trade Commission (FTC). que desde 1976, o Hart-Scott-Rodino Antitrust Act, exige que essas entidades sejam informadas de todas as aquisições de ações no total de US\$ 15 milhões ou 15% das ações da empresa-alvo, aplicando-se sempre o menor dos dois valores. Por essa razão todas as grandes fusões são analisadas em fase inicial. Nesse sentido, tanto o Departamento de Justiça como o FTC têm o direito de solicitar mandatos para o adiamento de uma fusão.

Enquanto que no Brasil a lei antitruste aplicada é a Lei CADE, Lei n. 8.884 de 11 de junho de 1994. Ela transforma o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em autarquia e dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica.

Esta lei no Art. 1º dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica orientada pelos ditames constitucionais de liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico. Art. 15. Essa lei aplica-se às pessoas

físicas ou jurídicas de direito público ou privado, bem como a quaisquer associações de entidades ou pessoas, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente, com ou sem personalidade jurídica, mesmo que exerçam atividade sob regime de monopólio legal.

Nesse contexto também está inserido o *Takeover hostile*, que Brealey et al. (2008) definem como o processo de mudança do controle societário de uma empresa através da compra de ações, onde muitas operações de F&A ocorrem por acordo entre acionistas e os administradores das empresas em questão. Estas operações podem transcorrer de forma amigável ou de forma hostil. A compra é feita usualmente no mercado acionário, em quantidade de ações suficiente para conferir maioria das ações ao comprador, passando a ser o acionista majoritário, detentor do controle da empresa. Essas operações podem ocorrer à revelia de parte dos gestores de ambas as empresas, onde a operação ocorre contra a vontade, ou resistência dos acionistas e gestores da companhia adquirida.

Os autores também referem-se às *Leveraged Buy-Outs* (LBOS), que são as aquisições alavancadas que se diferem das aquisições comuns em dois aspectos: 1) uma grande proporção do preço de compra é financiada por endividamento, sendo este de alto risco, ou seja, inferior à avaliação de grau de investimento de empresas; e 2) a empresa torna-se de capital fechado.

A seguir, apresentam-se as motivações para fusões e aquisições.

## 2.4 MOTIVAÇÕES PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES

Neste item são abordadas as principais motivações para explicar as razões que envolvem diante de uma tomada de decisão de fusão e aquisição.

De acordo com Brealey et al. (2008). Ehrhardt e Brigham fazem uma abordagem dos principais motivos que vêm sendo propostos pelos gerentes financeiros e pelos acadêmicos para explicar as razões por trás das fusões de empresas. Estes pontos são enumerados e descritos com maiores detalhes na sequência.

- a) **Sinergia:** a principal motivação para maioria das fusões é aumentar o valor da empresa combinada, que podem surgir efeitos que resultam em economias operacionais, economias financeiras, efeitos fiscais, eficiência diferencial e aumento do poder de mercado.

- b) **Economias de Escalas:** refere-se aos ganhos por sinergia, com operações com redução de custos redundantes, conseqüentemente buscando aumento de lucro, competitividade e crescimento da empresa.
- c) **Economias de Integração Vertical:** refere-se aos ganhos decorrentes de aumento de controle do processo produtivo que pode ocorrer por uma expansão para trás em direção à matéria-prima e à frente em relação ao consumidor final. É uma das principais motivos da integração vertical é a facilidade de coordenação e administração.
- d) **Recursos complementares:** quando as empresas envolvidas no processo de F&A possuem recursos complementares, ou seja, são elementos que precisa ou faltam para complementar a outra empresa, dessa forma cria oportunidades que muitas vezes a empresa individualmente não conseguiriam aproveitar.
- e) **Fundos Excedentes:** refere-se a empresas que têm excedentes de fluxo de caixa, mas que possuem poucas oportunidades para investir e não aplicam, surgindo desperdício em projetos de ativos mal geridos.
- f) **Eliminar Ineficiências:** busca a redução de custos, uma melhor gestão, forma de fazer cortes dolorosos ou um realinhamento do posicionamento da empresa.
- g) **Consolidação:** objetiva buscar maiores oportunidades para aumentar a eficiência. Ocorrerem em ramos de atividades em empresas com excesso de capacidade produtiva. Tais fatores desencadeiam as fusões e aquisições, forçando as companhias a cortarem a capacidade e emprego, liberando capital para investimentos em outro ramo.
- h) **Benefícios Fiscais:** os benefícios fiscais estimulam um grande número de fusões. Muitas vezes ocorre que uma empresa lucrativa, mas com faixa alta de alíquota de imposto. Poderia adquirir uma empresa com grandes prejuízos fiscais acumulados. Após a operação de fusão. esses prejuízos poderiam converter-se imediatamente em economias de impostos.
- i) **Diversificação:** objetiva reduzir os riscos e ajuda a estabilizar os lucros de uma empresa, beneficiando seus proprietários, funcionários, fornecedores e clientes e o mesmo não é tão certo do valor aos acionistas.

- j) **Compra de ativos a preços abaixo de seu custo de reposição:** ocorre às vezes que uma empresa será recomendada a candidata a aquisição devido ao custo de reposição de seus ativos ser maior do que seu valor de mercado.
- k) **Incentivos pessoais dos Administradores:** muitas decisões de negócios são embasadas nas motivações pessoais dos administradores, não as análises econômicas. Os líderes de empresas gostam de poder, que é obtido quando se dirige uma grande empresa em vez de uma menor, além de envolver altos salários. Portanto, poderão ocorrer fusões desnecessárias que irão poder beneficiar mais os administradores do que os acionistas.
- l) **Valor da Liquidação:** o valor de liquidação de uma empresa corresponde ao valor das partes individuais da empresa se fossem vendidas separadamente. Quando o valor é mais alto do que o valor de mercado da empresa, um especialista em aquisições de controle pode adquirir a empresa por seu valor de mercado corrente ou um valor superior, vendê-la em partes e obter lucro.

Essas variedades de fatores impactam a tomada de decisão em relação às fusões e aquisições de entidades, bem como demonstram a complexidade envolvida nestas negociações e, por outro lado, as várias análises que os participantes do mercado acionário podem realizar.

A seguir é descrito sobre o papel dos bancos de investimento.

#### 2.4.1 Papel dos Bancos de Investimentos

De acordo com Ehrhardt e Brigham (2009), os bancos de investimentos desenvolvem um papel importante perante às fusões e isso se dá de várias formas: 1) eles ajudam a organizá-las; 2) auxiliam as empresas-alvo a desenvolver e implantar tática defensiva; 3) colaboram com a avaliação das empresas-alvo; 4) cooperam com o financiamento das fusões; e 5) investem nas ações das possíveis candidatas à fusão. Estes cinco pontos são detalhados na sequência.

- a) **Organização das Fusões:** os principais bancos de investimentos possuem grupos de fusão e aquisição que operam dentro de seus departamentos financeiros, oferecendo assessoria para as empresas, identificando empresas

que queiram comprar ou outras companhias dispostas a serem compradas, dessa forma ajuda a administração a organizar uma fusão.

- b) **Desenvolvimento de Táticas de defesa:** as empresas-alvos que não desejam ser adquiridas geralmente buscam ajuda de um banco de investimento e de assessoria em advocacia especializada em fusões, a fim de buscar táticas tais como: mudança de estatuto social, convencer os acionistas da empresa-alvo de que o preço oferecido é muito baixo, levantar questão antitruste na expectativa que o Ministério da Justiça dos EUA intervenha, no processo de aquisição. Além de recompor as ações no mercado aberto, conseguir um comprador potencial amigável e conseguir um comprador que adquira menos da maioria das ações, que seja aliado da atual administração, para comprar ações da empresa-alvo suficientes para bloquear a fusão.
- c) **Determinação de um valor justo:** diante de uma negociação de fusão, é importante que ambas as empresas envolvidas contratem bancos de investimentos para avaliar a empresa-alvo e ajudar a determinar um preço justo, seja a fusão amigável ou não. É conveniente recorrer aos bancos de investimentos para auxiliar na determinação do preço. Sendo importante documentar que o preço acordado é justo, caso contrário, os acionistas de qualquer uma das empresas podem mover ação judicial e bloquear a fusão.
- d) **Fusões financeiras:** um banco de investimento deve ser capaz de oferecer um pacote de financiamento aos clientes, sejam adquirentes que necessitam de capital ou empresas-alvo que estão tentando financiar planos de recompra de ações ou ainda outras defesas antiaquisições que estejam afim de que o negócio de fusão e aquisição seja bem sucedido.
- e) **Operações de arbitragem:** essas operações ocorrem na compra e venda simultânea das mesmas mercadorias ou títulos em dois mercados diferentes, com preços diferentes, obtendo um retorno livre de risco.

Como visto diversos fatores são evidenciados diante de uma intenção ou nas negociações que envolvem as tomadas de decisões em relação às aquisições de empresas, uma vez que são processos complexos que demandam análises e uma boa organização da operação. Nesse sentido, os bancos contribuem oferecendo assessoria para as empresas envolvidas na negociação.



A seguir apresentam-se fusões e aquisições e o valor gerado para os acionistas.

## 2.5 FUSÕES E AQUISIÇÕES E O VALOR GERADO PARA OS ACIONISTAS

Nesta seção será abordado o valor que é gerado através dos processos de F&A.

Segundo Camargos e Barbosa (2005 apud AGLIETA, 2000), criação de valor para os acionistas nos processos de F&A é um tema recursivo, que ainda sobrevém por embates de pesquisadores que defendem ou encontraram evidências empíricas de sua existência contra os que a contestam. Trata-se de um tema que ainda envolve questões críticas, como o porquê e como ocorre a criação de valor, além da dificuldade de mensuração do valor agregado com a combinação das firmas. Nesse sentido, a criação de valor para acionistas tem exigido o aperfeiçoamento dos mecanismos de controle e monitoração dos acionistas sobre os gestores de suas firmas. É nesse contexto que cabe a Governança Corporativa (GC).

De acordo com IBGC (2012, p.42), aprofundando as discussões sobre Conselhos, distingue-se o que compete à GC:

A Governança Corporativa tem como objetivo criar um conjunto de eficientes mecanismos, a fim de proporcionar aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.

Camargos e Barbosa (2005) abordam que a GC das firmas, além de levar a um comportamento maximizador dos lucros e da riqueza dos sócios-proprietários, pode ser vista como uma consequência das Teorias da Firma e da Agência, isto é, como um novo campo teórico cujos objetivos básicos se centram na gestão dos problemas e conflitos e à divisão do poder entre os diferentes *stakeholders* da firma a partir de um enfoque financeiro.

Ainda nessa linha, Camargos e Barbosa, (2005, apudSeth,1990 ) evidencia que a criação de valor nos processos de F&A tem sido associada a vários fatores, os quais estão diretamente relacionados aos motivos e ao tipo da união. Ela ocorre em função de mudanças feitas na operação da entidade combinada (a partir de novas

decisões operacionais ou de novas decisões financeiras – alavancagem) ou em razão da combinação das empresas como um resultado da diversificação financeira. Segundo os autores, as combinações horizontais (firmas do mesmo setor industrial) são as que apresentam maior possibilidade de criar valor ou gerar maiores ganhos.

Enquanto que Castro (2010) argumenta que, embora diversos estudos tenham sido efetuados no sentido de identificar se as operações de F&A são criadoras ou destruidoras de valor, não consta que haja uma identificação das razões específica disso. A questão fundamental é o fato de que F&A são, muitas vezes, estratégias de crescimento ou mesmo de sobrevivência, o que não necessariamente implica na criação de valor.

Já Batistella (2005) faz uma abordagem quanto à elevação nos preços das ações no curtíssimo prazo, que necessariamente não significa que o processo de fusão e aquisição não aumentou valor para o acionista ou, observando tal situação por outra ótica, uma elevação nos preços das ações no curtíssimo prazo pode não necessariamente estar relacionada com um aumento global do valor para o acionista no longo prazo, uma vez que as expectativas podem não se confirmar, devido a diversos fatores, tais como: conjunturas macroeconômicas e setorial, sucesso na integração entre as companhias, assim como para outras combinações de situações possíveis.

Em um estudo realizado entre julho de 1994 e julho de 2002, Camargos e Barbosa (2005), abordaram que um processo de fusão ou aquisição é considerada como potencial criação de riqueza para os acionistas e uma forma de valorização acionária. Sendo assim, no estudo foram avaliadas a reação do mercado e a rentabilidade de ações de companhias adquirentes de capital aberto brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição no âmbito do mercado da BM&FBOVESPA. Utilizou-se de uma amostra em 55 eventos de 42 firmas diferentes, empregando a metodologia de Estudo de Evento, através dos testes One-Way ANOVA e o Teste T (One-Sample Test). Os autores concluíram que os processos de fusão ou aquisição estudados não causaram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, apesar da tendência de queda da média dos retornos anormais após a divulgação do evento, e que esses processos não resultaram em ganhos reais, contrariamente à hipótese da maximização da riqueza dos acionistas.

No entanto, Batistella (2005) argumenta que o primeiro passo para se verificar se a nova empresa combinada possui um valor maior que a soma dos valores individuais das empresas adquirida e adquirente, ou seja, se ocorrem sinergias operacionais, financeiras, tributárias etc. Se positivo, procede-se ao cálculo do valor máximo aceitável no processo de aquisição através da soma entre o valor isolado da adquirida e o valor criado pela aquisição. Por fim, o valor criado para a empresa adquirente é obtido pela diferença entre o valor máximo aceitável da aquisição e o valor efetivamente pago pela transação. Assim sendo, teoricamente, quando o valor efetivamente pago for menor que o valor máximo calculado para a aquisição, estará sendo gerado valor para o acionista. Do contrário, estará sendo destruído valor para o acionista da empresa adquirente.

É diante desse mesmo contexto que Brito et al. (2005) afirmam que as fusões e aquisições geram aumento de riqueza quando o valor das empresas combinadas supera o somatório de seus valores tomados individualmente antes da fusão. Nesse caso, o benefício econômico produzido pelo negócio, chamado de sinergia, representa o incremento no fluxo de caixa esperado das empresas, proporcionado pela fusão.

Em seguida, um trabalho desenvolvido por Camargos e Barbosa (2010), tomando por base uma amostra de 72 processos de F&As, de empresas brasileiras, ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004, por meio do *Wilcoxon Signed Rank Test* e do *Rank Test*, testaram hipóteses e puderam afirmar que as F&As: 1) levaram a alteração, ou seja, aumento significativo estatisticamente no valor dos ativos das empresas; 2) resultaram em sinergias operacionais e gerenciais; e 3) não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas.

Nesse sentido, em se tratando de uma operação de fusão e aquisição, pode-se criar valor, mas este não necessariamente irá ser transferido para os acionistas da empresa adquirente. Uma vez que depende do valor do prêmio pago, maior será a tendência de o valor gerado ser transferido para os acionistas da empresa adquirida (BATISTELLA, 2005).

## 2.6 CRIAÇÃO DE VALOR

Nesta seção apresenta-se a criação valor para o investidor e para a empresa.

O objetivo fundamental de qualquer investimento é a criação de riquezas para o investidor e não é diferente quando se trata de investimento em um banco. Na avaliação do desempenho histórico de um banco, questiona-se se seus administradores foram capazes de adicionar valor ao capital que os acionistas colocaram nele ou se foram responsáveis pela destruição do capital que os acionistas investiram na instituição. (BASTOS, 1998).

Damodaram (2010) ressalta que a maximização de valor da empresa, que deveria ser objetivo de todos os gestores, pode ser facilmente observada através da valorização das ações negociadas em bolsa.

Conforme Copeland (2006), para criar valor torna-se necessário conhecer as variáveis que exercem impacto sobre o valor da empresa, os *valuedrives*, já que a organização não pode atuar diretamente sobre o valor, e sim sobre as variáveis que podem influenciá-lo tais como satisfação de clientes, custos, investimentos entre outros.

Nesse sentido, Brigham e Ehrhardt (2011, p 11) fazem o seguinte questionamento: o que determina o valor de uma empresa? De modo geral, é a capacidade que uma empresa tem de gerar fluxos de caixa no presente e no futuro, considerando três requisitos básicos: 1) qualquer ativo financeiro, inclusive as ações de uma empresa, possui valor somente quando gerar fluxo de caixa; 2) tempo oportuno dos fluxos de caixa, quanto mais cedo o capital recebido melhor será; e 3) os investidores não querem correr riscos, pagam por ações cujo fluxo de caixa que ofereçam maior garantia de retorno.

Segundo Patrocínio, Kayo e Kimura (2006), uma das maneiras de mensurar a lucratividade das aquisições é com o uso da estrutura de mercado eficiente proposto por Fama (1970; 1991), na qual o preço das ações incorpora todas as informações disponíveis fornecendo um sinal determinado para alocação de recursos. No mercado, sendo-se eficiente, é possível mensurar o movimento no preço das ações ao redor do anúncio do evento e, conseqüentemente, avaliar o impacto econômico da transação ocorrida.

Por fim, Castro (2010) ressalta que a discussão quanto à importância de valor ganha novos contornos no momento atual (2013), quando a economia mundial atravessa uma crise que pode ser reputada, ao menos em parte, a atitudes e decisões de executivos que poderiam seguramente ser justificadas pelo propósito de maximização de valor para o acionista.

Partindo desse contexto, Silva (2011 apud MOELLER et al., 2005) argumenta que nem sempre as motivações de F&A e a criação de valor é considerando, mas por motivações relacionadas a questões pessoais, tais como vaidade ou utilidade gerencial, ou seja, os gestores e executivos são estimulados servir seus próprios interesses do que parte pertinente ao alinhamento de interesses dos acionistas ou na busca de obtenção de fortalecimento e criar valor às suas empresas que podem ser a sustentabilidade ou sobrevivência.

### **2.6.1 Definição de valor**

Nesta seção será apresentada a definição de valor e os resultados de alguns trabalhos empíricos sobre F&A, publicados na literatura econômico-financeira nacional e internacional.

Souza e Almeida (2006) afirmam que a palavra valor possui ampla gama de significados e pode ser entendida em diversos sentidos: ético, jurídico, pessoal, social, entre outros. Portanto, criar valor se estende ao entendimento mais subjetivo ou simplesmente baseado em critérios que podem variar, criando avaliações que se diferem de possíveis compradores. Os autores ainda complementam, dizendo que a ênfase na criação de valor são as perspectivas de longo prazo, risco, retorno, ganhos pelos investidores e responsabilidade social.

De acordo com Castro (2010), o valor pode ser interpretado de forma quantitativa, expressas em números e mensurável em consonância a critérios estabelecidos ou vistos de forma mais abrangente, adicionados de fatores quantitativos, aspectos qualitativos de mensuração complexa, que impactam as empresas e na sociedade em relação à responsabilidade social, sustentabilidade e meio ambiente.

Nesse sentido, Silva (2011) argumenta que o caminho para um bom gerenciamento e um negócio mais rentável é a maximização de valor da empresa para o investidor, mas que a criação de valor poderia ser muito bem entendida como agregar valor ao negócio como um todo, buscando solidez, melhoria nos serviços prestados, aumento das receitas, redução de custos, captação das ações da companhia, entre outros. Porém, se avaliada de forma incorreta, poderá afetar os benefícios da fusão e aquisição.

No quadro 2, Camargos e Barbosa (2007) apresentam de forma resumida alguns trabalhos empíricos publicados na literatura econômico-financeira internacional, na qual são apresentados os resultados das combinações empresariais considerado ainda bastante controverso.

Quadro 2 – Trabalhos Empíricos sobre Fusões e Aquisições no Mercado Norte-americano (Estados Unidos) e Inglês (Reino Unido)

<b>Autor(es) / Ano / Mercado</b>	<b>Período/ Dados/Metodologia</b>	<b>Considerações / Conclusões</b>
Mandelker (1974) Estados Unidos	1941 a 1967 Mensais Estudo de evento	Tanto acionistas adquirentes quanto alvos obtêm retornos anormais em fusões. O mercado de aquisições é perfeitamente competitivo; as informações sobre a fusão são eficientemente incorporadas aos preços das ações.
Firth (1978) Reino Unido	1972 a 1974 Mensais Estudo de evento	Não existe sinergismo em fusões. O único resultado significativo das fusões foi o aumento em tamanho e uma pequena evidência de que algumas mudanças nas distribuições subjacentes resultam em taxas de retorno positivas.
Bradley (1980) Estados Unidos	Julho/1962 Julho/1977 Diários Estudo de evento	Os acionistas de ambas as firmas (adquirente e adquirida) obtêm ganho significativo de capital; firmas adquirentes sofrem perda significativa de capital nas ações das firmas adquiridas que elas compram; acionistas de firmas adquiridas obtêm ganhos elevados de capital em fusões.
Eckbo (1983) Estados Unidos	1963 a 1978 Diários Estudo de evento	Não encontrou evidências de que os efeitos na riqueza para firmas competidoras fossem diferentes, e de que firmas rivais, fusionando-se horizontalmente, obtinham retornos negativos.
Malatesta (1983) Estados Unidos	1969 a 1974 Mensais Estudo de evento	Os retornos anormais acumulados no longo prazo na riqueza são negativos para firmas adquirentes e adquiridas, mas não significantes nessas últimas. O impacto imediato da própria fusão é positivo e elevado para firmas adquiridas, mas maior em valor absoluto e negativo para firmas adquirentes.
Dennis e McConnell (1986) Estados Unidos	1962 a 1980 Diários Estudo de evento	Retornos anormais para acionistas de firmas adquiridas são positivos e estatisticamente significantes, enquanto retornos anormais para acionistas das firmas adquirentes não são estatisticamente diferentes de zero.

Franks e Harris (1989) Reino Unido	Janeiro/1955 a Junho/1985 Mensais Estudo de evento	Ao redor do anúncio, acionistas-alvo ganham entre 25% e 30% e os adquirentes obtêm ganhos modestos ou nenhum. O desempenho das ações pós-aquisição sugere que essas são seguidas de desempenhos favoráveis nos preços patrimoniais de firmas adquirentes.
Morck, Shleifer e Vishny (1990) Estados Unidos	1975 a 1987 Diários Regressão múltipla	Aquisições tiveram retornos menores e negativos para firmas adquirentes no período do anúncio.
Vijh (1994) Estados Unidos	1962 a 1990 Diários Estudo de evento	Encontrou excesso de retorno médio de 3%, de magnitude aproximadamente igual aos retornos na data do anúncio. Em média, os acionistas das firmas fusionadas obtiveram excesso de retorno de 1,5%.
Ely e Song (2000) Estados Unidos	1989 a 1995 Anuais Análise fatorial	Os resultados empíricos foram consistentes com a hipótese da maximização da riqueza para acionistas adquirentes.
Graham, Lemmon e Wolf (2002) Estados Unidos	1980 a 1995 Diários Estudo de evento	A reação combinada de mercado para anúncios de aquisição é positiva, mas o excesso de firmas adquirentes declina após o evento. Muito da redução desse valor de excesso acontece porque as empresas da amostra adquirem unidades empresariais já descontadas e não porque a diversificação destrói valor.

