

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

MARCIÉLI FRANCISCO

**ANÁLISE DA REAÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO NA
PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DOS BANCOS APÓS COMBINAÇÕES
DE NEGÓCIOS**

**FLORIANÓPOLIS
2021**

MARCIÉLI FRANCISCO

**ANÁLISE DA REAÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO NA
PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DOS BANCOS APÓS COMBINAÇÕES
DE NEGÓCIOS**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina como um dos pré-requisitos para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Dra. Suliani Rover.
Coorientadora: MSc. Juliane Pacheco

**FLORIANÓPOLIS
2021**

MARCIÉLI FRANCISCO

**ANÁLISE DA REAÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO NA
PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DOS BANCOS APÓS COMBINAÇÕES
DE NEGÓCIOS**

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pelo Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina.

Prof.^a Dr.^a Suliani Rover
Orientadora

MSc. Juliane Pacheco
Coorientadora

Professor(a) que compôs a banca:

Prof. Dr. Alex Mussoi

FLORIANÓPOLIS
2021

RESUMO

FRANCISCO, Marciéli. **Análise da reação do mercado na precificação das ações dos bancos após combinações de negócios.** 2021. 57 p. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Contábeis) - Departamento de Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis - SC.

As Combinações de Negócios, sobretudo as mais realizadas no mercado brasileiro, Fusões e Aquisições (F&A), são uma realidade para diversos setores e o setor financeiro é um dos destaques quanto ao seu número de transações de F&A. E dentro desse setor, os bancos tem uma grande representatividade. Por isso, esse estudo analisou o impacto nos preços das ações após Combinações de Negócios realizadas pelos bancos nos anos de 2018, 2019 e 2020. Utilizou-se como instrumento de pesquisa o Estudo de Eventos, com Janela do Evento de 11 dias. Foram analisados 25 bancos e os que realizaram Combinações de Negócios foram: Banco BTG Pactual, Itausa., Banco Inter, Itaú Unibanco Holding e Banco Bradesco. Destes, dois divulgaram pagamento de *goodwill* na transação, com mais de 50% do valor total da operação. Após uso da ferramenta, foi possível observar que a maioria dos retornos anormais obtidos são significantes estatisticamente. São retornos positivos e negativos, o que demonstrou a reação do mercado à aquisição, porém sem aumento de valor de mercado imediatamente após a conclusão da transação. A contribuição desse estudo evidencia que embora as empresas adquirentes vejam criação de valor, com o pagamento do *goodwill*, a transação não gera criação de valor evidenciada no preço de sua ação analisada pelo mercado.

Palavras-chave: Combinação de Negócios. Bancos. Estudo de Eventos.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Posição dos bancos no SFN.....	18
Quadro 2 - Combinação de Negócios analisadas.....	35
Quadro 3 - Aquisição BTG.....	36
Quadro 4 - Aquisição ItauSa.....	36
Quadro 5 - Aquisição Banco Inter	38
Quadro 6 - Aquisição Itaú Unibanco Holding	39
Quadro 7 - Aquisição Banco Bradesco.....	40
Quadro 8 - Resumo dos principais resultados	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Empresas bancárias listadas na B3 que realizaram Combinação de Negócios	34
Tabela 2 - Retornos anormais	49

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Retorno Real X Esperado BTG	41
Gráfico 2 - Retorno Anormal BTG.....	42
Gráfico 3 - Retorno Real X Esperado ItauSa S.A.	43
Gráfico 4 - Retorno Anormal ItauSa.....	43
Gráfico 5 - Retorno Real X Esperado Banco Inter	44
Gráfico 6 - Retorno Anormal Banco Inter	45
Gráfico 7 - Retorno Real X Esperado Itaú Unibanco Holding	46
Gráfico 8 - Retorno Anormal Itaú Unibanco Holding.....	46
Gráfico 9 - Retorno Real X Esperado Bradesco.....	47
Gráfico 10 - Retorno Anormal Bradesco	48
Gráfico 11 - Retornos Anormais empresas do estudo.....	50

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Combinação de Negócios CPC 15 R1 (2011).....	20
Figura 2 - Aplicação do método de aquisição	21
Figura 3 - Enquadramento metodológico adotado pelo presente trabalho.....	28
Figura 4 - Ágio da controlada Duratex	37

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	12
1.2 TEMA E PROBLEMA	13
1.3 OBJETIVOS	14
1.3.1 Objetivo Geral	14
1.3.2 Objetivos Específicos	14
1.4 JUSTIFICATIVA.....	15
1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	16
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1 MERCADO BANCÁRIO BRASILEIRO	17
2.2 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	19
2.3 RELEVÂNCIA E O ESTUDO DE EVENTOS	24
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	28
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	28
3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	29
3.3 TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS	30
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	34
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	34
4.1.1 Banco BTG Pactual S.A. (2019)	35
4.1.2 ItauSa S.A. (2019)	36
4.1.3 Banco Inter (2019)	37
4.1.4 Itaú Unibanco Holding S.A.	38
4.1.5 Banco Bradesco (2020)	39
4.2 ANÁLISE QUANTITATIVA.....	41
4.2.1 Banco BTG Pactual S.A. (2019)	41
4.2.2 ItauSa S.A. (2019)	42
4.2.3 Banco Inter (2019)	44
4.2.4 Itaú Unibanco Holding S.A.	45
4.2.5 Banco Bradesco (2020)	47
4.2.6 Discussão dos Resultados e da Literatura	48
5 CONCLUSÕES	52
REFERÊNCIAS	54

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A grande busca de contínuas melhorias e de ótimos resultados econômico-financeiro tem causado significativas transformações em grande parte das empresas (CRISTAL, 2009). Com a crescente internacionalização da economia, o aumento do fluxo de capitais e a alta competitividade, as empresas necessitam expandir suas operações e investimentos para acompanhar o avanço tecnológico e expandir os negócios pelo mundo (CRISTAL, 2009).