Fonte: Camargos e Barbosa (2007).

Conforme foi apresentado no quadro 2, os estudos empíricos publicados na literatura econômico-financeira internacional, Camargos e Barbosa (2007) nos seus estudos concluíram que os resultado das combinações empresariais apresentados, são considerado ainda bastante controverso, ou seja, para alguns autores os resultados empíricos foram consistentes com a hipótese da maximização da riqueza para acionistas adquirentes, enquanto que para outros, as Aquisições tiveram retornos menores e negativos para firmas adquirentes no período do anúncio.

No quadro 3 a seguir está apresentado o resumo e a análise de alguns trabalhos empíricos das operações de F&A publicados na literatura econômico-financeiro internacional: nos mercados norte-americano, australiano, europeu e latino-americano. Os resultados encontrados são semelhantes aos apresentados no quadro 2. Ao serem analisados os estudos demonstraram a dificuldade para constatar ou não a criação de riquezas aos acionistas nas operações de F&A.

Quadro 3 – Trabalhos empíricos sobre fusões e aquisições nos mercados norte-americano, australiano, europeu e latino-americano

Autor (es) / Ano / Mercado	Amostra	Dados / Metodologia / Período	Conclusões
Rennebooga, Simonsa e Wrightc, (2007) Estados Unidos	177 Aquisições de empresas	Estudo de Eventos	Não surpreendentemente, quando no anúncio de uma aquisição, vários licitantes emergir, os ganhos de riqueza dos acionistas são maiores. Em contraste, a ofertas hostis não desencadear CAARS maiores ou prêmios. A realização desses ganhos de riqueza esperada para nossa empresas da amostra é difícil medir atualmente, devido à disponibilidade de dados limitado, apenas 20% das 177 empresas do estudo foram submetidos a uma saída até agora.
Diepold, Feinberg, Round e Tustin (2008) Austrália	50 processos de F&A, doméstico	1996 até 2003 Estudo de Eventos	Os autores encontraram evidência de rendibilidades anormais acumuladas positivas e significativas para o target (CAAR (-1,+1) de 15,76%) e ligeiramente positiva, mas não significativa para o bidder. Isso significa que os investidores na Austrália levam mais tempo a reagir ao anúncio de F&A.
Altunbas e Marqués (2008) Europa	262 processos de F&A do setor bancário	1992 e 2001,	Os resultados mostram que bancos mais eficientes fundem com instituições pequenas e melhor capitalizadas, com diversificadas fontes de resultados.
SILVA (2011) Estados Unidos	116 processos de anúncios de F&A, com um total de 219 empresas envolvidas	Estudo de Eventos – 1 de Janeiro de 2008 até 30 de Outubro de 2010	No contexto de uma abordagem paramétrica às rendibilidades anormais negativas, associadas ao <i>bidder</i> , não foi atribuído qualquer tipo de significância estatística. Ao contrário, com aplicação dos testes não paramétricos, <i>Sign Test</i> e <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> , permitiu aferir pelo significado estatístico dessas mesmas rendibilidades, com a exceção da janela de evento mais pequena. Contudo, com a implementação de um terceiro teste não paramétrico mais robusto, <i>Rank Test</i> , verifica-se apenas significância estatística para a rendibilidade anormal média no dia de anúncio da F&A.
Raff, Ryan e Stähler (2009) Estados Unidos	Uma empresa multinacional entre greenfield investimento, a aquisição de uma empresa local, ou cooperação por meio de uma joint venture, e exportação.	2006	A rentabilidade do investimento greenfield em relação à exportação de determina as opções fora das empresas locais, sua decisão de se aceitar uma oferta de fusão ou joint venture. Se o investimento greenfield é mais rentável do que a exportação e reduz o preço a multinacional tem a oferecer para adquirir uma empresa local, de que a multinacional, pode preferir M & A para investimento greenfield. Se a multinacional prefere exportar para investimento greenfield, uma empresa



			local não pode aceitar uma joint venture, e da multinacional vai escolher M & A se o custo comercial é suficientemente grande.
Huyghebaert&Luypaert (2010) Europa	990 F&A Jogos de amostra	1997 a 2008	A relação entre o crescimento das vendas da indústria e M & A criação de valor é de U-shaped. Intensidade tecnológica da indústria e desregulamentação do setor não têm nenhuma associação significativa com a M & A criação de valor, os dados revelam que a divisão de M & A ganhos entre alvo e investidores licitante é determinado por características da empresa e negócio ao invés de condições da indústria.
Martynova&Renneboog, (2009) Estados Unidos		conjunto de dados único,	Como é que uma oferta de aquisição financiada e qual é o seu impacto sobre a criação da aquisição o valor esperado? Fontes externas de financiamento (dívida e capital próprio) são frequentemente empregadas em aquisições envolvendo pagamentos em dinheiro. Aquisições com os mesmos meios de pagamento, mas diferentes fontes de financiamento transação são de fato bastante distinto. Aquisições financiados com recursos gerados internamente underperform significativamente as financiadas com dívida.
Kolaric&Schiereck (2013) América Latina	94 bancos	Estudo de Eventos Entre 1995 e 2011	O estudo fornece evidência de reações positivas significativas do Mercado de capitais para <i>bidders</i> e <i>targets</i> Os resultados podem indicar que, contrariamente a resultados empíricos anteriores em mercados bancários menos dinâmicos, a América Latina ainda é uma região com condições de consolidação atrativas. Autores conhecem, este é o primeiro artigo a fornecer uma análise integrada dos efeitos na riqueza de curto e longo-prazo de M&As de bancos na América Latina.

Fonte: Dados da Pesquisa.

De acordo com a análise, no contexto internacional, em se tratando de criação de valor, percebeu-se uma certa dificuldade para demonstrar os resultados encontrados. Ao analisar os estudos ocorridos do mercado norte-americano, não constatou-se a criação de riquezas nas operações de F&A. Conforme Rennebooga, Simonsa e Wrightc (2007) abordaram, a realização desses ganhos de riqueza esperada para as empresas da amostra é difícil medir atualmente. Isso acontece devido à disponibilidade de dados para estudo das empresas. Enquanto que Silva

(2011) destaca que somente com a implementação de um teste não paramétrico mais robusto, *Rank Test*, foi possível verificar apenas significância estatística para a rentabilidade anormal média no dia de anúncio da F&A. Enquanto que Martynovae Renneboog (2009) abordaram outro aspecto, afirmando que as aquisições com os mesmos meios de pagamento, mas diferentes fontes de financiamento e transação, são de fato bastante distinto. As aquisições financiadas com recursos gerados internamente *underperform*, ou seja, as financiadas com dívida.

Quanto às operações de F&A ocorridas no mercado australiano, conforme Diepold et al. (2008), encontrou-se evidência de rentabilidades anormais acumuladas positivas e significativas. Para a empresa adquirida é ligeiramente positiva, mas não significativa para o comprador. Isso significa que os investidores acreditam que a F&A é mais benéfica aos vendedores.

No mercado europeu, conforme Huyghebaerte Luybaert (2010), há divisão de ganhos nas operações de F&A entre alvo e investidores licitantes. Isso é determinado por características da empresa além de outros fatores da indústria, e não propriamente por criação de valor quantitativo e financeiro.

Por último, o mercado latino-americano, de acordo com Kolarice Schiereck (2013), fornece evidência de reações positivas significativas do mercado de capitais para *bidders e targets*. Ou seja, percebe-se a criação de valores para o comprador e a empresa-alvo, e que este é o primeiro artigo a fornecer uma análise integrada dos efeitos na riqueza de curto e longo prazo de F&A de bancos na América Latina.

A seguir no quadro 4 apresentam-se resumidamente os dados da pesquisa e alguns trabalhos empíricos publicados na literatura brasileira sobre fusões e aquisições. O resultado das combinações empresariais evidenciado pelos autores ainda é bastante questionável.

Quadro 4 – Trabalhos Empíricos sobre Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro

<b>Autor (es) / Ano</b>	<b>Amostra</b>	<b>Dados / Metodologia / Período</b>	<b>Conclusões</b>
Brito, Batistella e Famá (2005)	17 aquisições	Estudo de Eventos- Retorno Anormal 1997-2003	Os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.
Camargose Barbosa (2007)	32 eventos	Estudo de Eventos (1994 a 2001)	Os autores concluíram que as F&A analisados nesse período não proporcionaram de maneira geral retornos anormais para seus

			acionistas, ou seja, não resultaram na criação de valor.
Marcos Antonio de Camargos e Francisco Vidal Barbosa (2007)	76 empresas	Econômicos, Contábeis e de Mercado 1996 a 2004 Estudo de Eventos	A análise conjunta das três variáveis permitiu concluir que os processos de F&A's estudados resultaram na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e, conseqüentemente, da riqueza dos acionistas.
Kayo, Patrocínio e Kiemura (2007)		Estudo de Eventos – Retorno Anormal 1996-2007	Encontraram diferenças significativas dos retornos positivos para as primeiras e negativas para as últimas.
Kayo, Patrocínio e Martin (2009)	164 Eventos	Estudo de eventos entre 1996 e 2007	A interação entre intangibilidade e endividamento apresenta uma relação negativa e significativa com a criação de valor.
Denise Maria Fanhani de Castro (2010)	Itaú-Unibanco/VCP-Aracruz/Brasil Foods-Sadia	2008 e 2009 Estudo de casos múltiplos	Foi identificado um conjunto de elementos (potencializar o crescimento do negócio, identificar, captura e ganho de sinergia operacionais e financeiras, posicionamento de mercado ou liderança, sustentabilidade e sobrevivência) que fizeram parte do processo de F&A, não propriamente só do ponto de vista da criação de valor quantitativos financeiros.
Camargose Barbosa (2010)	72 processos de F&A	Estudo de Eventos – 1996 a 2004 por meio dos testes WilcoxonSignedRank Test e do Rank Test	Os autores puderam afirmar que as F&A's: (1) levaram a alteração, ou seja, aumento significativo estatisticamente no valor dos ativos das empresas; (2) resultaram em sinergias operacionais e gerenciais; (3) não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas
Quinteiros, Oliveira, Barbosa (2011)	Itaú e Unibanco	Estudo de Caso	Os resultados obtidos mostram que as ações de ITUB4 somente permitiram resultados superiores a variação do IBOV e de BBDC4 para estratégias especulativas, caracterizadas por operações de compra e venda em curto prazo.
Maicon José Assis da Silva (2011)		(2011) Pesquisa Bibliográfica – contextualizando dois caminhos essenciais para o sucesso de qualquer processo de fusão e aquisição: a estratégia adotada e a criação de valor	Conclui que o resultado dos processos de fusões e aquisições na visão da criação de valor deve ser analisado sobre uma série de informações possíveis com dados confiáveis e utilização de várias metodologias e que vale a pena analisar diferentes empresas para que possam fornecer uma perspectiva ampla desse debate

			para uma melhor compreensão e o aumento gradativo de know-how do assunto
Patrícia Mendes Franco, Marcos Antônio de Camargos(2011)	19 processos de F&A's	1996 a 2007 Pesquisa descritiva e quantitativa, baseada em dados secundários do tipo cross-section por meio de HHI – Herfindahl-Hirschman Index.	As instituições financeiras bancárias brasileiras que adotaram a estratégia de F&A conseguiram gerar valor ao acionista, aumentar sua rentabilidade e obter sinergias operacionais

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme está apresentado no quadro 4, a respeito das operações de F&A em se tratando de criação de valor, somente dois estudo realizados pelos autores Camargos e Barbosa (2007) e Franco e Camargos (2011), evidenciaram que as operações de F&A proporcionaram retornos anormais, ou seja, constatou-se a criação de valor para os acionistas. Nos demais estudos, os autores constataram que as operações de F&A, de maneira geral, não proporcionaram retornos anormais, ou seja, não resultaram na criação de valores quantitativos financeiros. Entretanto, afirmaram que as F&A conseguiram gerar valor ao acionista não propriamente só do ponto de vista criação de valores quantitativos financeiros, mas também através de outros de elementos como: aumento no valor dos ativos das empresas; resultaram em sinergias operacionais e gerenciais; potencializar o crescimento do negócio, capturar ganho de sinergia operacional e financeira, posicionamento de mercado, sustentabilidade e sobrevivência.

Conclui-se, de acordo com Camargos e Barbosa (2007), que o resultado das combinações empresariais evidenciado pelos autores ainda é bastante controverso, tanto no mercado nacional como no internacional. Existe autores que afirmam ter constatado ganhos e criação de valor para os acionistas, enquanto outros asseguram que tais processos não resultaram em ganhos. Enquanto, outros que encontraram evidências de perdas para os acionistas. Portanto, a criação de valor para os acionistas nos processos de F&A é um tema recursivo, ainda permeado por ir ao encontro de pesquisadores que defendem ou encontraram evidências empíricas de sua existência contra os que a contestam.

## 2.6.2 Direcionadores de Valor

Neste item são apresentados os direcionadores de valor, ou seja, os parâmetros básicos utilizados para avaliação as organizações.

Rappaport (2001) destaca a importância da relação entre o objetivo da empresa de criar valor e os parâmetros básicos utilizados para avaliação, ou os direcionadores da criação de valor. O autor enfatiza os principais *value drives*, que se dividem em:

- a) as decisões operacionais: taxas de crescimento de vendas, margem de lucro operacional e alíquota de Imposto de Renda (IR);
- b) decisões de investimentos: investimentos em capital de giro e em ativo;
- c) decisões de financiamento: custo de capital impactado pelo risco do negócio.

Para tanto, Castro (2010) define direcionadores de valor como sendo os itens que mais afetam o fluxo de caixa, e conseqüentemente o valor da empresa. São os parâmetros cuja avaliação se reflete em variação no valor da empresa.

Já do ponto de vista de Silva (2011) em relação à criação de valor, pode-se afirmar que as operações de fusão e aquisição valorizam ações das organizações, mas que remete a uma análise perigosa se for de curto prazo. É por isso que diversos estudiosos preferem associar esta análise ao longo prazo e que inúmeras transações nesta nova ordem global são motivadas pela criação de valor dentro de uma abrangência competitiva de posicionamento estratégico de mercado, liderança e sobrevivência para a organização. Logo, a criação de valor deveria ser analisada sobre o ponto de vista estratégico de visão ao longo prazo para ajudar na decisão de uma futura aquisição ou fusão.

Por fim, Silva (2011) conclui que o resultado dos processos de fusões e aquisições na visão da criação de valor deve ser analisado sobre uma série de informações possíveis com dados confiáveis e utilização de várias metodologias e que vale a pena analisar diferentes empresas para que possam fornecer uma perspectiva ampla desse debate para uma melhor compreensão e aumento gradativo de *know-how* do assunto.

### **2.6.3 Aquisições de bancos e riquezas dos acionistas: Evidências empíricas**

Neste item apresentam-se as evidências empíricas sobre as aquisições de bancos e riquezas dos acionistas.

Para adentrar nessa discussão, Brito e Famá (2003) realizaram um estudo de eventos com análise de 17 aquisições de bancos ocorridas no mercado financeiro brasileiro entre janeiro de 1997 e dezembro de 2003, em três instituições de controle privado com maiores ativos e com ações listadas na Bovespa, as quais realizaram aquisições de outros bancos. Fizeram isso buscando analisar se tais aquisições ocorridas nesse período proporcionaram alteração na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes. Porém, os resultados revelaram que os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.

Batistella (2005) aborda que nas últimas décadas vêm ocorrendo muitos casos de países que estão passando por processos de consolidação no setor bancário. Nesse sentido, pesquisas foram realizadas em alguns países com a finalidade de analisar o impacto de fusões e aquisições de bancos na riqueza dos acionistas. De modo geral, o que tem se verificado é que estas fusões e aquisições normalmente não causam retornos similares para os acionistas das empresas adquiridas, ou seja, os resultados obtidos não são consistentes, sendo obtidos tanto retornos anormais significativos positivos quanto negativos, além da não significância dos retornos anormais em alguns casos.

Em seguida, por meio do estudo realizado por Franco e Camargos (2011), desenvolvido em 19 processos de F&As, ocorridos entre 1996 e 2007, empreendidas por instituições financeiras bancárias brasileiras de capital aberto. Após análises os autores concluíram que as instituições financeiras bancárias brasileiras que adotaram a estratégia de F&A conseguiram gerar valor ao acionista, aumentar sua rentabilidade e obter sinergias operacionais, uma vez que todas as variáveis estimadas apresentaram melhora após o evento, destacando-se que as variáveis de criação de valor forneceram evidências em todas as variáveis e janelas de estimação.

A seguir será abordado o sistema bancário brasileiro.

## 2.7 SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO

O objetivo desta seção é apresentar uma revisão da literatura empírica do Sistema Bancário Brasileiro, sua evolução mais recente, a internacionalização e um breve histórico dos quatro bancos que são os objetos do presente estudo.

Bezerra (2005) aborda que o papel dos bancos como emissor de moeda, e os impactos dessas emissões na economia se fazem notar desde o início da presença dos bancos no Brasil. Por outro lado, há situações históricas que demandaram a existência dos bancos. Dessa forma, faz-se importante uma análise do desempenho diferenciado do setor bancário, pois auxilia na compreensão da organização financeira ao longo da história do país, bem como de sua articulação com fatores econômicos e com a evolução do setor.

Nesse sentido, Barbosa (1995) diz que o sistema financeiro brasileiro passou por grandes transformações nos últimos trinta anos. Através da Lei nº 4.595, de 31/12/1964, foi criado o Banco Central do Brasil (BCB), que começou a funcionar em abril de 1965. A reforma foi de grande importância tendo em vista que até aquele momento o Brasil não possuía um banco central. Antes de 1945, o Banco do Brasil (BB) era um banco comercial com algumas funções de um banco central. Os principais objetivos da reforma bancária de 1964 foram a criação do Banco Central (BACEN) e a concessão de autonomia das Autoridades Monetárias em relação ao governo federal. A autonomia se caracterizava pelo fato do Conselho Monetário Nacional (CMN) ser um órgão de cúpula da política monetária, que decidia pela maioria simples dos seus membros, sendo composto por seis membros com mandatos fixos e três membros demissíveis *ad nutum* pelo presidente da República, e o Ministro da Fazenda, que presidia o Conselho Monetário Nacional, e os presidentes do BB e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) exerciam mandato fixo.

Nesse contexto, Macarini (2007) também realizou um estudo do sistema bancário brasileiro, no período de 1945 a 1964, onde evidencia a concentração bancária e a ocorrência de diminuição dos bancos brasileiros diante da conjuntura de ditadura militar, período em que a política bancária expressava a fragilidade do sistema além de ser o momento inicial da industrialização brasileira acompanhada por um longo período inflacionário e pela proliferação de atividades especulativas, o que favoreceu o surgimento de grandes números de pequenos bancos com frágil

estrutura de capital e que logo desapareceram sem que nenhum banco maior e sólido se interessasse em comprá-los, isso devido à falta de incentivos oferecidos pela política vigente.

Ainda conforme Macarini (2007) aborda o processo de reestruturação no mercado financeiro, que ocorreu juntamente com as reformas do sistema bancário e do mercado de capitais, criaram-se o CMN e o BACEN. No período entre 1967 e 1973, a política bancária foi conduzida pelo então ministro Delfin Netto, que levou a tendências de concentração nos segmentos dos bancos, resultando na formação de conglomerados financeiros.

Enquanto que Barbosa (1999) descreve sobre o papel desenvolvido pelo BACEN, sendo o responsável pela supervisão e fiscalização das instituições do sistema financeiro nacional com poderes, de acordo com a Lei nº 6.024, de 13/03/1974, para intervir ou liquidar extrajudicialmente instituições financeiras privadas e públicas não controladas pelo governo federal, bem como a intervenção ou liquidação extrajudicial (equivalente à falência de empresas não financeiras) quando instituições financeiras tenham infringido dispositivos da legislação bancária ou quando sua administração tenha levado a instituição a uma situação de liquidez que ponha em risco os credores e o próprio sistema financeiro.

Nesse sentido partir de novembro de 1979, com a implantação do Sistema de Liquidação e Custódia (SELIC) de títulos públicos, as liquidações financeiras passaram a ser feitas diretamente na conta Reservas Bancárias, que os bancos são obrigados a manter no BACEN. Isso tudo no mesmo dia da operação, através de lançamentos de débito e crédito. Assim sendo, a consequência prática desta nova forma de liquidação financeira foi que os títulos públicos tornaram-se substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias. (BARBOSA, 1995).

Dalla Costa e Santos (2010) contextualizam, escrevendo que o Brasil ao longo do século XX passou por profundas transformações estruturais passando de uma economia baseada na agricultura para a indústria e serviços. A industrialização que liderou essa mudança foi baseada no processo de substituição de importações. Nesse sentido, os autores fundamentados em Katz (2005) e Cimoliet al.(2003) destacam as seguintes características gerais que contribuíram para essas transformações: 1) o Estado atuou como o líder e tutor do processo de crescimento; 2) a proteção e incentivo ao crescimento e fortalecimento das empresas nacionais; 3) a partir da década de 1950 a atração das multinacionais como forma de absorver



os modelos produtivos com maior exigência de capital e tecnologia conjugada com a capacidade de gerar externalidades positivas. Desse modo, a formatação do modelo que vigorou entre a década de 1930 e 1980, foi de transformações estruturais, com intervenções estatais no processo de crescimento, protegendo e fortalecendo as empresas nacionais bem como visando a atração das multinacionais, assim permitindo a origem de grandes empresas nacionais privadas e públicas.

Segundo Franco e Camargos (2011), quatro grandes eventos marcaram o sistema financeiro nacional desde o início da década de 1980 e levaram ao crescimento do número de F&As a partir de 1994. São eles: 1) o choque heterodoxo causado pelo Plano Cruzado em 1986, a marcando a reestruturação do segmento, levando os bancos a se informatizarem, a reduzirem o número de agências e funcionários; 2) a reforma bancária de 1988 que permitiu a formação de bancos múltiplos; 3) o Plano Collor em 1990 que afetou o segmento ao bloquear a liquidez do sistema, mediante ao confisco de recursos em contas correntes, investimentos, poupança, Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), entre outras; e 4) o controle da inflação proporcionado pelo Plano Real em 1994, alterando o ambiente de atuação e exigindo maior eficiência dos bancos. Diante desse novo cenário, os bancos que não apresentaram economias de escala, ou não conseguiram sobreviver sem a receita inflacionária da qual eles se beneficiavam, foram comprados ou simplesmente extintos, absorvidos, fundidos ou simplesmente fechados pelos bancos nacionais maiores e bancos estrangeiros que decidiram fixar-se no Brasil.

Em seguida Barbosa (1995) descreve sobre o acordo da dívida externa que ocorreu partir de 1994 com os bancos credores internacionais, bem como a dívida também foi transferida para o Tesouro Nacional, dessa forma o governo assume mais déficit públicos. Nesse sentido, durante toda sua história o BACEN arrecadou imposto inflacionário da população para financiar o déficit público do governo. Porém, apesar do sucesso inicial do Plano Real, ainda não existem mecanismos institucionais que assegurem que a história recente da inflação não se repetirá no futuro. Segundo o autor, quando houve a separação formal entre as duas instituições, o BACEN deixou de administrar a dívida pública interna, assim passando a responsabilidade para o Tesouro Nacional, e posteriormente o BACEN passou a ser a única Autoridade Monetária no país.

Já Barbosa (1995) descreve que a característica importante do sistema financeiro brasileiro é a existência de um grande número de bancos de propriedade

dos governos federal e estadual, bancos oficiais que podem ser classificados em três grupos: 1) arrecadação das transferências inflacionárias; 2) externalidades; e 3) razões sociais. O argumento das transferências inflacionárias afirma que os bancos oficiais, ao arrecadarem os ganhos advindos da inflação, destinam tais recursos ao setor público, em vez do que acontece com a transferência que os bancos privados recebem em virtude da inflação. Todavia, este argumento deixa de ter sentido se a sociedade abandonar o imposto inflacionário com um instrumento que penaliza as camadas mais pobres da população, preferindo outros mecanismos mais eficientes e mais justos para financiar o Estado.

A seguir apresenta-se a evolução recente do Sistema Bancário Brasileiro.

### **2.7.1 Evolução recente do Sistema Bancário Brasileiro**

Neste início de século, a forte concorrência vem pressionando o posicionamento estratégico das empresas: Ou se posicionam como empresas em crescimento, e por isso são compradoras de empresas, ou elas se fecham em seu mercado e tenderão a desaparecer ou ainda tornam-se empresa-alvo, compradas por outras empresas. (VIDOTTO et al., 2012).

Castro (2010), em seu estudo descreve que as operações se concentravam em alguns setores. Este é o caso do setor bancário, que se deu seu crescimento nas décadas de 1960 e 1970 por meio de um processo de concentração e centralização através das fusões e aquisições.

Para Dalla Costa e Santos (2010), no final da década de 1980 o sistema brasileiro de bancos passou por inúmeras transformações, quando novas instituições foram criadas. Nessa época, algumas deixaram de existir, assim como afloraram alguns processos de fusões, aquisições, incorporações e cisões, ou seja, tornaram-se notórias as mudanças no ambiente econômico, tais como o processo de abertura de mercado vivenciado no início da década de 1990.

No ano de 1988, através da Resolução n. 1.524 do CMN, extinguiu-se a exigência da carta patente e criou os bancos múltiplos. Também foi realizada uma nova reforma bancária no Brasil. Após a legislação, houve forte expansão do sistema bancário, elevando o número de bancos. A partir de 1988, a quantidade de instituições bancárias aumentou, indo de 104 bancos comerciais para 244 bancos

comerciais e múltiplos no final da década de 1980. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011).

Nesse sentido, o histórico de fusões e aquisições no país pode ser considerado recente. A partir da década de 1990, em um novo contexto econômico, no qual o país deixou de ser uma economia fechada para se tornar uma economia competitiva e globalizada, as operações de fusões e aquisições tornaram-se mais evidentes em relação aos anos anteriores que ocorriam em menor escala. (CASTRO, 2010).

Adelino e Paula (2006), através de um estudo desenvolvido na década de 1990, também constataram a evidência do relevante crescimento deste processo das F&As que ocorreu nos anos 1990 nos países desenvolvidos e em alguns países emergentes, em termos de número, tamanho e valor de negócios, assim como os fatores que contribuíram para o crescimento das F&As. Entre eles estão: a desregulamentação dos serviços financeiros em nível nacional; maior abertura do setor bancário à competição internacional; desenvolvimentos tecnológicos em telecomunicações e informática, com impacto sobre o processamento das informações os canais alternativos de entrega de serviços (caixa eletrônico, internet, banco eletrônico, etc.); e as mudanças na estratégia gerencial das instituições financeiras. São fatores que expressam maior retorno aos acionistas, os quais têm levado as instituições financeiras para um acelerado processo de consolidação.

No entanto, conforme Vidotto et al. (2012), essa tendência começou a se inverter durante os anos de 1994 e 1995. A partir da implantação do Plano Real, o cenário da estabilidade diante do novo plano econômico, onde o atual contexto brasileiro de maior desregulamentação e flexibilização do setor financeiro, com taxas de inflação mantidas em patamares considerados moderados, estimulou os processos de fusões e aquisições em todos os setores econômicos. Ressalta-se aqui que o sistema financeiro brasileiro percebeu a necessidade de ganhar escala e participação nos mercados e que, frequentemente, tem utilizado a estratégia de fusões e aquisições como alternativa para alavancagem de lucros e geração de valor.

Na abordagem de Junior Faria e Paula (2009), essas profundas mudanças que o setor bancário brasileiro passou nos últimos anos provocaram uma onda de fusões e aquisições bancárias, além da entrada de novas instituições estrangeiras no mercado bancário varejista do país. Os autores afirmam que essas mudanças

resultaram do processo de reestruturação bancária promovido pelo governo, como resposta à ameaça de crise bancária ocorrida em 1995. A crise do México de 1995 e a crise asiática de 1997, em maior ou menor grau, trouxeram insegurança quanto à solidez dos sistemas bancários dos países emergentes, em função dos efeitos causados pelas crises cambiais. Mas o governo brasileiro reagiu a esta conjuntura, adotando programas de incentivo e ajuste, procurando enquadrar o setor bancário brasileiro.

É nesse mesmo seguimento que Passenesi et al. (2010) realizaram um estudo referente às fusões e aquisições entre bancos no Brasil. Constataram que o processo de fusões e de aquisições no país se intensificou a partir do controle inflacionário, tendo em vista que o governo adotou um processo de reestruturação bancária, por meio da criação do Programa de Incentivo para a Reestruturação do Sistema Financeiro Estatal (PROES) e do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). O governo também permitiu a entrada de bancos estrangeiros. Tais medidas causaram uma série de fusões e aquisições, além de tornar as operações bancárias mais lícitas perante a população.

Sobre estes programas de reestruturação (o PROES e o PROER), Araújo e Neto (2007) argumentam que foram mecanismos adotados pelo governo para contornar o impacto sofrido pelas instituições financeiras brasileiras após o advento do Plano Real, com o que se visou fortalecer o sistema brasileiro. Ou seja, foram instrumentos utilizados pelo Sistema Financeiro Nacional (SNF) dotados de normas e práticas voltadas às instituições financeiras. Outro mecanismo utilizado para regulamentar e aprimorar a atuação das instituições bancárias, a fim de enfrentar a crise, foi estabelecer uma exigência mínima de capital para o sistema financeiro brasileiro, chamada de Índice de Basileia.

O Formulário de Referência do Banco do Brasil (2012) define Basileia nos seguintes termos:

Um conjunto de regras prudenciais bancárias divulgadas pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, com o objetivo de dar maior solidez ao sistema financeiro mundial, sendo algumas dessas regras adotadas no Brasil (em alguns casos com adaptações e/ou ajustes) por meio da Resolução CMN n. 2.099, de 17 de agosto de 1994. O primeiro Acordo de Basileia, ou Basileia I (oficialmente denominado International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards), foi assinado na cidade suíça de Basileia, em 1988. No acordo, foram estabelecidos os princípios fundamentais a serem usados como referência pelas autoridades públicas

na supervisão dos bancos, entre eles as exigências mínimas de capital como precaução contra o risco de crédito. Em 2004, surgiu o Acordo de Basileia II, que teve como foco três pilares e 25 princípios básicos sobre contabilidade e supervisão bancária.

Durante a crise 2008-2009, o BACEN criou medidas para reduzir fortemente as alíquotas, a fim de melhorar a liquidez do sistema. Posteriormente, com a recuperação dos bancos, foram recompostas as alíquotas elevando-as acima do praticado antes da crise, o que gerou maior receita nessa linha do balanço, mas filtrando receitas de outras linhas. Parte do recurso recolhido compulsoriamente no BACEN foi recompensada, mas essas receitas não representam lucro dos bancos; são recursos provenientes de depósitos a prazo, remunerados pelo banco aos depositantes por um custo de captação próximo da remuneração do compulsório. (FEBRABAN, 2011).

Para Dalla Costa e Santos (2010), a crise de 2008 foi um episódio cujas consequências foram a quebra de instituições financeiras dos EUA, que concediam empréstimos hipotecários de alto risco, assim, arrastando também vários bancos para uma situação de insolvência repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo.

Nesse sentido, Quinteiros et al. (2011) comentam que os bancos tiveram que passar por um período de recuperação dos efeitos da crise financeira americana que ocorreram no período de 2008-2009, tendo em vista que as suas repercussões originaram uma crise de magnitude mundial, a qual levou muitas empresas a reavaliarem suas estratégias de crescimento e continuidade dos seus negócios.

Em 2010 foi assinado o Acordo de Basileia III, proposto para garantir que os bancos, de modo geral, tenham capital suficiente para se sustentarem em tempos turbulentos como o da crise de 2007 a 2009, sem precisar de ajuda adicional dos governos. De acordo com o BC, as recomendações da Basileia sobre a estrutura de capital e liquidez que instituições financeiras têm buscado aprimorar a regulamentação prudencial, conforme compromisso assumido pelos países membros do G20 com a pretensão de aperfeiçoar a capacidade das instituições financeiras de absorver choques provenientes do sistema financeiro ou dos demais setores da economia, propiciando a manutenção da estabilidade financeira e a promoção do crescimento econômico sustentável. (FEBRABAN, 2011).

Em se tratando de evolução bancária, Franco e Camargos (2011) ressaltam que, em meio a esse cenário de inúmeras transformações da economia brasileira, as

fusões e aquisições tiveram um papel decisivo na implantação de estratégias, garantindo vantagens comparativas por meio do poder de mercado, entrada em novos mercados, crescimento rápido e, em muitos casos, por sobrevivência. Sendo que as instituições financeiras bancárias brasileiras que adotaram a estratégia de F&A conseguiram gerar valor ao acionista, aumentar sua rentabilidade e obter sinergias operacionais.

Diante dessa conjuntura, convém ressaltar o importante papel desempenhado pela BM&FBOVESPA, que abordou a conjuntura atual econômica mundial:

O ano de 2011 foi marcante para o cenário econômico e financeiro global, revelando várias fragilidades de economias dinâmicas e desenvolvidas. Os fatos que melhor ilustram esse cenário foram o endividamento e a necessidade de ajustes fiscais de países da União Europeia, como Itália, Espanha, Portugal e, principalmente, a Grécia; o rebaixamento do *rating* soberano dos EUA por agência de classificação de risco, bem como a redução das estimativas de crescimento da economia desse país; e a desaceleração do crescimento chinês, cujas incertezas residem em sua dimensão. Em meio a esse cenário, pode-se dizer que a economia brasileira viveu dois momentos distintos ao longo do ano, com diferenciação muito clara do direcionamento das medidas adotadas pelo governo. Em um primeiro momento, que durou a maior parte do primeiro semestre, a principal preocupação foi conter as pressões inflacionárias por meio de sucessivos aumentos da taxa básica de juros (Selic) e a introdução de medidas macroprudenciais para conter o aumento do crédito e do consumo (RELATÓRIO ANUAL 2011 DO BANCO CENTRAL).

O relatório da FEBRABAN (2011, p. 43) destacou sobre o Teste de estresse:

Em maio de 2011, o BACEN criou o Comitê de Estabilidade Financeira (COMEF), com o objetivo de avaliar a estabilidade financeira e definir estratégias para a mitigação do risco sistêmico do sistema bancário brasileiro. Segundo o BACEN, a estabilidade financeira pode ser definida como a situação em que o sistema financeiro é capaz de desempenhar as suas funções básicas, quais sejam, alocar recursos, distribuir riscos e dar curso a pagamentos, fornecendo regularmente os serviços financeiros para o setor real da economia, tais como oferta de crédito e serviços de pagamentos. Em março de 2012, o COMEF divulgou os resultados do teste de estresse realizado com base nos números de balanço dos bancos brasileiros referentes ao exercício fiscal de 2011 e constatou que, em todos os cenários analisados, o Índice de Basileia do sistema financeiro nacional ficaria acima do mínimo regulamentar de 11%, o que demonstra boa capitalização do sistema.

Nesse contexto, o BACEN divulgou, em fevereiro de 2012, o edital de audiência pública n. 40/2012, contendo medidas de resolução que regulamentam a implementação das novas recomendações do Comitê de Supervisão Bancária de

Basileia III. Aí confirmaram-se em grande parte as determinações do Banco de Compensações Internacionais (BIS), como a definição dos novos índices de capital, de deduções para apuração da base de capital e a criação dos novos colchões (*buffers*) de conservação e anticíclico, além da intenção de antecipar a adoção dos índices de capital.

A seguir, a Tabela 2 apresenta que o sistema bancário brasileiro demonstra capitalização suficiente para enfrentar riscos econômicos e financeiros, conforme evidenciado pelo Índice de Basileia (IB), pelo índice de capital próprio sobre ativos e por testes de estresse. O primeiro permanece significativamente acima da exigência regulamentar, tendo registrado 16,3% em dezembro de 2011, considerando-se que, no Brasil, o valor mínimo regulamentar exigido é de 11%, valor já superior ao nível internacional de 8%. Enquanto o segundo revela reduzida alavancagem dos bancos brasileiros quando comparado à dos bancos de outros países, considerando-se que o valor mínimo exigido do índice de capital próprio é de 3%. O Brasil, em dezembro de 2011, registrou 10,1% nesse sentido, conforme o relatório atesta a resistência do sistema, tendo em vista que devem ser consideradas as diferenças nos padrões contábeis e nos conceitos utilizados na regulação prudencial dos diversos países.

Tabela 2 – Índice de Basileia e capital sobre ativos

Índice de Basileia e Capital sobre ativos %					
País	Última data disponível	Índice de Basileia		Capital sobre ativos	
		2010	Último disponível	2010	Último disponível
África do Sul	11/Jul	14,9	14,9	7,0	7,4
Alemanha	Set/11	16,1	16,9	4,3	4,3
Austrália	Set/11	11,4	11,6	5,7	5,5
Brasil	Dez/11	16,9	16,3	10,3	10,1
Canadá	11/Jun	15,6	16,3	4,7	4,6
Coreia do Sul	11/Jun	14,3	14,4	7,6	8,2
Estados Unidos	Set/11	14,8	15,0	12,7	12,6
França	Dez/10	12,7	12,7	4,9	4,9
Itália	11/Jun	12,1	12,8	5,0	5,4
México	Ago/11	16,9	16,2	10,4	9,8
Reino Unido	Dez/10	15,9	15,9	5,4	5,4

Rússia	Set/11	18,1	15,2	12,9	11,8
Turquia	Set/11	19,0	16,4	12,3	11,3

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FMI – Fundo Monetário Internacional, 2011.

Conforme o Relatório demonstra, quanto maior o índice de capital sobre ativos de um banco, menor a proporção de dinheiro emprestado (por terceiros ao banco) para financiar suas aplicações (isto é, menor alavancagem).

Desse modo, o relatório do BACEN ressalta que os testes de estresse visam avaliar a resistência do sistema frente a oscilações bruscas de taxas de juros e de câmbio, bem como o aumento no risco de crédito, e que as novas medidas, de forma geral, exigirão ajustes significativos por parte dos bancos em todo o mundo. No entanto, a regulamentação prudencial brasileira, por se encontrar em patamar superior de exigência em relação ao padrão internacional, o que demonstra adequada capitalização e boa capacidade de absorver choques, os bancos brasileiros terão uma transição mais branda do que a maioria dos bancos de outros países. Somente com a deterioração extrema da situação macroeconômica por seis trimestres consecutivos que o IB do sistema ficaria levemente abaixo do mínimo regulamentar de 11%. Somente em probabilidade bem remota essas situações poderiam ocorrer.

Para o BACEN, os riscos para a estabilidade financeira global agravaram-se no segundo semestre de 2011, com destaque para a desaceleração da atividade econômica mundial e a piora da situação na área do Euro, com impactos na confiança no sistema bancário daquela região. Desde meados de dezembro do ano de 2011, a percepção de risco tem recuado, entre outras razões, pela possibilidade de desfecho nas negociações associadas à crise grega e pela atuação mais incisiva do Banco Central Europeu (BCE), provendo liquidez às instituições financeiras. Consistem, entretanto, riscos associados à fragilidade da atividade econômica mundial e à vulnerabilidade decorrente da dívida soberana europeia (BANCO CENTRAL, 2011).

Assim, conforme o BACEN, no âmbito doméstico, o sistema bancário permanece robusto com capacidade de solvência, fato evidenciado pelos resultados dos testes de estresse, haja vista que em todos os cenários analisados, incluindo aqueles de extrema deterioração da situação macroeconômica, o capital regulamentar do sistema bancário permanece confortável. Portanto, segundo o



BACEN, o sistema bancário nacional não somente demonstra solidez diante do padrão regulatório atual, mas também se encontra preparado para futuras solicitações adicionais, considerando as recomendações de Basileia III, ou seja, o sistema bancário estaria apto a cumprir as novas exigências das atividades econômicas financeiras (FEBRABAN, 2011).

A seguir descreve-se a internacionalização do sistema bancário brasileiro

### **2.7.2A internacionalização do sistema bancário brasileiro**

A internacionalização não é um fenômeno recente: os assírios, fenícios, gregos e romanos, há aproximadamente dois mil anos Antes de Cristo (A.C.) já ampliavam suas atividades em diversas regiões da Ásia, África e Europa. Este processo se intensificou globalmente neste novo século devido ao declive americano com perda de hegemonia econômica, crescimento global dos mercados financeiros, quebra de barreiras regulamentárias e o avanço dos países emergentes. (EVANS; PUCIK; BARSOUX, 2002 apud SILVA, 2011).

O movimento de internacionalização ocorrido na década de 1990 foi viabilizado pela eliminação ou flexibilização das restrições existentes em diversos países à instalação de filiais e de sucursais no mercado doméstico por instituições estrangeiras, à participação de não residentes no capital social das instituições nacionais e às atividades dos intermediários financeiros estrangeiros nos mercados locais. Estas medidas de liberalização foram conferidas às instituições financeiras estrangeiras adotadas pelos países industrializados e pelos países periféricos, que seguiram as exigências e orientações dos diversos organismos multilaterais, como a Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Organização Mundial de Comércio. (OMC) (FREITAS, 1999 apud FREITAS, 2011).

Ainda, na visão destes organismos, conforme Freitas (2011), a presença de bancos estrangeiros de economias desenvolvidas em economias menos desenvolvidas teria as vantagens de favorecer a modernização dos sistemas financeiros domésticos, aprofundar a intermediação financeira e estimular a concorrência e ganhos de eficiências, em particular naqueles países com participação estatal elevada nos sistemas bancários.

No âmbito geral, a internacionalização dos bancos está intimamente ligada à capacidade e viabilidade de o país realizar a internacionalização financeira. Ou, seja o país deixar de ser uma praça periférica dentro do sistema financeiro internacional e caminhar para fazer parte do núcleo do sistema, sendo uma rota para os fluxos financeiros globais e menos suscetível a instabilidades. Em parte, a internacionalização dessas instituições tem como pano de fundo a necessidade de buscar novas fontes de receita após a perda dos ganhos com o processo inflacionário de 1994, assim como de buscar novos mercados na medida em que o Brasil se tornou pequeno para os planos de expansão. Em outra visão a maior estabilidade da economia brasileira e a possibilidade de internacionalização financeira estimulam os bancos a integrarem ao fenômeno da internacionalização. (DALLA COSTA; SANTOS, 2010).

No Brasil, o processo de internacionalização se apresenta mais recente, sobretudo ao receber apoio do BNDES e, segundo a Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), em 2002 o Brasil foi a principal fonte de Investimento Direto Externo (IDE) da América Latina. No ano de 2004, o Brasil se firmou como um dos quatro principais investidores em mercado externo entre os emergentes e o principal da América Latina. (SILVA, 2011).

Freitas (2011, p.10) apresenta a definição de (IDE) financeiro:

(IDE) – investimento direto externo; onde vários fatores são elencados como motivadores do IDE financeiro, tais como: atendimento aos seus clientes no exterior (“seguir o cliente”); barreiras regulatórias; oportunidade de mercado e de negócios no país anfitrião; vínculos culturais e institucionais com o país anfitrião; diferencial de taxa de câmbio; incentivos fiscais, bem como são discutidas as transferência de tecnologia e ganhos de produtividade e de eficiência, em claro paralelismo com a análise sobre os investimentos diretos no setor produtivo.

Um exemplo de atividade bancária no exterior é o banco argentino Banco Patagônia, considerado um dos alvos da estratégia que foi reforçada pelo então presidente Luiz Inácio Lula da Silva, indiretamente líder das ações do banco devido ao fato de ele ser estatal. O presidente Lula afirma que desde julho de 2009 pretende transformá-lo em uma multinacional financeira. Assim, a busca de mercados como América Latina, China e África aparecem como opções naturais,

como também o interesse nos EUA e Europa. O governo brasileiro aguarda a autorização do Federal Reserve para atuar no mercado de varejo norte-americano, beneficiando-se da solidez da economia daquele país e da falta de confiança frente aos bancos norte-americanos após a crise do *subprime*. Dalla Costa e Santos (2010, s/p.) escrevem sobre a crise, dizendo que:

aCrise do *subprime* foi uma crise financeira desencadeada em 2006, a partir da quebra de instituições de crédito dos Estados Unidos, que concediam empréstimos hipotecários de alto risco (em inglês: *subprime loan* ou *subprime mortgage*), arrastando vários bancos para uma situação de insolvência e repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo. A crise foi revelada ao público a partir de Fevereiro de 2007, como uma grave crise do sistema financeiro, que segundo muitos economistas, a mais grave desde 1929, com possibilidades, portanto, de transformar-se em *crise sistêmica*, podendo ocorrer uma interrupção da cadeia de pagamentos da economia global que tenderia a atingir de forma generalizada todos os setores econômicos, portanto em agosto e setembro de 2008, a crise, acumulada desde 2007, chegou ao auge, com a estatização dos gigantes do mercado de empréstimos pessoais e hipotecas – a *Federal National Mortgage Association* (FNMA), conhecida como “Fannie Mae”, e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), apelidada de “Freddie Mac” – que estavam quebradas. Logo em seguida, veio o pedido de concordata do tradicional banco de investimentos Lehman Brothers, com mais de 150 anos de existência e um dos pilares financeiros de Wall Street, assim como a venda, ao Bank of America, da corretora Merrill Lynch, uma das maiores do mundo. A cascata de falências e quebras de instituições financeiras provocou a maior queda do índice Dow Jones e de bolsas de valores internacionais desde os atentados de 11 de setembro de 2001.

Segundo Dalla Costa e Santos (2010), o processo de internacionalização dos bancos brasileiros não pode ser explicado apenas como um processo natural interno das empresas, onde as atividades bancárias no exterior aparecem como forma de viabilizar a expansão em face de um mercado interno saturado. É necessário considerar fatores como a estabilidade econômica e as dificuldades de os bancos obterem ganhos com facilidade através da inflação.

Freitas (2011) descreve que a internacionalização dos sistemas bancários nacionais comporta em três dimensões distintas que se revelam em diferentes formas de integração financeira e de fluxos de investimento provenientes do estrangeiro ou realizado no exterior; a primeira dimensão envolve as transações transfronteiriças em divisas, efetuadas entre bancos de diversas nacionalidades, mediante acordos de correspondência bancária, e entre os bancos e seus clientes estrangeiros, exigindo operações em redes de telecomunicações e pagamentos

internacionais, sem a necessidade da presença física dos bancos no exterior. A segunda dimensão refere-se à atuação local de bancos estrangeiros nos sistemas bancários domésticos. Já a terceira dimensão refere-se à presença de bancos domésticos em países estrangeiros. Estas duas últimas envolvem transações locais com moeda doméstica ou divisas e exigem a presença física do banco no exterior, através de instalação de uma rede de dependências externas, com portes de acordo com a estratégia operacional da instituição. Se o banco opera com *funding* externo, irá procurar focalizar em segmento de atacado do mercado bancário do país anfitrião, em operações em grandes empresas multinacionais e domésticas ou com menor demanda de investimento em redes de agências de um banco, atuando com *funding* local no segmento de varejo.

No próximo item aborda-se a questão dos Bancos estrangeiros no Brasil.

### **2.7.3 Bancos estrangeiros no Brasil**

Conforme Puga (1999), medidas foram adotadas para fortalecer o sistema financeiro brasileiro, em especial os programas de ajuste dos bancos privados e dos bancos estaduais e a permissão para o ingresso de bancos estrangeiros. Nesse sentido, em 1962 aplicava-se ao setor bancário a lei da reciprocidade: os bancos estrangeiros que se instalassem no Brasil seriam regulados sob a lei do seu país de origem. Já em 1964, através da lei n. 4.595 de 1964, os bancos estrangeiros que almejassem se instalar no país teriam que ter autorização prévia do BACEN.

Assim, as mudanças na Legislação das Instituições Financeiras de 1964 e 1965 foram inspiradas no modelo norte-americano, estabelecendo um sistema baseado em instituições especializadas. Os bancos comerciais somente poderiam realizar operações de crédito de curto prazo, captando depósitos à vista. Destaca-se ainda que a Lei da Reforma Bancária, de 1964 (lei n. 4.595), além de estabelecer o modelo de instituições especializadas, foi responsável pela criação do BACEN e da CVM. A Lei do Mercado de Capitais, de 1965 (lei n. 4.728), entre outros dispositivos, regulamentou as atividades das bolsas de valores, criou incentivos fiscais para a emissão e aquisição de ações e debêntures e definiu as funções dos bancos de investimento. (PUGA, 1999).

Apesar de que não foram estabelecidas restrições à instalação de escritórios de representação, Puga (1999) argumenta que a presença de bancos estrangeiros

no Brasil aumentou na segunda metade dos anos 60 e ao longo dos anos 70. Em contrapartida, para viabilizar a estratégia de expansão dos bancos brasileiros no exterior, houve a celebração de inúmeros acordos bilaterais e autorizações de ingresso em cumprimento aos princípios da lei de reciprocidade.

Nesse contexto, Freitas (2011) descreve que na década de 1970, devido à abundância dos petrodólares, ou seja, dos dólares originários dos superávits dos países exportadores de petróleo, surgiram os empréstimos sindicalizados em outras moedas. Quer dizer, além do dólar em circulação fora dos Estados Unidos, outras moedas-chave como libra, marco e iene também eram utilizadas na denominação de contratos e depósitos internacionais no euromercado, os quais se tornaram a principal forma de financiamento bancário privado dos países periféricos.

A partir da segunda metade dos anos 80 e início dos 90, conforme De Paula (1988) descreve, ocorreu uma mudança importante referente ao investimento estrangeiro no mercado financeiro nacional, com relação à legislação que nos anos 90 facilitou um crescimento no fluxo de capitais externos para o país. Primeiramente, através da Resolução n. 1.289 de março de 1987, estabeleceu as normas de aplicações no país, em fundos de renda variável, de residentes ou domiciliados no exterior, através da constituição das Sociedades de Investimento/Capital Estrangeiro, dos Fundos de Investimento/Capital Estrangeiro, Carteira de Títulos e Valores Mobiliários. Apesar da existência da legislação específica, a agilidade operacional na constituição e movimentação dos recursos externos no país era dificultada por uma série de regras de composição das carteiras e de diversificação de risco.

Desse modo, Freitas (2011) destaca que no início da década de 1990 havia 32 bancos estrangeiros atuando no Brasil, sob a forma de subsidiária (de banco comercial ou banco múltiplo) com controle integral ou majoritário ou de sucursal. Vários destes bancos estavam presentes no Brasil há décadas, caso dos norte-americanos Citibank, Chase Manhattan, Bank Boston e Morgan Guarantee Trust; do holandês ABN; do britânico Loyds; e do alemão Deutsche Bank. Outros, como os espanhóis Santander de Negócios Exterior de España e Central Hispano, eram considerados novos no país, e possuía uma única agência. Os 32 bancos estrangeiros contavam com participação acionária estrangeira minoritária relevante.

Em 1992, através da Medida Provisória n. 311, aprovada pelo então presidente da República Itamar Franco, foi autorizada a participação de bancos

estrangeiros sistema financeiro nacional, a qual foi plenamente autorizada somente em 1995. Esta medida foi um fator importante para determinar a estrutura de mercado nacional com a formação das F&As no Brasil. Desse modo, as entradas de instituições estrangeiras eram analisadas e aprovadas pelo Banco Central do Brasil. Acreditava-se que com a internacionalização do sistema financeiro o país passaria a ser menos suscetível às crises internacionais. (LAURETO;OREIRO, 2010).

Para Lauretoe Oreiro (2010), a entrada de bancos estrangeiros no país se tornou ainda mais favorável com a aplicação da Resolução n. 2.212 de 16 de novembro de 1995, que extinguiu a exigência de que os bancos estrangeiros tivessem, no mínimo, o dobro do capital dos bancos nacionais para ingressar no mercado brasileiro. Entretanto, no período anterior a essa resolução, os bancos estrangeiros já tinham incentivos para expandir seus mercados atraídos pelas altas taxas de juros praticadas pelos países emergentes e pela diminuição do número de bancos estaduais no cenário do setor financeiro brasileiro. Com essa medida, o governo esperava proporcionar o aumento da competição no setor, eficiência operacional e estimular inovações.

A maior parte do processo de entrada do capital estrangeiro, segundo Freitas (2011), se deu por meio das autorizações para transferência de controle de instituições nacionais a grupos estrangeiros, o que expressou diminuição do número de bancos nacionais com participação minoritária estrangeira e do número de bancos de capital nacional. Sendo assim, no período de 1994 a 2001, foram concedidas autorizações para a instalação de novas instituições bancárias, incluindo-se autorizações para transformação em bancos de instituições financeiras não bancárias sob controle estrangeiro que seriam as corretoras, distribuidoras ou *leasings*.

Perante a conjuntura das crises externas ocorridas em 1997 e 1998, resultado do contágio das crises asiáticas e russa, os bancos realizaram ajustes na sua estrutura patrimonial, através do aumento na participação de aplicações em títulos públicos indexados ao câmbio e a taxa de *overnight* na composição do ativo, acompanhado de uma concentração creditícia, o que permitir uma maior flexibilidade na alocação do portfólio e proporcionou aos bancos um *hedge* cambial contra a possível desvalorização cambial, que de fato viria ocorrer no início de 1999. Os bancos, conjuntamente conseguiram se posicionar de modo defensivo e obtiveram condições para extrair vantagem do ambiente de instabilidade macroeconômica. A

estratégia de flexibilidade patrimonial permitiu aos bancos ampliarem a participação dos títulos públicos pós-fixados ou vinculados à correção cambial em seu portfólio. Dessa forma, modificando a sua composição conforme as suas perspectivas de curto prazo sobre o comportamento da economia brasileira. Assim, mantiveram-se os bancos hegemônicos e o sistema bancário atravessou ileso por essas crises. (DE PAULA; MARQUES, 2006).

Laureto e Oreiro (2010, p. s/p) conceitua *hedge*, escrevendo tratar-se do “instrumento que visa proteger operações financeiras contra o risco de grandes variações de preço de determinado ativo”.

Segundo Corazza (2000), a abertura do mercado nacional para bancos estrangeiros deflagrou uma onda de fusões, incorporações e aquisições sem igual na história brasileira. Transações dessa natureza foram registradas envolvendo não só a compra de bancos nacionais por estrangeiros, mas também entre os bancos nacionais. Dois fenômenos distintos, ainda que complementares, resultaram deste mesmo processo: um significativo aumento da participação do capital estrangeiro no sistema financeiro nacional e um forte movimento de concentração registrado ao longo dos últimos anos.

Nesse sentido, segundo Freitas (2011), entre 1994 e 2001 o número de bancos estrangeiros em atividade no Brasil saltou de 38 para 72. Enquanto algumas instituições estrangeiras optaram pela aquisição do controle acionário dos bancos locais, outras preferiram instalar sucursal ou subsidiária. No primeiro caso se incluem o HSBC e o Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), que adquiriram bancos em situação falimentar, e por esta razão não precisou “pagar pedágio”. No segundo caso, trata-se do banco holandês Rabobank, a primeira instituição a se aproveitar da abertura das condições de acesso ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 1995.

Freitas (2011, p.11) aborda o conceito de pagamento de pedágio dos bancos estrangeiros em atividade no Brasil, assim escrevendo:

Frente ao crescente interesse dos bancos estrangeiros pelo sistema bancário brasileiro, a partir de meados de 1996 o BCB instituiu a cobrança de um pedágio, a título de contribuição para a recuperação dos recursos públicos empregados no saneamento do sistema. Este pedágio foi cobrado tanto dos bancos ingressantes quanto daqueles já presentes no Brasil que decidiram ampliar sua participação em bancos nacionais. Ficaram livres do pagamento de pedágio apenas os bancos estrangeiros que adquiriram instituições bancárias em situação falimentar, caso do HSBC, ou que

entraram no país mediante acordo de reciprocidade, caso da Caixa Geral de Depósito.

No governo Fernando Henrique Cardoso foram promulgados 130 decretos, com base no Art. 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), autorizando a entrada de instituições financeiras bancárias e não bancárias e o aumento de participação estrangeira. Já no governo Lula, este número declinou para 43, não havendo alteração na política em relação aos investimentos estrangeiros no SFN. Várias instituições bancárias estrangeiras foram autorizadas a operar no país por decreto presidencial de reconhecimento de interesse do governo brasileiro, a partir de recomendação do CMN. (FREITAS, 2011).

Diante dessa análise de conjuntura, Freitas (2011) conclui que o aprofundamento da internacionalização bancária em sua dupla dimensão vai ampliar ainda mais a integração da economia brasileira ao mundo das finanças globalizadas. A interface crescente entre bancos de diversas nacionalidades operando em vários países e com diferentes moedas traz inúmeros desafios, sobretudo porque amplia o risco de propagação de crises financeiras. Assim, torna-se imperativo reforçar a regulamentação e a supervisão para prevenir práticas de alto risco que fragilizem bancos e tomadores. O fato de o sistema bancário brasileiro ter passado relativamente ileso pela crise global não significa que a regulamentação e a supervisão não precisem ser reforçadas, conforme o episódio dos derivativos de câmbio.

No próximo capítulo apresenta-se a metodologia de pesquisa, na qual se descrevem os procedimentos realizados para o desenvolvimento deste estudo empírico, incluindo a especificação do modelo, a operacionalização das variáveis, dos índices de mercado e das técnicas econométricas utilizadas.



### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo é apresentada a metodologia utilizada no estudo, compreendendo as características da pesquisa, especificação do modelo empregado, equações do cálculo do retorno esperado, a definição do período de análise, a definição da população e a mostra selecionada, assim como a coleta dos dados, definição das janelas de eventos utilizadas e o teste aplicado.

#### 3.1 CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA

Em termos de metodologia de trabalho, a pesquisa caracteriza-se como empírico-analítica, que consiste em produzir inferências para a população-objeto a partir de uma mostra selecionada. O estudo é de natureza explicativa. Quanto à abordagem do problema da pesquisa, ela é quantitativa, devido à obtenção de dados e uma vez que conta com o emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento de dados e na investigação sistemática e metódica na qual descreve o comportamento dos fenômenos. Usa-se isto para identificar e obter informações sobre o que se caracteriza como um problema e ou questão. (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Do ponto de vista quanto dos procedimentos, o método empregado para elaboração deste estudo foi o de estudo de evento, proposto por Mackinlay (1997), a fim de analisar o comportamento das ações, em razão da ocorrência do anúncio de uma aquisição.

#### 3.2 MODELO DE ESTUDO DE EVENTOS UTILIZADO

Neste item, apresenta-se a especificação do modelo utilizado na presente pesquisa o Estudo de Eventos. Para Brito et al. (2005), o modelo de estudo de eventos tem como premissa central a hipótese de mercado eficiente, a qual considera os investidores agentes racionais e os preços dos ativos representantes de todas as informações relevantes disponíveis.

De acordo com Mackinlay (1997, p. 13):

um estudo de eventos tem muitas aplicações. Em pesquisas contábeis financeiras estudos de evento têm sido aplicados em uma variedade de eventos específicos de cada empresa e econômicos. Alguns exemplos incluem fusões e aquisições, divulgação de resultados, questões envolvendo novos endividamentos ou capital próprio e o anúncio de variáveis macroeconômicas, com déficit comercial, por exemplo. [...] Na maioria das aplicações, o foco é o efeito do evento nos preços de uma classe particular dos ativos de uma empresa.

Assim, para Batistella (2005) a essência de um estudo de eventos se resume na tentativa de mensurar os impactos nos retornos dos títulos em função de eventos ocorridos. O ponto fundamental é a hipótese da eficiência dos mercados, uma vez que os impactos de eventos relevantes seriam refletidos de modo rápido no preço das ações. Sendo assim, pode-se avaliar qual o impacto de um evento no preço de uma ação utilizando um período de curto tempo; por exemplo, o período de três dias. O autor ainda continua relatando que uma das principais funções das informações divulgadas no mercado de capitais é a de possibilitar ao investidor decidir sobre qual ativo alocará os seus recursos escassos.

Portanto, conforme argumenta Batistella (2005), inúmeras pesquisas utilizando estudos de eventos foram publicados, tanto nacional quanto internacionalmente, e que comprovaram a aplicabilidade prática de tal metodologia onde foram analisados processos de privatização, analisando a divulgação de investimentos dentre outras.

Na presente pesquisa foi utilizado o modelo Estudo de Eventos, de Mackinlay (1997), o qual foi utilizado por Brito et al. (2005) em um estudo de fusões e aquisições de bancos no Brasil, realizado no período de 1997 a 2002. Sendo assim, este estudo é uma continuação ao trabalho de Brito et al. (2005), que procurou analisar a ocorrência de retornos anormais ao anúncio de aquisições realizadas no setor financeiro, mais especificamente nas operações realizadas pelos seguintes bancos: Banco do Brasil, Banco Bradesco, Banco Itaú e Banco Santander no período de 2002 a 2011.

Os processos de aquisições contêm aspectos relevantes para criação de valor nas ações das empresas, neste caso evidenciando o retorno anormal aos acionistas das empresas adquirentes, ora analisados nesta pesquisa poderá

contribuir consideravelmente para estudos futuros. Neste sentido que esta dissertação apresenta a seguinte problema de pesquisa:

As fusões e aquisições ocorridas no setor bancário brasileiro, especificamente nos quatro maiores bancos atuantes no Brasil, realizadas no período de 2002 a 2011 criaram retornos anormais para os acionistas das empresas adquirentes?

Desse modo, foram testadas as seguintes hipóteses:

**H<sub>0</sub>:** As aquisições de bancos realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no mercado brasileiro: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander; entre janeiro de 2002 a dezembro de 2011, proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, conseqüentemente resultaram na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes.

A hipótese alternativa seria:

**H<sub>1</sub>:** As aquisições de bancos realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no mercado brasileiro: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander; entre janeiro de 2002 a dezembro de 2011, não proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, conseqüentemente não resultaram na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes.

Essa hipótese foi testada por meio de estudo de eventos e Teste de Sinais. Conforme Batistella (2005) escreve, o próprio nome indica que o teste busca principalmente verificar se ocorreram alterações significativas em alguma variável em análise. É um teste de aplicação específica em estudos de eventos que, após definido a janela do evento e calculado os retornos anormais, testa-se a significância dos sinais obtidos pelos retornos anormais (AR) observados. Caso contrário, rejeita-se a hipótese nula e se aceita a hipótese alternativa ora apresentada.

Para verificar se um evento afetou significativamente o retorno de uma ação, o Estudo de Evento pode comparar um retorno real com um retorno estimado, ou seja, analisa-se o impacto de um evento através da subtração entre retorno

realmente verificado e um retorno esperado, normalmente abrangendo um curto período de tempo.

Conforme Mackinlay (1997), o retorno anormal compreende a parcela da alteração do valor da ação gerada por fatores alheios às variações do mercado acionário em geral, sendo calculado pela diferença entre o retorno da ação efetivamente verificado e o retorno esperado, caso o evento não tivesse ocorrido. O retorno anormal é dado por:

$$AR_{it} = R_{it} - E (R_{it} | X_t) \quad [1]$$

Onde:

$AR_{it}$  = é o retorno anormal do ativo  $i$  na data  $t$ ;

$R_{it}$  = é o retorno efetivo do ativo  $i$  na data  $t$ ;

$E (R_{it} | X_t)$  = é o retorno médio esperado do ativo  $i$  na data  $t$ ;

$X_t$  = é o retorno do Ibovespa e do IBRX-100

A seguir é descrito o modelo do cálculo do retorno esperado do ativo, o que é calculado com base no modelo de mercado.

### 3.3 MODELO PARA O CÁLCULO DO RETORNO ESPERADO/ $E (R_{it} | X_t)$

Nesta seção é apresentado modelo para o cálculo do retorno esperado, com base nos modelos de mercado bem como os parâmetros utilizados para calcular o CAR.

O modelo utilizado por Brito et al. (2005) demonstra que o retorno esperado do ativo é calculado com base no modelo de mercado, que relaciona o retorno dos ativos ao retorno da carteira do mercado como um todo. A equação do modelo é:

$$E (R_{it} | X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad [2]$$

Onde:

- $R_{it}$  = é o retorno do ativo i na data t;  
 $\alpha_i$  = é o intercepto alfa para o ativo i;  
 $\beta_i$  = é o coeficiente de declividade beta para o ativo i;  
 $R_{mt}$  = é o retorno da carteira de mercado na data t;  
 $\epsilon_{it}$  = é o erro o ativo i.

Na presente pesquisa, utilizou-se o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) para representar a carteira de mercado, que é considerado o principal índice do mercado acionário brasileiro. Também foi utilizado um índice mais amplo, o IBRX-100, Índice Brasil, é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. De acordo com Sanvicente e Leite (1994 apud BRITO et al., 2005), para ambos os índices, o cálculo do coeficiente beta é ajustado para eliminar o problema da falta de sincronização entre o retorno da carteira de mercado e o retorno da ação, originária do fato de o índice de mercado ser cotado a todo instante, enquanto a ação pode ter sido negociada antes do final do pregão, causando problemas de viés e inconsistência nas variáveis. O beta ajustado é assim calculado:

[3]

$$\beta = \sum_{k=-1}^1 \frac{\beta_k}{(1 + 2\rho)}$$

Sendo que:

- $\beta$ : é o coeficiente beta ajustado por falta de sincronização;  
 $\beta_k$ : é o coeficiente beta estimado (estimação paramétrica) por mínimos quadrados ordinários;  
 $\rho$ : é o coeficiente de correlação entre os índices de retorno do mercado na data t e na data t-1.

Conforme escrevem Brito et al. (2005), efetua-se o cálculo paramétrico do retorno anormal a partir de três parâmetros: a data do evento, a janela de estimação e a janela do evento. A data do evento compreende o dia em que o mercado toma

conhecimento dele; a janela de estimação é o período anterior à data do evento, utilizado para cálculo do intercepto alfa e do coeficiente beta; e a janela do evento é o período no qual se calcula a diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado, correspondente ao retorno anormal.

Para possibilitar a análise global do efeito do evento no valor das ações, os retornos anormais são acumulados entre o primeiro e o último dia da janela do evento, formando o *Cumulative Abnormal Return*(CAR), que é dado por:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau} \quad [4]$$

Sendo que:

**CAR**: é o retorno anormal acumulado do ativo i;

**T1**: é o primeiro dia da janela do evento;

**T2**: é o último dia da janela do evento

Desse modo, Brito et al. (2005) apresentaram a definição clara dos momentos no tempo para calcular o retorno anormal e afirmam que normalmente o período de estimação é superior em relação ao período de evento e este, por sua vez, é superior em se tratando de janela de evento com o objetivo de fornecer um maior subsídio para o cálculo do retorno esperado, e que não seja muito extenso para não se contaminar por outros eventos relevantes, o que prejudicaria os resultados obtidos.

A seguir apresenta-se a definição do período dos eventos a serem analisados neste estudo.

### 3.4 DEFINIÇÃO DO PERÍODO DE ANÁLISE

Nesta seção é apresentada a definição do período de análise dos eventos, os critérios de seleção da mostra, decisões quanto à quantidade de janelas, levantamento dos dados e o teste aplicado.

Os eventos analisados nesta pesquisa foram as aquisições de bancos ocorridas no mercado financeiro brasileiro entre janeiro de 2002 a dezembro de 2011. A escolha desse segmento para aplicação dos testes adveio ao elevado número de aquisições ocorridas no período, bem como por tratar-se de setor econômico no qual os processos de aquisição são normalmente conduzidos de forma sigilosa, pois envolvem aspectos estratégicos das empresas, reduzindo-se a possibilidade de o mercado ter tomado conhecimento da compra antes de seu anúncio oficial. (BRITO et al., 2005).

Nesse sentido, as instituições financeiras que integraram o teste foram definidas com base no tamanho dos seus ativos. A partir de dados do BACEN através do Sistema do Banco Central do Brasil (SISBACEN), foram selecionadas as quatro instituições financeiras com maiores ativos acumulado no período de 2002 a 2011 e com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Assim sendo, de acordo com o SISBACEN, as instituições componentes deste estudo correspondem os Bancos do Brasil S.A, Banco Bradesco S.A., o Banco Itaú S.A., Banco Bradesco e Banco Santander. Conforme observado na tabela 9, a composição dos quatro maiores bancos por ativo que realizaram processos de aquisições, no período de janeiro de 2002 a dezembro de 2011.

A tabela abaixo apresenta o total de ativos dos quatro bancos no Brasil, classificados de acordo com sua participação no total de ativos do setor bancário brasileiro.

Tabela 3 –Classificação dos bancos por valor de ativos

<b>Classificação dos Bancos por Valor de Ativos – 31 de dezembro de 2011</b>			
<b>Posição</b>	<b>Instituição</b>	<b>Em bilhões</b>	<b>% Total de Ativos</b>
1º	Banco do Brasil	935.009.463	32,83
2º	Banco Itaú	815.220.206	28,62
3º	Banco Bradesco	666.320.079	23,40
4º	Banco Santander	431.759.588	15,15
<b>Total</b>		<b>2.848.309.336</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Sisbacen (2012).

Para um melhor entendimento, apresenta-se na tabela 4 o detalhamento dos números das Aquisições de acordo com os dados da RISKbank (2011), que demonstram o total de 47 aquisições efetuadas pelas instituições financeiras ocorrido no mercado brasileiro, num período de 10 anos.

Tabela 4 – Números de Aquisições – período de 2002-2011

Item	Instituições Financeiras adquirentes	Nº de aquisições	Percentual %
01	Banco do Bradesco	11	23,40
02	Banco Itaú	07	14,89
03	Banco do Brasil	02	4,25
04	Banco Santander	01	2,13
05	American Express Bank	01	2,13
06	ABN Amro Real	01	2,13
07	Banco Rural	01	2,13
08	HSBC	03	6,38
09	Bank of America (Bofa)	01	2,13
10	Unibanco	03	6,38
11	Grupo Seculus	01	2,13
12	Société Générale/Banco mais	02	4,25
13	UBS	01	2,13
14	Credit Suisse – Brasil	01	2,13
15	Cetelem	01	2,13
16	Consórcio: RBS, Fortis e Santander	01	2,13
17	André Esteves	01	2,13
18	Rendimento	01	2,13
19	Caixapar – CEF	01	2,13
20	Scotiabank	01	2,13
21	Banco BMG	02	4,25
22	BTG Pactual	01	2,13
23	JBS (frigorífico)	01	2,13
24	Sertrading S.A, Min. Stª Elina e Com.S.A.	01	2,13
<b>Total</b>		<b>47</b>	<b>100</b>

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do RISKbank (2011).

No próximo item apresentam-se os critérios que foram utilizados para a seleção da amostra deste estudo.

### 3.4.1 Critérios de seleção da amostra

Nesta pesquisa os principais critérios a serem utilizados na amostra foram os seguintes:

- 1) Aquisições ocorridas no setor bancário: Banco Bradesco, Banco Itaú, Banco do Brasil e o Banco Santander, são companhias de capital aberto que possuem ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2002 a 2011.



- 2) Ações negociadas possuem liquidez suficiente para realização dos cálculos necessários.
- 3) Para representar carteira de mercado, foram utilizados dois índices do mercado acionário brasileiro o Ibovespa e o IBRX-100.
- 4) Os eventos serão considerados como de transferência de controle com a publicação oficial do Banco Central do Brasil no Diário Oficial da União (DO) e a data tomada como referência. Obteve-se na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o dia em que a instituição adquirente comunicou oficialmente ao mercado a aquisição realizada, por meio do fato relevante.

Diante dos pré-requisitos apresentados, de acordo com os dados da RISKbank (2011), a mostra ficou composta por 20 aquisições, conforme evidenciadas na tabela a seguir:

Tabela 5 – Amostra selecionada

<b>AMOSTRA SELECIONADA</b>			
<b>Número</b>	<b>Instituição Adquirida</b>	<b>Novo Controlador</b>	<b>Ano</b>
1	Mercantil de São Paulo	Bradesco	2002
2	BEA (Amazonas)	Bradesco	2002
3	Banco Cidade	Bradesco	2002
4	Banco BBV Brasil	Bradesco	2002
5	BBA Creditanstalt	Itaú	2002
6	Banco Fiat	Itaú	2002
7	Banco AGF e AGF Seguros	Itaú	2003
8	Banco Zogbi	Bradesco	2003
9	BEM (Maranhão)	Bradesco	2004
10	Rede Emp. CDC Banco Morada	Bradesco	2005
11	BEC – Banco do Est do Ceará	Bradesco	2005
12	Amex	Bradesco	2006
13	BankBoston	Itaú	2006
14	BMC	Bradesco	2007
15	ABN AMRO	Santander	2007
16	Unibanco	Itaú	2008
17	Nossa Caixa	Banco do Brasil	2008
18	Banco Votorantim	Banco do Brasil	2009
19	Ibi	Bradesco	2009
20	Carrefour (“Banco CSF”)	Itaú	2011

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do RISKbank (2011).

A composição da amostra compreende somente as aquisições efetuadas pelos bancos Banco Bradesco, Banco Itaú, Banco do Brasil e o Banco Santander, por estarem delimitados no trabalho.

A seguir no quadro 5 consta a distribuição dos processos de Fusões e Aquisições bancárias realizadas pelas quatro instituições ocorrido no período de 2002 a 2011.

Quadro 5 – Distribuição dos processos de F&AS no período

Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
Nº de eventos	6	2	1	2	2	2	2	2	0	1	20

Fonte: Elaborado própria a partir de dados do RISKbank (2011).

Sobre a data do evento, Brito et al. (2005) afirmam que o relatório de Composição e Evolução do SFN contém a data em que a aquisição foi publicada no Diário Oficial da União, após ela ter sido aprovada pelo BACEN. A partir dessa data, tomada como referência, obteve-se na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o dia em que a instituição adquirente comunicou oficialmente ao mercado a aquisição realizada, por meio do fato relevante.

Brito et al. (2005) ressaltam que, nas aquisições de instituições privadas, a data do evento é considerada como o dia da publicação do fato relevante, por se tratar do anúncio oficial por parte da instituição adquirente, sendo que para as aquisições de bancos públicos é considerada como data do evento a data efetiva do negócio, devido ao fato de terem ocorrido por meio de leilão público, com largo conhecimento pelo mercado. No entanto, destaca-se que nesses casos a publicação do fato relevante foi feita no dia posterior ao leilão, após as 18:00 hs para evitar informações privilegiadas.

Na tabela 6, conforme os dados da CVM (2011), apresentam-se a data da ocorrência do Fato Relevante das F&A anunciada pelas instituições bancárias adquiridas pelas compradoras e o valor do negócio realizado no período.

Tabela 6– Fatos relevantes das F&amp;A

Instituição Compradora	Data	Instituição Adquirida	Data Fato Relevante	Valor do Negócio
<b>Bco Bradesco</b>	Jan/2002	Mercantil de São Paulo	14/01/2002	R\$ 1,372 bilhões
	Jan/2002	BEA (Amazonas)	24/01/2002	R\$182,9 milhões
	Fev/2002	Banco Cidade	25/02/2002	R\$ 366 milhões
	Jan/2003	Banco BBV Brasil	10/01/2003	R\$ 2,7 bilhões
	Nov/2003	Banco Zogbi	07/11/2003	R\$ 650 milhões
	Fev/2004	BEM (Maranhão)	10/02/2004	R\$ 78 milhões
	Abr/2005	Rede Emp. CDC Banco Morada	18/04/2005	R\$ 80 milhões
	Dez/2005	BEC – Banco do Est do Ceará	21/12/2005	R\$ 700 milhões
	Mar/2006	Amex	20/03/2006	US\$ 490 milhões
	Jan/2007	BMC	24/01/2007	R\$ 800 milhões
<b>Banco Itaú</b>	Jun/2009	Ibi	05/06/2009	R\$ 2 milhões
	Nov/2002	BBA Creditanstalt	05/11/2002	R\$ 3,3 bilhões
	Dez/2002	Banco Fiat	03/12/2002	R\$ 897 milhões
	Out/2003	Banco AGF e AGF Seguros	20/10/2003	R\$ 243 milhões
	Mai/2006	BankBoston	02/05/2006	R \$ 4,5 bilhões
	Nov/2008	Unibanco	03/11/2008	R\$704 milhões
	Abr/2011	Carrefour (“Banco CSF”)	14/04/ 2011	R\$ 725 milhões
<b>Bco do Brasil</b>	Nov/2008	Nossa Caixa (20/11/2008)	21/05/2008	R\$ 5,386 bilhões
	Jan/2009	Banco Votorantim	09/01/2009	R\$ 4,2 bilhões
<b>Bco Santander</b>	Out/2007	ABN AMRO	04/10/2007	US\$ 101 bilhões

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da CVM (2011).

Após identificados os fatos relevantes, a seguir são apresentadas a principais decisões e a estrutura de um estudo de eventos.

### 3.4.2 Decisões quanto às janelas

Foram definidas quatro janelas de evento contendo, além da própria data do evento, dias anteriores e posteriores. Sendo que a inclusão de dias posteriores à data do evento justifica-se pelo fato de que o mercado pode demorar a ajustar-se à informação e atingir o novo ponto de equilíbrio. Por outro lado, a inclusão de dias anteriores à data do evento é importante, uma vez que o mercado pode antecipar-se ao anúncio do evento, o que se refletiria antecipadamente no preço das ações (MACKINLAY, 1997).

A janela de estimação usada para o cálculo do coeficiente beta neste estudo é definida como o período compreendido entre o 120<sup>o</sup>, o 29<sup>o</sup> e o 1<sup>o</sup> dias anteriores à data de cada evento, de maneira que todas as janelas de estimação contêm 90 dias. Conforme recomenda Mackinlay (1997), não há sobreposição entre a janela de

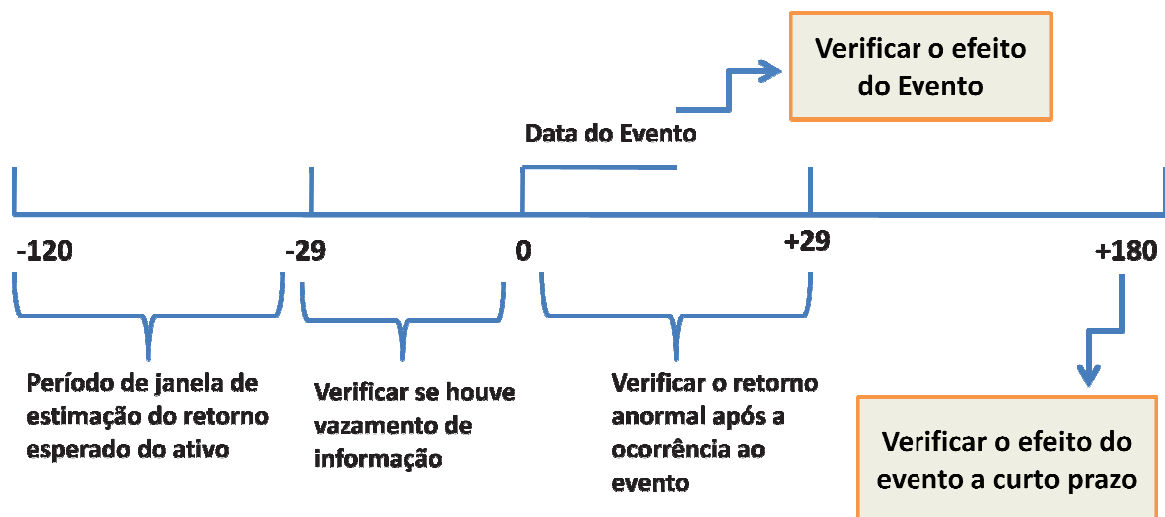
estimação e a janela do evento em nenhuma das aquisições analisadas, para não ocorrer influência do evento no cálculo do coeficiente beta.

Também foi verificado se ocorreu vazamento de informação no período anterior ao evento: (-29 a -1). Assim, o período do evento inicia-se numa data após o término do período de estimação e normalmente possui a mesma quantidade de dias antes e depois da data do evento (D0); contém a janela do evento: (-29, +29).

Por fim foi avaliado período do retorno anormal acumulado durante os 180 dias subsequentes ao evento para verificar se os retornos anormais na data do evento serão persistentes em médio prazo: (29 até os 180 dias).

Pode-se observar na figura abaixo a linha do tempo do estudo de eventos.

Figura 1 – Localizações espaço-temporais em um estudo de eventos



Fonte: Elaboração própria.

Considerando-se que o modelo foi adaptado no trabalho realizado por Brito et al. (2005), com a definição da janela de estimação, da data do evento e da janela do evento, procedeu-se à coleta das cotações das ações das instituições, do Índice Bovespa e o IBRX 100. Como as empresas possuem mais de um tipo de ação negociada na Bovespa, selecionaram-se os papéis de maior liquidez: Banco do Brasil PN (BBAS3), Bradesco PN (BBDC4), Itaú PN (ITAU4) e Santander PN (SANB4).

A seguir apresenta-se a forma de como se realizou o levantamento dos dados para cálculo do (AR) partir dos dados da Economática.

### 3.4.3 Levantamento dos dados

Nesta etapa, foram levantadas, na base de dados da Economática, informações necessárias para os cálculos financeiros do estudo. Os valores considerados são as cotações de fechamento, ajustadas aos proventos.

Para um melhor entendimento do processo em questão, o procedimento referente ao cálculo dos retornos anormais do primeiro processo de transferência de controle inserido na amostra deste estudo, nesse caso, aqui é apresentado como exemplo a aquisição do Banco da Amazônia que foi adquirido pelo Banco Itaú. O ponto de partida é a data do evento (D0). Com base nisso, calculam-se quantas cotações são necessárias antes e depois da data. Nesse exemplo, devido o fato do período de evento ter tamanho (-29, +29) e o período de estimação ser igual a 120, são necessários 29 registros após a data do evento e 119 registros anteriores. A tabela 7 exemplifica o cálculo dos retornos anormais observados para a ação ITAÚ4 em se tratando da aquisição do Banco da Amazônia.

Os retornos reais devem ser calculados tanto no período de estimação quanto no período do evento. Tendo-se calculado os retornos reais para a ação e considerando-se estas datas, deve-se fazer o mesmo para o IBOVESPA e o IBRX-100. E assim este procedimento é efetuado a cada evento.

Tabela 7 – Cálculo dos retornos anormais (AR)

ITAÚ4/BANCO DA AMAZÔNIA										
n	Data	Q Negs	Q Tits	Volume\$	Fechamento	var IBRX	VAR IBOVESPA	VAR ITAU	CAR	
-										Período de estimação : n= 120
120	09/08/2001	276	1976150	14197724	4,9527041	-0,0027385	-0,0061255	0,0025349		
:	:	:	:	:	:	:	:	:		
-35	06/12/2001	441	4939000	31233216	4,3741882	0,0066635	0,0116639	0,0057307		
-34	07/12/2001	324	2640275	17087720	4,4370357	-0,0111307	-0,0179608	0,0142656		
-33	10/12/2001	385	3796925	23894425	4,3490492	0,0015977	0,011068	0,0200293		
-32	11/12/2001	315	4505050	28870866	4,4370357	-0,0051217	-0,0073151	0,0200293		
-31	12/12/2001	435	3386625	21660892	4,4244664	0,0067168	0,0159052	0,0028368		
-30	13/12/2001	212	2408175	15329933	4,3872607	-0,0238721	-0,0310021	0,0084446		
-29	14/12/2001	215	4011975	25380713	4,3716743			0,0071906	0,72%	
-28	17/12/2001	206	3104475	19699767	4,3741882			0,0030787	1,03%	
-27	18/12/2001	259	3091825	19692676	4,4244664			0,0168644	-0,66%	
-26	19/12/2001	307	3676475	23465985	4,3741882			0,0055907	-1,22%	

-25	20/12/2001	301	2518725	15735342	4,3239105			0,0097652	-0,24%
-24	21/12/2001	525	4902425	30231277	4,3113408			0,0292037	-3,16%
-23	24/12/2001	-	-	-	-			-	-3,16%
-22	25/12/2001	-	-	-	-			-	-3,16%
-21	26/12/2001	421	2712050	16657653	4,3113408			-	-3,16%
-20	27/12/2001	365	2157650	13795125	4,424215			0,0032083	-2,84%
-19	28/12/2001	279	1196250	7646932,7	4,4965211			0,0259659	-0,24%
-18	31/12/2001	-	-	-	-			-	-0,24%
-17	01/01/2002	-	-	-	-			-	-0,24%
-16	02/01/2002	420	3106125	20452949	4,7034472			-	-0,24%
-15	03/01/2002	298	2852575	18951111	4,6267604			0,0379371	-4,04%
-14	04/01/2002	291	1824625	11897710	4,5756363			0,0148793	-5,53%
-13	07/01/2002	226	1529825	9873999,7	4,5247674			0,0139276	-6,92%
-12	08/01/2002	193	1376650	8913010,2	4,6009426			0,0276764	-4,15%
-11	09/01/2002	219	2663925	17275999	4,5756363			0,002156	-3,94%
-10	10/01/2002	229	1969825	12624109	4,4746656			0,0022303	-3,71%
-9	11/01/2002	198	4240500	27226140	4,4759435			-0,000925	-3,81%
-8	14/01/2002	353	2828925	17781863	4,4197068			0,0136311	-2,44%
-7	15/01/2002	262	2127950	13620449	4,3967008			0,0009816	-2,34%
-6	16/01/2002	182	3570325	22550801	4,4475694			0,0069906	-1,65%
-5	17/01/2002	207	1492425	9632464,1	4,5873949			0,0161338	-0,03%
-4	18/01/2002	173	1986325	12865049	4,550074			-0,010477	-1,08%
-3	21/01/2002	109	380050	2441804,7	4,4989495			0,0009386	-0,99%
-2	22/01/2002	196	2201375	14187259	4,5487957			0,019538	0,97%
-1	23/01/2002	186	983675	6378307,4	4,6011986			0,0020774	0,76%
<b>0</b>	<b>24/01/2002</b>	<b>139</b>	<b>942425</b>	<b>6034952,2</b>	<b>4,4989495</b>			<b>0,0186988</b>	<b>-1,87%</b>
1	25/01/2002	-	-	-	-			-	-1,87%
2	28/01/2002	255	2016575	12939207	4,4733872			-	-1,87%
3	29/01/2002	245	3846975	24198893	4,3964452			0,0122083	-0,65%
4	30/01/2002	347	6116550	37835175	4,370883			0,0079729	-1,45%
5	31/01/2002	312	3035450	18765092	4,3322838			0,0205094	-3,50%
6	01/02/2002	256	2078725	12787338	4,2968624			0,0046938	-3,97%
7	04/02/2002	254	1901350	11526092	4,3221818			0,0144368	-2,52%
8	05/02/2002	261	1225125	7588065,5	4,4347119			0,0112965	-1,39%
9	06/02/2002	268	1934350	12296338	4,5267821			0,0201111	0,62%
10	07/02/2002	293	2728825	17683686	4,5267821			0,0037471	0,99%
11	08/02/2002	121	955625	6075463,7	4,4372695			0,0150579	-0,51%
12	11/02/2002	-	-	-	-			-	-0,51%
13	12/02/2002	-	-	-	-			-	-0,51%
14	13/02/2002	727	2821500	17416080	4,3503144			-	-0,51%
15	14/02/2002	392	3557125	22689408	4,5270378			0,023023	1,79%
16	15/02/2002	380	2330625	15225933	4,6546572			0,0284608	4,64%
17	18/02/2002	243	1479225	9587551,3	4,5983923			0,0061878	4,02%
18	19/02/2002	357	1975600	12969232	4,5651446			5,509E-05	4,02%
19	20/02/2002	450	2286900	15093618	4,7313825			0,0175221	5,77%
20	21/02/2002	650	5432900	37304704	4,8592575			0,0134885	7,12%
21	22/02/2002	486	6319225	44411865	4,9615579			0,0187794	9,00%
22	25/02/2002	705	7579000	55009790	5,1405832			0,0122721	10,23%
23	26/02/2002	842	13637250	101040451	5,2940333			0,0299171	13,22%
24	27/02/2002	480	6650600	49438539	5,2300958			-0,025848	10,63%
25	28/02/2002	392	7384850	54257234	5,1150081			0,0128727	9,35%
26	01/03/2002	353	3416050	24579650	5,1171829			0,0202003	7,33%
27	04/03/2002	312	2571250	18363358	5,0529623			0,0158886	5,74%
28	05/03/2002	633	5462050	37756873	4,7845661			0,0302778	2,71%
29	06/03/2002	537	5690025	38409517	4,8101517			0,0145206	4,16%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Econômica.

No estudo de eventos verifica-se se os retornos são significativos ou não. Ou seja, sob uma ótica estatística, o comportamento do retorno de ações. Para esta verificação, foi adotado estimação paramétrica dos sinais.

O estudo seguiu o mesmo modelo utilizado por Brito et al. (2005) fundamentado em Mackinlay (1997), utilizando o modelo de mercado, onde é calculado o coeficiente beta das ações das instituições adquirentes para cada evento. Considera-se que os resultados significativos para explicar as variações das ações devem apresentar um *valor-p* inferior ao nível significância estabelecido neste trabalho ( $\alpha = 5\%$ ).

Os testes estatísticos foram efetuados com a utilização do software Microsoft Excel 97, em especial com o uso das ferramentas análise de dados, regressão simples e análise de dados e correlação.

Para verificar a normalidade dos dados, foi aplicado o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov (KS). Nesse sentido, em seguida foi aplicado o Teste de Sinais (não paramétrico), conforme é apresentado a seguir.

#### **3.4.4 Testes de Sinais**

Neste estudo foi utilizado o Teste de Sinais. Conforme Batistella (2005) escreve, o próprio nome indica que este teste busca verificar se ocorreram alterações significativas em alguma variável em análise. Por essa razão, é considerado como um teste emparelhado, na medida em que procura comparar duas situações distintas: antes e depois, com e sem um determinado tratamento, ocorrência ou não de um evento. É um teste de aplicação específica em estudos de eventos, onde se calcula os retornos anormais, testa-se a significância dos sinais obtidos pelos retornos anormais (AR) observados. Os pressupostos do teste são: probabilidade de sinais positivos e negativos é igual, sendo que há uma simetria distribucional. Foi aplicado o teste não-paramétrico Teste de Sinais, o qual envolve a hipótese nula de que a ocorrência do evento não causou retornos anormais significativos, ou seja, uma vez que a distribuição dos sinais (+) e dos sinais (-) é simétrica, se um determinado evento for irrelevante, então a quantidade de sinais (+) e sinais (-) são diferentes estatisticamente. A estatística do teste é dada por:

$$\theta = \left[ \frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1) \quad [5]$$

Sendo que:

$N^+$  é o número de retornos anormais acumulados (CAR);

$N$  é o número total de retornos anormais acumulados (CAR).

Para Mackinlay (1997), a base do teste é que, sob a hipótese nula, é igualmente provável que o CAR será positivo ou negativo.

Assim, no próximo capítulo apresentam-se os resultados realizados neste estudo, após os procedimentos econométricos descritos e proposto no modelo metodológico.



## 4 ANÁLISES DOS RESULTADOS

Nesta seção, abordam-se os resultados encontrados no presente estudo através do método Estudo de Eventos. Os dados foram apresentados buscando-se identificar e analisar se as aquisições de bancos realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no mercado brasileiro: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander; entre janeiro de 2002 a dezembro de 2011, proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, dessa forma resultaram na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes.

O capítulo está estruturado em duas partes relacionadas aos objetivos específicos deste trabalho. A primeira apresenta o comportamento dos retornos anormais e se houve retornos anormais antes do anúncio, o que poderia indicar vazamento de informação. A segunda trata de se o retorno anormal no curto prazo após o anúncio da aquisição é duradouro.

### 4.1 COMPORTAMENTOS DOS RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS – CAR

Esta seção apresenta os números e as análises dos resultados do comportamento dos retornos anormais acumulados de forma que os resultados obtidos e a comparação de médias evidenciam o CAR. Ou seja, tornando-se evidente a média dos retornos anormais das instituições bancárias para os acionistas das empresas adquirentes dos quatro bancos. Também foram analisadas as comparações entre as médias dos retornos anormais se houve a ocorrência de retorno anormal por banco.

Os eventos foram definidos como as aquisições realizadas pelas quatro instituições bancárias, comerciais múltiplos e banco público de economia mista sendo eles: Banco Itaú, Banco Bradesco, Banco do Brasil e o Banco Santander. Desse modo, foi verificado se os eventos ocorridos nestas instituições proporcionaram retornos anormais significativos positivos ou negativos para os seus acionistas. O comportamento dos retornos anormais acumulados CAR, bem como os resultados obtidos para comparação de médias para as empresas adquiridas, estão representados a seguir.

Tabela 8 – Retornos anormais acumulados

RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS									
Número	Evento Banco Comprador	Evento Banco adquirido	Retornos anormais acumulados por janela						
			Período/Fato relevante	CAR de -29 até -1	RA(0) data do Evento	CAR + 29	CAR + 180	Ibovespa	IBRX 100
1	ITAU	Agf	20/10/2003	-8,42%	-1,88%	-5,46%	17,09%	0,7919	1,1868
2		BankBoston	02/05/2006	4,77%	1,27%	4,95%	6,01%	0,946	1,0826
3		BBA Creditanstalt	11/05/2002	13,59%	-0,74%	-6,70%	-0,45%	1,068	1,3719
4		Banco Fiat	03/12/2002	6,44%	-0,52%	1,26%	-12,28%	0,519	0,7488
5		BEA Amazonas	24/01/2002	0,76%	-1,87%	5,29%	-0,23%	0,76	0,9629
6		Banco Mercantil SP	14/01/2002	-4,17%	1,58%	16,84%	13,16%	0,798	1,0011
7		Unibanco	03/11/2008	2,70%	0,60%	3,50%	24,74%	0,92	0,8827
8		Carrefour (Banco CSF)	14/04/ 2011	3,30%	-0,68%	-0,77%	3,45%	1,075	1,2025
9	BRADESCO	Banco Cidade	25/02 2002	6,71%	3,03%	11,89%	5,58%	0,833	1,0106
10		BBV Brasil	01/10/2003	5,27%	0,12%	2,64%	-38,21%	1,066	1,3452
11		Banco Zogbi	11/07/2003	-18,01%	1,42%	4,71%	-20,25%	0,936	1,2195
12		BEM Maranhão	02/10/2004	-9,76%	-0,39%	-4,28%	-17,30%	0,894	1,0491
13		Rede CDC Bco Morada	18/04/2005	12,05%	-1,58%	11,80%	107,48%	0,719	1,0885
14		BEC-Est Ceará	21/12/2005	14,02%	2,44%	14,78%	32,95%	0,98	1,1195
15		Amex	20/03/2006	9,86%	-0,79%	-3,31%	50,15%	1,114	1,1754
16		BMC	24/01/2007	4,41%	0,92%	-11,92%	29,90%	0,994	1,0784
17	Ibi	06/05/2009	5,16%	-0,49%	-7,01%	-39,06%	1,051	1,0558	
18	BRASIL	Nossa Caixa	20/11/2008	-0,32%	1,78%	9,99%	38,28%	1,131	1,1146
19		Bco Votorantim	01/09/2009	1,53%	4,27%	1,84%	47,56%	1,147	1, 1435
20	SANTANDER	ABN Amaro	10/04/2007	18,36%	-0,88%	30,63%	36,94%	-0,1002	-0 ,058
<b>MÉDIA TOTAL</b>				<b>3,41%</b>	<b>0,38%</b>	<b>4,03%</b>	<b>14,28%</b>	<b>0,8822</b>	<b>1,0391</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

De modo geral, ao serem analisados os eventos ocorridos nos quatro bancos, observa-se que todas as janelas apresentaram CAR positivo. Todavia, o CAR médio foi baixo, sendo apenas 0,38%. O retorno anormal médio do dia do anúncio do evento aparentemente não causou surpresa ao mercado, que já havia provocado um retorno anormal médio acumulado de 3,41% nos 30 dias anteriores ao anúncio, ou seja, aparentemente o mercado já esperava uma operação de aquisição.

A seguir na terceira janela (CAR +29), que corresponde o período de vinte e nove dias após a data da ocorrência do evento, os resultados observados revelaram a média acumulada de 4,03% da amostra das empresas adquiridas, fornecendo indícios de que a ocorrência dos retornos anormais voltou a crescer, ou seja, a retomada da riqueza dos acionistas em um período de até 29 dias após a data do anúncio da aquisição. Isso denota certa ineficiência do mercado, pois o mesmo demorou a reagir. Num mercado de eficiência semiforteFamá (1970), os preços deveriam reagir imediatamente ao anúncio de uma nova informação, ou seja, os

eventuais benefícios de uma aquisição deveriam ser precificados na data do anúncio e assim ter gerado um CAR maior que os 0,38% encontrados e um CAR + 29 menor que os 4,03% encontrados. Esta ineficiência fica ainda mais evidente no período CAR + 180. Por outro lado, pode se justificar o elevado CAR + 180 através da suposição de que após alguns meses a aquisição mostrou-se realmente interessante, e o mercado com mais informações teve condições de fazer uma melhor precificação do que havia feito na data do anúncio.

Na quarta e última janela (CAR + 180), identificou-se o resultado em médio curto de até 180 dias após o anúncio do evento. Os retornos anormais obtiveram comportamentos semelhante à janela anterior. Apresentaram a média acumulada de 14,28%. Constatando-se que os retornos anormais continuaram aumentando, os preços das ações aumentaram, fornecendo fortes indícios que a riqueza dos acionistas aumentou em um período de até 180 dias posterior a data do anúncio da aquisição.

#### 4.2 MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS

Após analisar o CAR por janelas das médias gerais por bancos, nesta seção buscou-se conhecer se as comparações entre as médias dos retornos anormais demonstradas resultaram na criação de valor por banco, bem como foi avaliado se ocorreu retornos anormais antes do anúncio, o que poderia indicar vazamento de informação. O detalhamento está representado na tabela abaixo.

Tabela 9 – Média dos retornos anormais das instituições bancárias

<b>Médias das Instituições Bancárias por Janela</b>				
<b>Média / Banco</b>	<b>CAR de -30 até -1</b>	<b>RA data do Evento (DO)</b>	<b>CAR +30</b>	<b>CAR + 180</b>
Itaú	2,37%	-0,28%	2,36%	6,44%
Bradesco	3,30%	0,52%	2,14%	12,36%
B Brasil	0,61%	3,03%	5,92%	42,92%
Santander	18,36%	-0,88%	30,63%	36,94%

Fonte: Dados da pesquisa

Comparando as médias das instituições bancárias por janelas, observa-se, na janela (CAR de -29 até -1), que todos os bancos demonstraram CAR positivos, com valores mais elevados. Somente o Banco do Brasil apresentou o menor valor. De acordo com as médias obtidas, constatou-se que todos os bancos demonstraram

indícios de ocorrência de retornos anormais antes da data do evento, o que sugere que o mercado já esperava o anúncio da aquisição. Aparentemente o vazamento de informação é menor em bancos de controle estatal, já a melhor operação, de acordo com a expectativa do mercado, foi a do Banco Santander, que apresentou um CAR de 18,36% no mês anterior ao anúncio de aquisição, seguido do Bradesco, que apresentou a média de 3,30%, do Itaú, que apresentou uma média de 2,37% e o do BB, que apresentou uma média de 0,61% da amostra das empresas adquiridas, levando à evidência que o mercado obteve conhecimento antecipado da transação, indicando também o vazamento de informações ao período anterior ao anúncio dos processos de aquisição. Nesse sentido, podem ter ocorridos fatos especulativos do mercado.

Sobre esse assunto Camargos e Barbosa (2007) afirmam que uma vez constatado que o mercado de capitais brasileiro é eficiente na forma semiforte, isto é, quando todas as informações relevantes, entre elas o anúncio de F&A, são imediatamente incorporadas aos preços dos ativos. Partindo-se do pressuposto de que os investidores no mercado tentarão antecipar o resultado do processo de F&A, promovendo ajustes nos preços para baixo ou para cima, dependendo de suas expectativas, procuram se beneficiar antecipadamente dos processos de F&A.

Em seguida, ao se analisar a segunda janela (RA data do Evento D0) através das médias, constatou-se que dois bancos apresentaram CAR positivo (BB 3,03% e Bradesco 0,52%) e dois bancos apresentaram CAR negativo (Itaú -0,28% e Santander -0,88%). A única variação superior a 1% (positiva ou negativa) foi a do BB, o que reforça a percepção de que o mercado não teve conhecimento prévio desta operação e a surpresa na data do anúncio provocou esse retorno anormal e cresceu a média acumulada nas demais janelas após o anúncio do evento.

Dois bancos apresentaram médias negativas no dia do evento (Itaú -0,28% e Santander -0,88%), o que sugere que movimentos especulativos em torno aos boatos referente às operações de aquisição inflou demais os preços das ações e na data do anúncio houve um ajuste de preço.

Em se tratando das janelas (CAR +29) e (CAR + 180), que correspondem a um período de 29 a 180 dias após a data do evento, nessas duas janelas os bancos apresentaram elevados retorno anormal, apresentaram médias positivas, fornecendo fortes indícios que os acionistas realmente perceberam que as operações de aquisições realizadas pelos executivos foram benéficas aos acionistas. Com grande

parte do CAR sendo realizado após 180 dias da data do anúncio, período suficiente para os acionistas verificarem os eventuais benefícios da operação das aquisições. Destaca-se nessas janelas que os bancos que apresentaram maior média positiva foram: (BB 5,92% e 42,92%) e o banco Santander (30,63% e 36,94%), ou seja, os bancos de controle privado nacional aparentemente se beneficiam menos em suas operações recentes de aquisições, todavia os bancos BB (controle estatal) e o Santander (controle estrangeiro), aparentemente trazem maior benefício ao realizarem operações de aquisições.

É interessante notar que no banco Santander que apresentou média negativa na data do evento, mas que a quase a totalidade do CAR foi obtida no período de 29e 180 dias após o anúncio. Ou seja, nesta situação há indícios de demora do mercado para precificar as novas informações, pois em 29 dias dificilmente o banco já teria condições de apresentar efeitos decorrentes da aquisição.

A análise gráfica possibilitou um melhor entendimento do comportamento do retorno anormal, bem como a confirmar os resultados encontrados na tabela 9, através das médias acumuladas apresentada nas janelas e por instituição financeira.

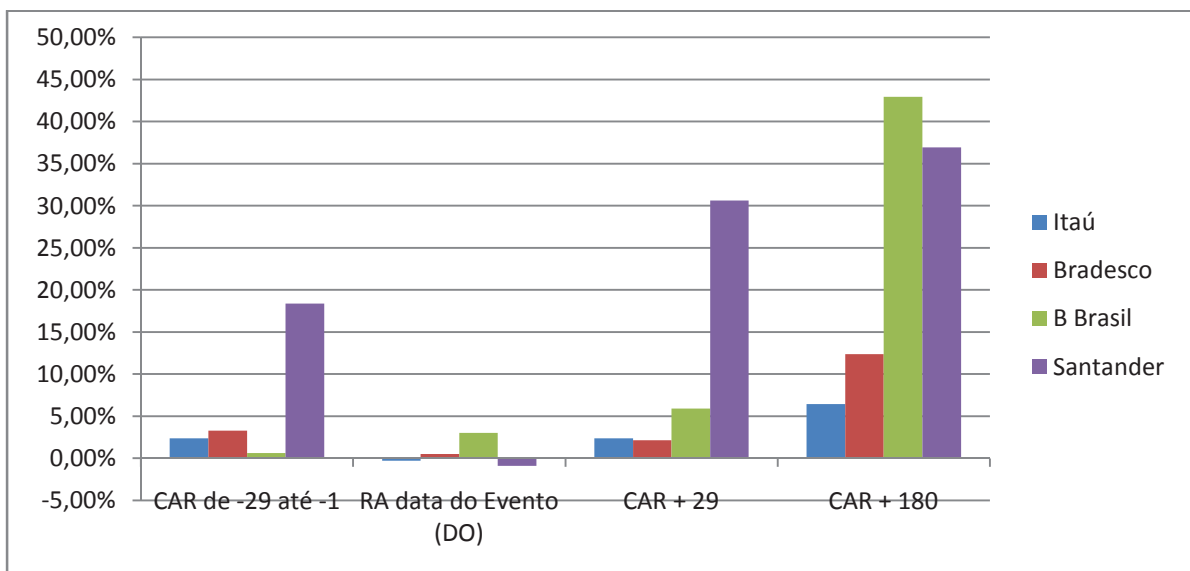


Gráfico 1 - Média dos retornos anormais das instituições bancárias por janelas

#### 4.2.1 Aplicação do Testes dos Sinais

A fim de verificar se os eventos definidos como aquisições de instituições que foram adquiridas pelos quatro bancos no período de 2002 a 2011 causaram retornos anormais significativos, foi aplicado o Teste de Sinais, o qual busca sobretudo verificar se ocorreram alterações significativas em alguma variável em análise, onde procuram-se comparar duas situações distintas: antes e depois, com e sem um determinado tratamento, ocorrência ou não de um evento. Os resultados do teste são apresentados no quadro abaixo.

A fim de verificar se os eventos definidos como aquisições de instituições que foram adquiridas pelos quatro bancos no período de 2002 a 2011 causaram retornos anormais significativos de acordo com o Teste de Sinais, foram analisadas as quatro janelas e os resultados da aplicação do teste são apresentados no quadro 6.

Quadro 6 – Teste dos sinais

Teste dos Sinais				
Eventos	Janela			
	CAR de - 29 até -1	RA data do Evento (DO)	CAR + 29	CAR + 180
CAR positivo	15	10	13	13
CAR negativo	5	10	7	7
Total	20	20	20	20
Estatística Teste 0	<b>3,41</b>	<b>0,38</b>	<b>4,03</b>	<b>14,28</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao ser aplicado o teste, constatou-se que o maior impacto do anúncio ocorreu na janela de (-29 até -1), corresponde à janela do período que antecede ao fato relevante. De acordo com os números evidenciados diante dos 20 casos de aquisições realizadas no período, ocorreram quinze casos de CAR positivos e apenas cinco casos negativos. O que evidencia a ocorrência de retornos anormais e o conseqüentemente aumento da riqueza dos seus acionistas. O mercado demonstrou interesse elevado no período que antecede ao anúncio de aquisição, provavelmente por ter conhecimento antecipado da informação do fato relevante, levando ao um forte indício de ocorrência de vazamento de informação durante o período anterior do anúncio dos processos de aquisição.

Com relação à janela D0, diante dos 20 casos de aquisições realizadas, ao ser aplicado o teste constatou-se valores iguais, sendo 10 casos de CAR positivo e 10 casos de CAR negativo. Acredita-se que os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes. Além disso, o mercado não demonstrou interesse pelo anúncio devido ao fato de ter conhecimento antecipado da informação.

Em seguida ao serem analisadas as janelas (CAR +29) e (CAR + 180), constataram-se valores semelhantes, sendo 13 CAR positivos e 7 CAR negativos nas duas janelas, porém na janela(CAR + 180) apresentou maior valor estatístico. Esse resultado pode indicar que provavelmente após um período de 29 a 180 continuam ocorrendo retornos anormais e criando valor para os acionistas das empresas adquiridas. O mercado continuou avaliando de forma positiva as ações das empresas adquiridas.

A análise do gráfico 2 possibilitou um melhor entendimento da aplicação dos teste dos sinais, que demonstrou os resultados encontrados por janela diante do anúncio dos casos de aquisições realizadas no período, bem como proporcionou a visualização e a confirmação dos resultados demonstrados no quadro 6.

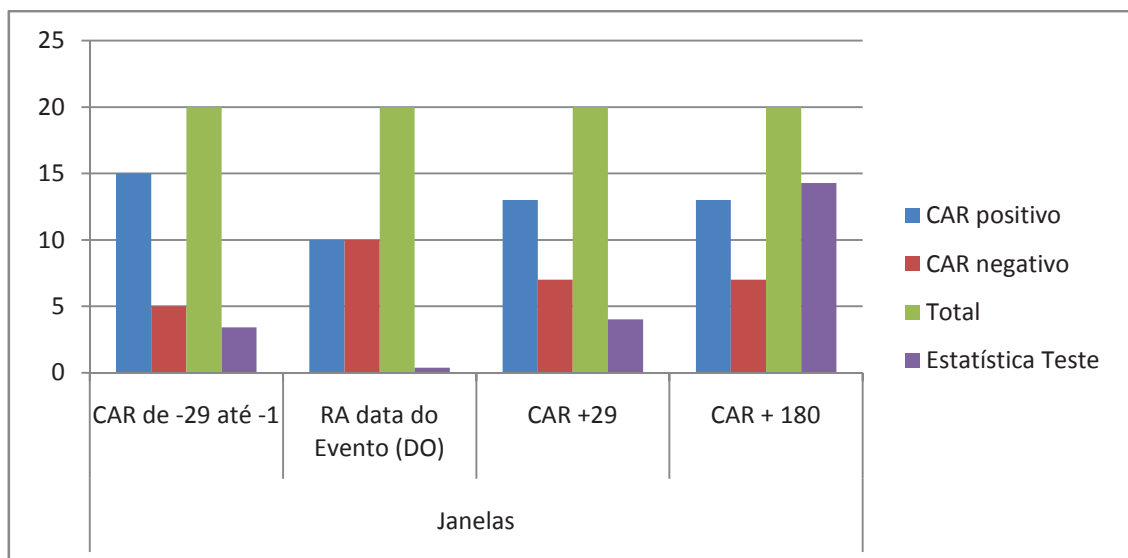


Gráfico 2 – Aplicação do Teste dos sinais

#### 4.3 MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS

Após analisar o CAR por janelas das médias gerais dos bancos, nesta seção buscou-se conhecer se as comparações entre as médias dos retornos anormais demonstradas resultaram na criação de valor por banco, bem como foi avaliado se ocorreu retornos anormais antes do anúncio, o que poderia indicar vazamento de informação. Apresentou-se também o Teste dos Sinais aplicado em cada instituição bancária. A amostra foi considerada pequena para generalizar, mas tornou-se conveniente realizar uma análise individual a fim de verificar a ocorrência de retorno anormal, bem como o valor por tipo de controle de cada banco.

##### 4.3.1 Média dos Retornos Acumulados Anormais do Banco Itaú

Nesta seção estão demonstrados os resultados do comportamento dos retornos anormais médios acumulados do Banco Itaú, que possui um tipo de controle privado definido.

Na tabela 10, estão evidenciados os resultados dos CAR encontrados das transações de aquisições realizadas pelo Banco Itaú. Apresentam-se também a data da ocorrência do Fato Relevante das aquisições anunciada pelas instituições adquiridas pelo banco comprador e o valor do negócio realizado no período.

Tabela 10– Retornos anormais acumulados - Banco Itaú

RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS									
Número	Evento Banco Comprador	Evento Banco adquirido	Período/Fato relevante	Banco Itaú (média por janela)					
				CAR de -29 até -1	RA data do Evento	CAR + 29	CAR + 180	Ibovespa	IBRX 100
1		Agf	20/10/2003	-8,42%	-1,88%	-5,46%	17,09%	0,7919	1,1868
2		BankBoston	02/05/2006	4,77%	1,27%	4,95%	6,01%	0,9455	1,0826
3		BBA Creditanstalt	11/05/2002	13,59%	-0,74%	-6,70%	-0,45%	1,0679	1,3719
4		Banco Fiat	03/12/2002	6,44%	-0,52%	1,26%	12,28%	0,5191	0,7488
5	ITAÚ	BEA Amazonas	24/01/2002	0,76%	-1,87%	5,29%	-0,23%	0,7603	0,9629
6		Banco Mercantil SP	14/01/2002	-4,17%	1,58%	16,84%	13,16%	0,7983	1,0011
7		Unibanco	03/11/2008	2,70%	0,60%	3,50%	24,74%	0,9196	0,8827
8		Carrefour (Banco CSF)	14/04/2011	3,30%	-0,68%	-0,77%	3,45%	1,0752	1,2025

Fonte: Dados da pesquisa.



Em seguida, aplicou-se o teste dos sinais nos eventos de aquisições nas instituições adquiridas pelo banco.

Quadro 7 – Teste dos Sinais

Teste dos Sinais - Banco Itaú				
Eventos	CAR de -29 até -1	RA (0) data do Evento	CAR +29	CAR + 180
CAR positivo	6	3	5	6
CAR negativo	2	5	3	2
Total	8	8	8	8
Estatística Teste0	<b>2,37%</b>	<b>-0,28%</b>	<b>2,36%</b>	<b>6,44%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os valores apresentado na tabela 10 e após o teste aplicado, conforme o quadro 7, demonstra que na janela CAR de (- 29 até -1) obteve-se a média acumulada positiva de 2,37%, constatando-se indícios de ocorrência de retornos anormais antes da data do evento aparentemente indicando vazamento de informação, o que sugere que o mercado já esperava o anúncio da aquisição realizada pelo banco, obteve conhecimento antecipado da transação, podendo ter ocorridos fatos especulativos do mercado. Observa-se que nessa janela, diante das oito aquisições realizadas pelo Banco Itaú, seis apresentaram CAR positivos. Enquanto que na janela (RA (0) data do Evento), o banco Itaú apresentou média negativa no dia do evento -0,28%, o que sugere que movimentos especulativos em torno aos boatos referentes à operação de aquisição e que no dia do evento os investidores não demonstraram um maior interesse pela operação de aquisição. Nessa janela demonstra que diante das oito aquisições realizadas pelo banco Itaú, cinco apresentaram CAR negativos, nesse sentido confirmando o indício de informação antecipado da transação de aquisição.

Na terceira janela de evento (CAR +29), apresentou a média positiva de 2,36%, valor relativamente baixo, observa-se que diante das oito aquisições realizadas, cinco apresentaram CAR positivos, mas demonstra que o fato continuou ocorrendo retornos acumulados anormais. Na quarta janela (CAR + 180), até 180 dias após o evento de aquisição a janela apresentou a média positiva de 6,44%, das oito aquisições realizadas, seis apresentaram CAR positivos, ou seja, continuou

criando retornos acumulados anormais, conseqüentemente gerando riquezas aos acionistas das empresas adquirentes.

#### 4.3.2 Média dos Retornos Acumulados Anormais do Banco Bradesco

Nesta seção estão demonstrados os resultados do comportamento dos retornos anormais médios acumulados do Banco Bradesco, um banco que possui um tipo de controle pulverizado. Na tabela 11, estão evidenciados os resultados dos CAR encontrados das transações de aquisições realizadas. Apresentam-se também a data da ocorrência do Fato Relevante das aquisições anunciada pelas instituições adquiridas pelo banco comprador e o valor do negócio realizado no período de 2002 a 2011.

Tabela 11 – Retornos anormais acumulados – Banco Bradesco

RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS									
Número	Evento Banco Comprador	Evento Banco adquirido	Período/Fato relevante	Banco Bradesco (média por janela)					
				CAR de -29 até -1	RA data do Evento	CAR + 29	CAR + 180	Ibovespa	IBRX 100
1	BRADESCO	Banco Cidade	25/02 2002	6,71%	3,03%	11,89%	5,58%	0,8329	1,0106
2		BBV Brasil	01/10/2003	5,27%	0,12%	2,64%	-38,21%	1,0662	1,3452
3		Banco Zogbi	11/07/2003	-18,01%	1,42%	4,71%	-20,25%	0,936	1,2195
4		BEM Maranhão	02/10/2004	-9,76%	-0,39%	-4,28%	-17,30%	0,8938	1,0491
5		Rede CDC Bco Morada	18/04/2005	12,05%	-1,58%	11,80%	107,48%	0,7192	1,0885
6		BEC-Est Ceará	21/12/2005	14,02%	2,44%	14,78%	32,95%	0,9799	1,1195
7		Amex	20/03/2006	9,86%	-0,79%	-3,31%	50,15%	1,1142	1,1754
8		BMC	24/01/2007	4,41%	0,92%	-11,92%	29,90%	0,9935	1,0784
9		Ibi	05/06/2009	5,16%	-0,49%	-7,01%	-39,06%	1,0514	1,0558

Fonte: Dados da pesquisa.

Em seguida, aplicou-se o teste dos sinais nos eventos de aquisições de instituições adquiridas pelo banco.

Quadro 8 – Teste de sinais

Teste dos Sinais - Banco Bradesco				
Eventos	CAR de -29 até -1	RA data do Evento	CAR +29	CAR + 180
CAR positivo	7	5	5	5
CAR negativo	2	4	4	4
<b>Total</b>	9	9	9	9
Estatística Teste 0	<b>3,30%</b>	<b>0,52%</b>	<b>2,14%</b>	<b>12,36%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme análise do comportamento do CAR nos eventos de aquisição do Banco Bradesco, os valores apresentados na tabela 11e de acordo como quadro 8 A janela CAR de (- 29 até -1) obteve-se a média acumulada positiva elevada do retorno anormal de 3,30%, nos dias que antecederam ao anúncio da aquisição, em geral indicando que os processos de aquisição resultaram em ganhos para os acionistas das empresas adquirentes. Observa-se que nessa janela, diante das nove aquisições realizadas pelo Banco Bradesco, sete apresentaram CAR positivos e duas apresentaram CAR negativos. A janela demonstrou características de vazamento de informação, o que sugere que o mercado já esperava o anúncio da aquisição realizada pelo banco, obteve conhecimento antecipado da transação. Enquanto que na janela (RA (0) data do Evento), o banco Bradesco apresentou média acumulada baixa de 0,52%, o que sugere a ocorrência de movimentos especulativos em torno à operação de aquisição, assim o mercado promoveu baixo preço das ações no dia do evento, os investidores não demonstraram um maior interesse pela operação de aquisição. A janela demonstra que diante das nove aquisições realizadas pelo banco Bradesco, cinco apresentaram CAR positivos, e quatro negativos.

Na terceira janela de evento (CAR +29), apresentou a média acumulada de retorno anormal de 2,14%, indicou que o mercado reagiu elevando o preço das ações. Observa-se que diante das nove aquisições realizadas, cinco apresentaram CAR positivos e quatro CAR negativos, contudo, após a data do evento, continuou ocorrendo retornos acumulados anormais. Na quarta janela (CAR + 180), que corresponde até 180 dias após o evento de aquisição a janela apresentou a média acumulada positiva de 12,36%, das nove aquisições realizadas, cinco apresentaram CAR positivos, e quatro CAR negativos, após o processo de aquisição até o período

de até 180 dias o mercado continuou elevando os preços das ações, proporcionando retornos acumulados anormais, conseqüentemente gerando riquezas aos acionistas das empresas adquirentes.

#### 4.3.3 Média dos Retornos Anormais Acumulados do Banco do Brasil

Nesta seção estão apresentados os resultados do comportamento dos retornos anormais médios acumulados do Banco do Brasil, banco de controle estatal. Na tabela 12, estão evidenciados os resultados dos CAR encontrados das transações de aquisições realizadas. Apresentam-se também a data da ocorrência do fato relevante das aquisições anunciada pelas instituições adquiridas pelo banco comprador e o valor do negócio realizado no período de 2002 a 2011.

Tabela 12 – Retornos anormais acumulados – Banco do Brasil

RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS									
Número	Evento Banco Comprador	Evento Banco adquirido	Banco do Brasil (média por janela)						
			Período/Fato relevante	CAR de -29 até -1	RA data do Evento	CAR + 29	CAR + 180	Ibovespa	IBRX 100
1	BRASIL	Nossa Caixa	20/11/2008	-0,32%	1,78%	9,99%	38,28%	1,1312	1,1146
2		Bco Votorantim	01/09/2009	1,53%	4,27%	1,84%	47,56%	1,1474	1,1435

Fonte: Dados da pesquisa.

Em seguida, aplicou-se o teste dos sinais nos eventos de aquisições de instituições adquiridas pelo banco.

Quadro 9 – Teste de sinais

Teste dos Sinais - Banco do Brasil				
Eventos	CAR de -29 até -1	RA data do Evento	CAR +29	CAR + 180
CAR positivo	1	2	2	2
CAR negativo	1	0	0	0
Total	2	2	2	2
Estatística Teste 0	0,61%	3,03%	5,92%	42,92%

Fonte: Dados da pesquisa

Na tabela 12 estão os resultados obtidos do comportamento do CAR nos eventos de aquisição do Banco do Brasil e de acordo com o quadro 9. A janela CAR de (- 29 até -1) obteve-se a média acumulada baixa do retorno anormal de 0,61%, nos dias que antecederam ao anúncio da aquisição, em geral indicando que os processos de aquisição não resultaram em ganhos para os acionistas das empresas adquirentes. Nessa janela observa-se uma variação superior a 1% (positiva ou negativa) o que indica a percepção de que o mercado não teve conhecimento prévio desta operação. Aparentemente o vazamento de informação é menor em bancos de controle estatal. Porém na janela (RA (0) data do Evento), o BB apresentou média acumulada elevada de 3,03%, causando surpresa e na data do anúncio provocou esse retorno anormal e cresceu a média acumulada. Em geral esse movimento evidencia que os processos de aquisição resultaram em ganhos para os acionistas das empresas adquirentes.

A janela demonstrou características de não movimentos especulativos em torno da operação, o que sugere que não ocorreu de vazamento de informação, que o mercado não esperava o anúncio da aquisição realizada pelo banco. Observa-se que nessa janela, que as duas aquisições realizadas pelo BB, apresentaram CAR positivos. Nas demais janelas (CAR +29) e (CAR + 180), após o anúncio do evento, o BB apresentou médias acumuladas elevadas de 5,92% e 42,92% o que sugere que o mercado continuou promovendo um ajuste para cima o preço das ações, os investidores continuaram demonstrando maior interesse pela operação de aquisição. A janela demonstra que as duas aquisições realizadas apresentaram CAR positivos.

Observa-se nessas duas janelas que após o processo de aquisição até o período de até 180 dias o mercado continuou elevando os preços das ações, proporcionando retornos acumulados anormais, conseqüentemente gerando riquezas aos acionistas das empresas adquirentes.

#### **4.3.4 Média dos Retornos Anormais Acumulados do Banco Santander**

Neste item estão apresentados os resultados do comportamento dos retornos anormais médios acumulados do Banco Santander, banco de controle privado estrangeiro. Na tabela 13, estão detalhados os resultados dos CAR encontrados das

transações da aquisição realizada, bem como a data da ocorrência do fato relevante e o valor do negócio realizado no período de 2002 a 2011.

Tabela 13– Retornos anormais acumulados – Banco Santander

RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS									
Evento Número	Evento Banco Comprador	Evento Banco adquirido	Banco Santander (média por janela)						
			Período/Fato relevante	CAR de - 30 até -1	RA data do Evento	CAR + 30	CAR + 180	Ibovespa	IBRX 100
1	SANTANDER	ABN Amaro	10/04/2007	18,36%	-0,88%	30,63%	36,94%	-0,1002	- 0,0579
<b>MÉDIA TOTAL</b>				<b>18,36%</b>	<b>-0,88%</b>	<b>30,63%</b>	<b>36,94%</b>	<b>-0,1002</b>	<b>- 0,0579</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Em seguida, aplicou-se o teste dos sinais nos eventos de aquisição realizada pelo banco.

Quadro 10 – Teste de sinais

Teste dos Sinais - Banco Santander				
Eventos	CAR de -29 até -1	RA data do Evento	CAR +29	CAR + 180
CAR positivo	1	0	1	1
CAR negativo	0	1	0	0
Total	1	1	1	1
Estatística Teste 0	18,36%	-0,88%	30,63%	36,94%

Fonte: Dados da pesquisa

Na tabela 13 estão apresentadas as estatísticas descritivas do comportamento do CAR no evento de aquisição do Banco Santander e de acordo com o teste dos sinais do quadro 10. A janela CAR de (- 29 até -1) obteve-se a média acumulada elevada do retorno anormal de 18,36%, nos dias que antecederam ao anúncio da aquisição, fornecendo indícios de que o anúncio de um processo de aquisição produz efeito positivo nos preços das ações, em geral indicando que os processos de aquisição resultaram em ganhos para os acionistas das empresas adquirentes. Nessa janela por apresentar uma média elevada, fornece uma percepção de que o mercado teve conhecimento prévio desta

operação, demonstrou uma característica de elevado movimentos especulativos em torno da operação.

Porém na janela (RA (0) data do Evento), o Banco Santander apresentou média acumulada negativa de 0,88%, na data do anúncio que não proporcionou retorno anormal. Em geral nessa janela evidencia que o movimento de processo de aquisição resultou em prejuízos para os acionistas das empresas adquirentes.

Ao ser analisado as demais janelas (CAR +29) e (CAR + 180), período após o anúncio do evento, identificou-se que nessas janelas, que a aquisição realizada pelo banco, apresentou CAR positivo, com médias acumuladas elevadas de 30,63% e 36,94% o que sugere que o mercado continuou elevando os preços das ações, os investidores continuaram demonstrando maior interesse e avaliando positivamente a operação de aquisição e proporcionando retornos anormais acumulados, consequentemente gerando riquezas aos acionistas da empresa adquirente.

#### 4.4 RETORNO ANORMAL DE CURTO PRAZO APÓS O ANÚNCIO DA AQUISIÇÃO

Este item abordará se após o processo de anúncio da aquisição o retorno anormal em curto prazo continuou ocorrendo, ou seja, se ele é duradouro. Desse modo, foi considerada apenas a janela de evento (CAR + 180), no intuito de responder ao terceiro objetivo específico do presente estudo.

Conforme foi apresentado os resultados anteriormente, referente às médias dos retornos anormais das instituições bancárias e dos resultados encontrados tabelas e quadro de teste dos sinais sobre a janela (CAR + 180), que corresponde um período médio de 29 até 180 dias após o processo de anúncio à aquisição. Observou-se que nessa janela todos os bancos apresentaram médias positivas elevadas de retorno anormal. O Banco Itaú apresentou média acumulada de 6,44%; Bradesco apresentou 12,36%; BB apresentou 42,92%; e o Santander apresentou 36,94%. Isso fornece fortes indícios que os bancos proporcionaram aumento de riqueza dos seus acionistas após o evento de aquisição.

Constatou-se que os bancos que apresentaram maiores médias acumuladas positivas foram os seguintes: BB 42,92% e o Santander 36,94%. Portanto, diante dos resultados encontrados nessa janela confirma-se que, em um prazo curto de

29a 180 dias da ocorrência do evento de aquisição, torna-se evidente que os retornos anormais acumulados continuaram ocorrendo e proporcionando aumento de riqueza aos acionistas, bem como maior valorização das ações das empresas adquiridas pelo mercado. Isso confirma que os retornos anormais de curto prazo são duradouros.

Desse modo, após a análise dos resultados sobre o comportamento dos retornos anormais, a curto prazo após aquisição é duradouro, apresentam-se algumas considerações finais.



## 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Este último capítulo se destina às conclusões e limitações do estudo, assim como apresenta as recomendações para pesquisas futuras.

### 5.1 CONCLUSÕES

Este estudo buscou verificar se as aquisições ocorridas nos quatro maiores bancos atuantes no Brasil, realizadas no período de 2002 a 2011, se ocorreram retornos anormais, dessa forma se criaram valor aos acionistas das empresas adquirentes.

Nesse sentido, inúmeros estudos ao longo dos últimos anos têm buscado analisar os possíveis impactos advindos dos processos de aquisições e os fatores determinantes para tal modalidade. Para que seja melhor entendida, perante a relevância que os processos que vêm ocorrendo no cenário econômico financeiro nacional e internacional, logo estas pesquisas que envolvem fusões provocam interesses de investigações empíricas no cenário do setor bancário, buscando a valorização das ações das instituições envolvidas nestas transações.

Em relação à criação de valor para o acionista, foram analisados resumidamente alguns trabalhos empíricos sobre operações de aquisições publicadas na literatura econômico-financeiro internacional, em particular nos mercados norte-americano, australiano, europeu e latino-americano. Foram apresentados os resultados das combinações empresariais, considerados ainda bastante controversos. A criação de valor ainda não está bem definida nesses mercados.

Quanto ao comportamento dos retornos anormais e se houve retornos anormais antes do anúncio, o que poderia indicar vazamento de informação, neste estudo foi encontrado, de modo geral, que os eventos ocorridos nos quatro bancos, em todas as janelas, apresentaram retorno anormal positivo. O período antecedente apresentou retornos anormais em 75% dos casos analisados. A única instituição que aparentemente não apresentou em seu movimento de aquisição o retorno anormal na data do evento foi o BB, que tem controle estatal. Seria interessante a realização de novas pesquisas abordando se as empresas de controle estatal controlam mais o vazamento de informações, já que Tonidandel (2013), em estudos de operações de

compra e venda de ações realizadas por *insider*, também não encontrou retornos anormais para operações de *insiders* de empresas de controle estatal, mas identificou retornos anormais nas operações das empresas com controle privado nacional e estrangeiro.

Em relação ao efeito do evento no valor das ações nas 4 janelas de eventos, considerando a média geral de todos os eventos realizados pelos quatro bancos, verificou-se que na primeira janela (- 29 até -1) que contempla o período do CAR de vinte nove dias antecedente até um dia antes do evento, apresentou a média acumulada de 3,41%, fornecendo indícios de que o anúncio de um processo de aquisição produz efeito positivo nos preços das ações, em geral indicando que os processos de aquisição resultaram em ganhos para os acionistas das empresas adquirentes ou levando a evidências de que os acionistas das instituições mantinham suas riquezas antes da data do anúncio da aquisição. Nessa janela por apresentar média acumulada positiva, fornece uma percepção de que o mercado teve conhecimento prévio destas operações, demonstrou uma característica de elevado movimentos especulativos em torno da operação. No que tange janela (RA data do Evento) segunda janela que corresponde ao dia do anúncio do evento, os dados apresentaram a média acumulada baixa de 0,38%, ou seja, aparentemente não foi uma surpresa para o mercado o anúncio de aquisição o que sugere a ocorrência de movimentos especulativos em torno à operação de aquisição, assim o mercado promoveu baixo preço das ações no dia do evento, os investidores não demonstraram um maior interesse pela operação de aquisição. Por outro lado, se retirarmos da mostra as operações do BB que, aparentemente não apresentou vazamento de informação, o retorno seria de maior porcentagem.

Na terceira janela (CAR +29), que corresponde o período de vinte e nove dias após a data da ocorrência do evento, apresentou médias acumuladas elevadas de 4,03% fornecendo indícios de que a ocorrência dos retornos anormais voltou a crescer, que o mercado continuou promovendo um ajuste para cima o preço das ações, os investidores continuaram demonstrando maior interesse pela operação de aquisição. Ou seja, aparentemente o mercado demorou a reagir ao anúncio de F&A, o que denota uma ineficiência do mercado.

Na quarta e última janela (CAR + 180), em curto prazo de até 180 dias após o anúncio do evento identificou-se que os retornos anormais obtiveram

comportamentos semelhante à janela anterior, apresentou a média acumulada de 14,28%, o que sugere que o mercado continuou elevando os preços das ações, os investidores continuaram demonstrando maior interesse e avaliando positivamente a operação de aquisição e que o processo de aquisição continuou proporcionando retornos anormais acumulados, conseqüentemente gerando riquezas aos acionistas das empresa adquirente.

Analisando o retorno médio anormal individual das instituições bancárias percebeu-se que as instituições de controle privado nacional têm menor potencial de geração de riqueza nas operações de aquisições, enquanto o de controle estrangeiro no caso o Santander especificamente na janela (CAR +29) e (CAR + 180), apresentaram médias acumuladas de (30,63% e 36,94%), provavelmente indicando que a operação de Aquisição é uma oportunidade melhor para bancos estrangeiros que pretendem se fortalecer no mercado brasileiro em relação àqueles bancos privados aqui já consolidados. Nos banco privados nacionais também Identificou maior ocorrência de movimentos especulativos em torno à operação de aquisição, pois o mercado promoveu de forma elevada o preço das ações nos dias antecedentes ao anúncio do evento,

O Banco do Brasil por ser uma instituição de controle estatal também demonstrou maiores oportunidades oferecidas pela aquisição, nas janelas (CAR +29) e (CAR + 180), apresentaram as médias positivas acumuladas elevadas de (5,92% e 42,92%). Não identificou ocorrência de movimentos especulativos em torno à operação de aquisição, assim o mercado promoveu a elevação do preço das ações no dia do evento.

Constatou-se que na janela (CAR + 180), os bancos que apresentaram maiores médias acumuladas elevadas positivas foram os seguintes: BB 42,92% e o Santander 36,94%. Portanto, diante dos resultados encontrados nessa janela confirma-se que, em um prazo curto de 29 a 180 dias da ocorrência do evento de aquisição, torna-se evidente que o processo de aquisição continuou proporcionando retornos anormais acumulados, como maior valorização das ações das empresas adquiridas pelo mercado e conseqüentemente gerando riquezas aos acionistas das empresas adquirentes. Isso confirma que os retornos anormais de curto prazo são duradouros.

Diante desse contexto, esse resultado constatado pode ter ocorrido provavelmente devido ao fato, conforme é abordado por Famá (1991), que afirma

que os investidores específicos têm informações que não estão refletidas nos preços do mercado. Isso consiste em detectar operações no mercado de capitais denominadas *insider trading*, que correspondem à utilização de informações privilegiadas sobre uma firma por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão por dentro de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público. O *insider* compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia.

Por fim, diante das aquisições ora analisadas, conclui-se, com base nos resultados dos testes efetuados, que as Aquisições de bancos realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no mercado brasileiro (BB, Bradesco, Itaú e Santander), entre o período de janeiro de 2002 a dezembro de 2011, proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, ou seja, resultaram na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes. Portanto, neste estudo aceita-se a  $H_0$ , conforme é apresentada:

**$H_0$ :** As aquisições de bancos realizadas pelos quatro maiores bancos atuantes no mercado brasileiro: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander; entre janeiro de 2002 a dezembro de 2011, proporcionaram retornos anormais positivos para seus acionistas, conseqüentemente resultaram na criação de valor aos acionistas das empresas adquirentes.

Diante do contexto desta pesquisa, quando se trata de retornos anormais para os acionistas das empresas adquirentes e conseqüentemente a criação de valores para os acionistas, os resultados vão ao encontro aos estudos e as evidências encontradas por Vijh (1994), Ely e Song (2000) nos Estados Unidos e no Brasil, Camargos e Barbosa (2007, 2010), que identificaram a criação de valor em aquisições e fusões no mercado brasileiro. Por outro lado os resultados encontrados vão de encontro aos estudos realizados por Brito et al. (2005) em fusões e aquisições de bancos no Brasil, realizado no período de 1997 a 2002, Eckbo (1983) Estados Unidos período de 1963 a 1978.

Finalmente, convém ressaltar que os resultados aqui observados não traduzem a realidade como um todo, ou seja, os resultados evidenciando que as ações tiveram retornos anormais significativos positivos significam que estes

processos de aquisições, além gerarem valor para os acionistas, proporcionaram outros benefícios, conforme mencionado na pesquisa. Muitos desses benefícios provêm principalmente do ganho de sinergia operacionais, sustentabilidade, ganhos de escala e do aumento do poder de mercado proporcionado pelo processo de aquisição. Porém, esses aspectos não foram aprofundados na discussão, pois poderiam extrapolar os objetivos deste estudo, mas provavelmente refletem no valor das ações.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Neste trabalho utilizou-se o Estudo de Eventos. Conforme Mackinlay (1997), um Estudo de Eventos tem muitas aplicações. Em pesquisas contábeis e financeiras, tem sido aplicado em uma variedade de eventos específicos de cada empresa e grupos econômicos. Alguns exemplos incluem fusões e aquisições, divulgação de resultados, questões envolvendo novos endividamentos ou capital próprio e o anúncio de variáveis macroeconômicas, como déficit comercial, por exemplo. Na maioria das aplicações, o foco é o efeito do evento nos preços de uma classe particular dos ativos de uma empresa.

Na pesquisa, foram identificados diversos aspectos importantes que poderiam ser melhores pesquisados. Como sugestão sugere-se trabalhos e pesquisas cada vez mais aprofundados das operações de fusões e aquisições com um número maior de instituições bancárias, operações de compra, bem como pesquisar se as empresas de controle estatal controlam mais o vazamento de informações do que empresas de controle privado nacional e estrangeiro, tendo em vista que constatou-se neste estudo que a única instituição que aparentemente não teve seu movimento de F&A vazamento de informações foi o BB, que tem controle estatal. Poderia também utilizar o método de Estudo de Eventos em outro setor econômico, visando abordar todos os aspectos que foram mencionados nesta pesquisa, efetuando análises na busca de obtenção de resultados mais sólidos sobre o alcance dos objetivos do processo e da criação de valor para o acionista da empresa adquirida.

## REFERÊNCIAS

ADELINO, João; PAULA, de Luiz Fernando, **Eficiência No Setor Bancário Brasileiro: A Experiência Recente Das Fusões E Aquisições**, Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia 2006, ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia.

**ADVFN – Banco do Brasil S.A (BB)**. Disponível em: <[http://www.wiki.advfn.com/pt/Banco\\_do\\_Brasil](http://www.wiki.advfn.com/pt/Banco_do_Brasil)>. Acesso em 12-12-2011

ALLEXPERTS. **Pesquisa – Fusões & Aquisições**. Disponível em: <[http://www.associatepublisher.com/e/m/me/mergers\\_and\\_acquisitions.htm](http://www.associatepublisher.com/e/m/me/mergers_and_acquisitions.htm) >. Acesso em 17-11-2011.

BANCO CENTRAL – **Orientações do Comitê de Basileia**. Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/noticias/arquivos/2011/02/17/bc-divulga-orientacoes-do-comite-de-basileia-para-aprimorar-sistema-financeiro>>. Acesso em? 13 dez. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – **50 Maiores bancos e consolidado do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/fis/TOP50/port/Top50P.asp>>. Acesso em: 13 nov. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Composição e evolução do sistema financeiro nacional**. Brasília, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 13 out. 2011.

BANCO CENTRAL EUROPEU – EUROSISTEMA. **O Euro**. Disponível em: <<http://www.ecb.int/euro/intro/html/index.pt.html>>. Acesso em: 14 mai. 2013.

BANCO SANTANDER S.A. – **Instituto Observatório Social**. Disponível em: <<http://www.observatoriosocial.org.br/download/ReGesantanderport.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

BARBOSA, Fernando de Holanda, **O Sistema Financeiro Brasileiro**. Disponível em: <<http://epge.fgv.br/pt/professor/fernando-holanda>>. Acesso em: 21 out. 2012.

BARROS, T. Betânia, **Fusões e Aquisições no Brasil – Entendendo as razões dos sucessos e fracassos, 2003**. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-65552003000400013](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552003000400013)>. Acesso em: 4 dez. 2011.

BASTOS, Norton Torres de, **Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico**, Revista Administração – São Paulo, v 34, Julho/Setembro, 1999. Disponível em: <<http://www.risktech.com.br/artigos/artigoscient%C3%ADficos.asp>>. Acesso em: 8 dez. 2011.

BATISTELLA, Donizete Flávio. **Uma análise do valor gerado para acionistas de bancos brasileiros que fizeram aquisições entre 1995 e 2004**, 2005. 85 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e

Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-02102006-115645/>>. Acesso em: 5 nov. 2012.

BEZERRA, Ricardo Ramos. **Análise do Setor Bancário a presença dos Bancos Espanhóis no Brasil** – 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/3441>>. Acesso em: 20 maio 2013.

BORGES, Moreira Bianca, Desempenho, **Governança Corporativa e Origem de Capital dos Bancos do Brasil, 2010**. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/699>>. Acesso em: 13 dez. 2011.

BM&BOVESPA - Índice BrasilbrX. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBrX&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 07 ago. 2013.

BRASIL. **Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm)>. Acesso em 07 ago. 2013.

BRASIL. **Lei n. 6.024 de 13 de março de 1974**. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 13 de março de 1974. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6024.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6024.htm)>. Acesso em 07 ago. 2013.

BRASIL. **Lei CADE nº 8.884, de 11 de junho de 1994**. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 11 de junho de 1994. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8884.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8884.htm)>. Acesso em: 13 dez. 2011.

BRASIL. **Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 28 de dezembro de 2007. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm)>. Acesso em: 3 dez. 2011.

BRASIL. **Lei n. 9.430, de 27 de dezembro de 1996**. Institui o Código Tributário Nacional. Brasília, DF, 27 de dezembro de 1996. Disponível em: <<http://www.normaslegais.com.br/legislacao/tributario/lei9430.htm>> . Acesso em 01 dez. 2011.

BRASIL. **Lei n. 9.249, 26 de dezembro de 1995**. Institui o Código Tributário Nacional. Brasília, DF, 26 de dezembro de 1995. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Leis/Ant2001/lei924995.htm>>. Acesso em 07 ago. 2013.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em 07 ago. 2013.

BRASIL. **Resolução 1.524, de 21 de setembro de 1988 (REVOGADO)**. Banco Central do Brasil, 21 de setembro de 1988. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1988&numero=1524>>. Acesso em 07 ago. 2013.

BRASIL. **Resolução CMN 1.289, de 20 de março de 1987**. Banco Central do Brasil, 20 de março de 1987. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1987&numero=1289>>. Acesso em 07 ago. 2013.

BRASIL. **Resolução 2.212, de 16 de novembro de 1995**. Banco Central do Brasil, 20 de março de 1987. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1995&numero=2212>>. Acesso em 07 ago. 2013.

BREALEY, A. Richard, MYERS, C. Stewart, ALLEN Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**; trad. Maria do Carmo Figueira, Nuno de Carvalho; revisão técnica Fábio Gallo Garcia, Luiz Alberto Bertucci. 8ª ed. São Paulo: McGraw-Hil, 2008.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira, Teoria e Prática**. 13ª ed. norte-americana, 2ª ed. brasileira; [tradução Ez2translate]. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

BRITO, Silva Giovani Antonio, BATISTELA, Donizete Flávio, FAMÁ, Rubens. **Fusões e Aquisições no setor bancário, avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações**. Disponível em: <<http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=223417490005>>. Acesso em: 13 dez. 2011.

CAMARGOS, de Antonio Marcos, BARBOSA, Vidal Francisco – Junho/2006 – **Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios [...]**. Disponível em: <[http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci\\_abstract&pid=S0080-21072007000400007&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt](http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S0080-21072007000400007&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt)>. Acesso em: 13 out. 2011.

CAMARGOS, Marcos Antônio de, BARBOSA, Francisco Vidal. **Análise empírica da hipótese de maximização [...]**. Disponível em: <<http://www.revistasusp.sibi.usp.br>>. Acesso em: 1 set. 2012.

CASTRO, de Finhani Maria Denise. **Criação de Valor em Fusões e Aquisições**. 2010. 76 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Departamento de Economia, disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/.../tde-03112010-194441/?&>>. Acesso em: 13 out. 2011.

COLLINS, Jill, HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**; trad. Lucia Simonini. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 10 nov. 2012.



CORAZZA, Gentil “Crise e Reestruturação Bancária no Brasil”. Texto para discussão, Porto Alegre, 2000 - Ufrgs – Departamento de Economia. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica> > - Acesso em 04/11/2012.

COSTA, Dalla Armando, SANTOS, Souza de Rodrigo Elson, **A internacionalização dos bancos brasileiros**: os casos de Itaú/Unibanco e Banco do Brasil. Disponível em: <[http://www.academia.edu/2570780/A\\_internacionalizacao\\_dos\\_bancos\\_br\\_asileiros\\_os\\_casos\\_de\\_Itau\\_Unibanco\\_e\\_Banco\\_do\\_Brasil](http://www.academia.edu/2570780/A_internacionalizacao_dos_bancos_br_asileiros_os_casos_de_Itau_Unibanco_e_Banco_do_Brasil)>. Acesso em: 5 nov. 2012.

COSTA, Souza de Patricia, ALMEIDA, de Lúcia Diana, MARTINS, Aversari Eric, MARTINS, Eliseu. **GOODWILL: Uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos Científicos**. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos92009/16.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2013.

COUTO, Gonçalves Cláudio, **Análise do governo Lula e a ascensão de classe no Brasil**. Disponível em: <[http://noticias.uol.com.br/politica/2011/01/03/analise-o-governo-lula-e-a-ascensao-de-classes-no-brasil.jhtm\\_](http://noticias.uol.com.br/politica/2011/01/03/analise-o-governo-lula-e-a-ascensao-de-classes-no-brasil.jhtm_)>. Acesso em: 17 nov. 2011.

DA SILVA, Enéas Minelle, FIRMO, Luciene Alencar, SILVA, Marrosy Fernandes Bandeira, ALMEIDA, Sídia Fonseca. **Fusões e Incorporações**: decisões estratégicas que elevam o poder de uma Organização. XII SEMEAD – Seminários em Administração. Empreendedorismo e Inovação 2009. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead>>. Acesso em: 26 out. 2012.

DAMODARAN, Aswath. **The value of synergy**. New York: Stern School of Business, 2005. WorkingPaper Series. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>> Acesso em: 8 maio 2013.

DANTAS, Tiago. **Equipe Brasil Escola – EURO**. Disponível em: <<http://www.brasilescola.com/economia/euro.htm>>. Acesso em: 14 mai. 2013.

DINIZ, Sander André, JAYME JR., G. Frederico “**Divergências Estruturais, Competitividade e Restrição Externa ao Crescimento: Uma análise da crise e das limitações da zona do euro**”. Texto para discussão n.453. Janeiro de 2012. Disponível em: <<http://web.face.ufmg.br/cedeplar/site/pesquisas/td/TD%20453.pdf>>. Acesso em: 14 mai. 2013.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <<http://www.economica.com/>>. Acesso em: 05 nov. 2012.

FAMA, E.F. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. Article first published online: 30 APR 2012 – DOI: 10.1111/j. 15406261.1970.tb00.8x 1970 The American Finance Association – Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x/abstract>>. Acesso em 07 ago. 2013.

FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DO BANCO DO BRADESCO – 2011. **BANCO BRADESCO S.A.** Disponível em: <<http://ebookbrowse.com/banco-bradesco-formulario-de-referencia-2011-versao-15-pdf-d315201927>>. Acesso em: 14 nov. 2012.

FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DO BANCO DO BRASIL – 2011. **BANCO BRASIL S.A.** Disponível em: <<http://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/FR052012.pdf>>. Acesso em: 5 nov. 2012.

FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DO BANCO ITAÚ – 2011. **BANCO ITAÚ S.A.** Disponível em: <[http://200.196.152.129/PortalRI/HTML/port/download/formulario\\_ref\\_2011.pdf](http://200.196.152.129/PortalRI/HTML/port/download/formulario_ref_2011.pdf)>. Acesso em: 15 nov. 2012.

FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA DO BANCO SANTANDER – 2011. **BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.** Disponível em: <[http://www.santander.com.br/document/wps/Formulario\\_Referencia\\_v13.pdf](http://www.santander.com.br/document/wps/Formulario_Referencia_v13.pdf)>. Acesso em: 13 nov. 2012.

FREITAS, de Maria Cristina Penido – IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada. **A internacionalização do sistema bancário brasileiro.** Texto para Discussão 1566-2011. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/portal/index>>. Acesso em: 2 out. 2012.

FRIEDMAN, Milton. **The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits.** The New York Times Magazine, 1970. Disponível em: <<http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>>. Acesso em: 4 jun. 2013.

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/227.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2011.

GIACCOTTO, Carmelo and James M. SFIRIDIS, 1996. **Hypothesis testing in event studies: The case of variance changes, *Journal of Economics and Business* 48,** 349-370. Disponível em: <[http://fad.ubordeaux4.fr/pluginfile.php/15622/mod\\_resource/content/1/Giaccotto\\_Sfiridis\\_1996.pdf?forcedownload=1](http://fad.ubordeaux4.fr/pluginfile.php/15622/mod_resource/content/1/Giaccotto_Sfiridis_1996.pdf?forcedownload=1)>. Acesso em: 18 nov. 2012.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de pesquisa Social.** 5. ed. São Paulo. Atlas, 1999.

HOVENKAMP, Herbert - **Clayton Antitrust Act of 1914.** Disponível em: <<http://www.enotes.com/clayton-antitrust-act-1914-reference/clayton-act-1914>>. Acesso em: 3 dez. 2011.

HUYGHEBAERT, Nancy; LUYPAERT, Mathieu. **Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions.** 2010/06, Hogeschool-Universiteit Brussel, Faculteit Economie en Management. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/hub/wpecon/201006.html>>. Acesso em: 22 maio 2013.

IBCG – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 1 set. 2012.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 13 dez. 2011.

INF.09/705. LULA Quer Banco do Brasil Global. **O Globo**, 2009. Disponível em: <<http://www.contec.org.br/.../1763-inf09705-lula-quer-banco-do-brasil-glo>>. Acesso em: 16 nov. 2012.

IUDÍCIBUS, de Sérgio, MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Rubens Ernesto, SANTOS, Arioaldo dos. **Manual de Contabilidade Societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

JUNIOR FARIA, João Adelino de, PAULA Luiz Fernando de, **Fusões e Aquisições Bancárias e a Evolução da Eficiência Técnica dos Maiores Bancos Privados no Brasil**. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-940cdeb9d0f2cdca003770c6f1bdd3ea.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2011.

KOLARIC, Sascha, SCHIERECK, Dirk. **Shareholder Wealth Effects of Bank Mergers and Acquisitions in Latin America**. Disponível em: <<http://emeraldinsight.com/search.htm?st1=fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+banc%C3%A1rias+internacionais&ct=all&ec=1&bf=1>>. Acesso em: 23 mai. 2013.

KPMG – CorporatFinance. **Relatório de Fusões e Aquisições**, São Paulo: 2011. Disponível em: <[http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos\\_Analises/artigo\\_sepublicacoes/Documents/CF\\_Fusoes\\_Aquisicoes/2011/FA\\_2otrim\\_11\\_set.pdf](http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigo_sepublicacoes/Documents/CF_Fusoes_Aquisicoes/2011/FA_2otrim_11_set.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2011

LAMOUNIER Moura Wagner, NOGUEIRA, Monteiro Else. **Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos**. Disponível em: <[http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/IIseminario/.../iniciacao\\_01.pdf](http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/IIseminario/.../iniciacao_01.pdf)>. Acesso em: 13 dez. 2011.

MACARINI, Pedro José. **A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerados**, texto para discussão. Campinas: IE/UNICAMP, 2007. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto124.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2011.

MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc, 2009. **What determines the financing decision in business acquisitions: cost of capital, agency problems, or the means of payment?** Disponível em: <<http://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v15y2009i3p290-315.html>>. Acesso em: 23 mai. 2013.

MAXWELL – PUC. **O Processo de Análise de Fusões e Aquisições [...]**. Disponível em: <[http://www.maxwell.lambda.ele.puc-rio.br/7341/7341\\_4.PDF](http://www.maxwell.lambda.ele.puc-rio.br/7341/7341_4.PDF)>. Acesso em: 16 maio 2013.

OLIVEIRA, Ricardo M, **Fundamentos do Imposto de Renda In**: Rocha, Sérgio André (Org.) **Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A**. São Paulo: QuartierLatin, 2008.

PÁDUA, E. M. M. **Metodologia de Pesquisa: abordagem teórico-prática**. 13ª ed. Campinas: Papyrus, 2007.

PASSANEZI Paula Meyer Soares, NUNES Diego Souza, DE ASSIS Welson Ferreira, MONTEIRO Wagner Oliveira. **Fusões e Aquisições entre bancos no Brasil**: Uma visão sobre a concentração bancária e a desnacionalização. Disponível em: <[http://www.inicepg.univap.br/cd/INIC\\_2011/anais](http://www.inicepg.univap.br/cd/INIC_2011/anais)>. Acesso em: 2 set. 2012.

PAULA, de Rodrigues Fernando Luiz. UFRJ 1998. **Tamanho, dimensão e concentração do sistema bancário no contexto de alta e baixa inflação no Brasil**. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br>>. Acesso em: 4 nov. 2012.

PAULA, Luiz Fernando de; MARQUES, Maria Beatriz L. **Tendências recentes da Consolidação Bancária no Brasil**. 2006. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/tendencias\\_recentes\\_da\\_consolidacao\\_bancaria.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/tendencias_recentes_da_consolidacao_bancaria.pdf)>. Acesso em: 4 nov. 2012.

PORTO ALEGRE, 2000. **UFRGS**: Departamento de Economia. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica>>. Acesso em: 4 nov. 2012.

PUGA, Pimentel Fernando. **Sistema financeiro brasileiro**: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial. Textos para discussão. BNDES, Rio de Janeiro, n. 68, Ano: 1999. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 30 out. 2012.

PWC – PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Disponível em: <<http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-dez2010.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2011.

QUINTAIROS, Paulo; OLIVEIRA, Edson Aparecida de Araujo Querido, BARBOSA, Rogério. Fusões e Aquisições no setor bancário brasileiro: um estudo sobre os impactos do Itaú-Unibanco nas ações preferenciais ITUB4. In: **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, dez. 2011. Disponível em: <<http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/rcc/article/view/21778>>. Acesso em: 23 mai. 2013.

RAFF, Horst, RYAN, Michael, STÄHLER, Frank -**The choice of market entry mode**: Greenfield investment, M&A and joint venture. Disponível em: <<http://www.journals.elsevier.com/international-review-of-economics-and-finance>>. Acesso em: 22 maio 2013.

RELATÓRIO ANUAL 2011 DO BANCO BRADESCO S.A. Disponível em: <<http://www.bradescom.com.br/site/conteudo/.../Download.aspx?file>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

RELATÓRIO ANUAL 2011 DO BANCO DO BRASIL S.A. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/RA11BBPort.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

RELATÓRIO ANUAL 2011 DO BANCO SANTANDER S.A. Disponível em: <[http://www.santander.com.br/portal/wps/gcm/package/campanhas/Relatorio\\_Anuar\\_2011\\_72653/Relatorio\\_Anuar\\_2011.pdf](http://www.santander.com.br/portal/wps/gcm/package/campanhas/Relatorio_Anuar_2011_72653/Relatorio_Anuar_2011.pdf)>. Acesso em: 17 nov. 2012.

RELATÓRIO ANUAL 2011 DO ITAÚUNIBANCO HOLDING S.A. Disponível em: <<http://ww13.itau.com.br/PortalRI/HTML/port/download/RAS2011.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

RENNEBOOGA, Luc, SIMONSA, Tomas, WRIGHTC, Mike. Why do public firms go private in the UK? The impact of private[...]. In: **Journal of Corporate Finance**, Set. 2007. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119907000338>>. Acesso em: 22 maio 2013.

RISKBANK – FUSÕES & AQUISIÇÕES (DESDE 1998 ATÉ 2011). Disponível em: <<http://www.riskbank.com.br/anexo/fusoes.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

RISKBANK – FUSÕES & AQUISIÇÕES (DESDE 1998 ATÉ 2012). Disponível em: <<http://buscapdf.com.br/procurar/?t=fusoes+banc%C3%A1rias+desde+1998+at%C3%A9+2012&ws=go>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

RODRIGUES, A. C.. **O emprego bancário no Brasil e a dinâmica setorial**. 1999. Dissertação (Mestrado em Economia Política). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC), São Paulo. março de 1997. Disponível em: <[http://www.pucsp.br/pos/ecopol/internas/dissertacoes/mn\\_lat\\_dissertacoes\\_1990.html](http://www.pucsp.br/pos/ecopol/internas/dissertacoes/mn_lat_dissertacoes_1990.html)>. Acesso em: 4 nov. 2012.

SANDOVAL, Carneiro Mônica – 2004. **Métodos Não Paramétricos**. Disponível em: <<http://www.ime.usp.br/~sandoval/mae5755/naoparametrica>>. Acesso em: 30 out. 2012.

SANTOS, Gabriel de Araújo. 2009. **Teste de Hipóteses**. RJ, Brasil. Disponível em: <<http://www.ia.ufrj.br/ppgea/conteudo>>. Acesso em: 30 out. 2012.

SANVICENTE, Antonio Z.; LEITE, Hélio de Paula. **Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros**. São Paulo: Atlas, 1994.

SILVA, Carla Alexandra Ferreira. **O impacto do anúncio de fusões e aquisições nas rendibilidades das empresas**: estudo empírico para o mercado norte americano. 2011. Dissertação (Mestrado em Finanças). Universidade do Minho Escola de Economia e Gestão. Braga Portugal. Disponível em: <<http://www.repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/17043>>. Acesso em: 22 maio 2013.

SILVA, da Assis José Maicon, **Fusões e Aquisições como Caminhos para a Competitividade**. VII CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO 12 e 13 de agosto de 2011. Disponível em: <[http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg7/anais/T11\\_0340\\_2167.pdf](http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg7/anais/T11_0340_2167.pdf)>. Acesso em: 25 maio 2012.

SOUSA, Almir F.; ALMEIDA, Ricardo J. **O valor da empresa e a influência dos stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2006. Disponível em: <<http://www.livriariasaraiva.com.br/produto/1464627/o-valor-da-empresa-e-a-influencia-dos-stakeholders>>. Acesso em: 6 dez. 2011.

SUEN e KIMURA, **Fusão e Aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro**. Disponível em <<http://www.minhacarreira.com.br/financeira/FUS%D5ES%20E%20AQUISI%C7%D5ES.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2011.

TONIDANDEL, César Mauro. **Insider Trading**: um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). São Leopoldo RS. 2013. Disponível em: <<http://www.convibra.com.br/dwp.asp?id=5341&ev=25>> Acesso em: 4 jun. 2013.

VIDOTTO, Juarez Domingos Frasson, FREIRE, Patrícia de Sá SELIG Paulo Maurício, RADOS, Gregório Jean Varvakis, **O processo de integração após a Fusão e Aquisição: o caso de dois bancos brasileiros**. Disponível em: <<http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/.../anais>>. Acesso em: 2 set. 2012.

WORCMAN, Karen, **Fundação do Banco do Brasil**. Disponível em: <<http://www.fbb.org.br/lumis/portal/.../fileDownload.jsp>>. Acesso em: 6 dez. 2011.