Nesse sentido, o desenvolvimento financeiro e sua relação com o desenvolvimento econômico têm despertado o interesse de vários autores já há algum tempo. A questão é se o desenvolvimento econômico leva ao desenvolvimento financeiro ou se a causalidade seria inversa, não havendo consenso sobre este ponto, podendo ocorrer, inclusive, bi causalidade (ALMEIDA; JAYME JUNIOR, 2007).

Sobre o mercado, concorrência e desenvolvimento empresarial, Magro e Teló (2011) afirmam que a utilização de reestruturação societária tem sido uma das formas encontradas para que as empresas consigam sobreviver no atual mercado nacional e enfrentar a grande concorrência externa. E os motivos para a reorganização societária podem ser vários: ampliação de mercados; proteção de mercados diminuindo a concorrência; garantia de fornecimento de insumos; junção de empresas menores para combater as grandes (RODRIGUES *et al.*, 2012).

Parte significativa do crescimento das grandes companhias ocorre por meio de aquisições, incorporações e fusões, operações denominadas internacionalmente como *business combination* (CRISTAL, 2009).

As Combinações de Negócios estão entre as mais relevantes formas de mudanças na organização, uma vez que é caracterizada pela obtenção de controle por parte de uma empresa investidora sobre as sociedades investidas ou pela junção de dois grupos independentes (MELO; TINOCO; YOSHITAKE, 2012).

Embora Combinações de Negócios seja um termo amplo, no mercado brasileiro, há um grande número de Fusões e Aquisições que se classificam como tal. Nesse sentido, sabe-se que muitas transações de Fusões e Aquisições (F&A) envolvendo bancos vêm acontecendo em mercados emergentes desde o final dos anos de 1990, motivados por fatores como reestruturação financeira, privatização e desregulamento (GODDARD, MOLYNEUX E ZHOU, 2012).

O ranking de 2020 de Fusões e Aquisições manteve a liderança dos bancos brasileiros (JARDIM, Lauro, 2020). E é nesse sentido, que se aborda ambos os temas, Combinações de Negócios e empresas do setor bancário brasileiro.

Embora as F&A sejam uma das formas mais comuns de Combinações de Negócios, estes só são considerados como Combinações de Negócios quando há a obtenção de controle, caso contrário, não receberá essa classificação.

1.2 TEMA E PROBLEMA

Quando estudado Combinações de Negócios, tem-se que as Fusões e Aquisições, quando da obtenção de controle, são algumas das principais operações inseridas no conceito de combinações de negócios regidas pela *International Financial Reporting Standards 3 – Business Combination* (IFRS 3 – Combinação de Negócios) (COSTA; PAULO; BARBOSA, 2011).

As fusões e aquisições são uma realidade no mundo corporativo e têm um desafio na contabilização das suas operações com a adoção integral da IFRS 3, no âmbito internacional, e do Comitê de Pronunciamento Técnico 15 primeira revisão (CPC 15 R1, 2011) no âmbito nacional (COSTA; PAULO; BARBOSA, 2011). Esse Pronunciamento é correlato ao IFRS 3, é a versão brasileira da norma.

No Brasil, com o objetivo de melhorar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que uma entidade fornece em suas demonstrações contábeis foi criado o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) – Combinação de Negócios. O CPC 15 (R1) estabelece princípios e exigências a serem cumpridas nas operações identificadas como combinações de negócios. O termo combinações de negócios não estava previsto na legislação societária até a criação do CPC 15 (com primeira versão em 2009 e posterior revisão em 2011), a Lei nº 6404/76 alterada pela Lei nº 9.457/97 e a CVM, por meio da instrução 319/99 (alterada pelas instruções 320/99 e 349/01) já considerava as combinações de negócios quanto à forma jurídica (ZITTEI; OLIVEIRA; LUGOBONI, 2014).

Quando estudado o impacto das Combinações de Negócios nos retornos das empresas, resultados de estudos indicam que, em geral, os acionistas de ações ordinárias da adquirente não apresentam expectativas quando há o anúncio de combinação de negócios. Portanto, há indícios de que os acionistas de ações ordinárias são reticentes quanto aos resultados da efetividade dos benefícios destas operações (PIMENTA; MARQUES; MACEDO, 2015).

Embora não haja evidências estatisticamente significativas sobre a reação generalizada em torno da divulgação da combinação de negócios, ao acumular os retornos anormais,

observa-se uma tendência de alta nos dias anteriores à divulgação dos eventos. Já nos dias posteriores, após absorvida a informação do evento, há ajuste gradual aos patamares observados anteriormente (PIMENTA; MARQUES; MACEDO, 2015).

No setor bancário, Pessanha et al. (2014) relatam que Fusões e Aquisições de bancos realizadas pelas instituições Banco do Brasil, BCN, Bradesco, Banco Itaú, Santander, Sudameris e Unibanco entre os anos de 1994 e 2009 não proporcionaram, de forma geral, retornos anormais positivos para os seus acionistas. Dessa forma, o anúncio de fusões e aquisições ocorridas no setor bancário não proporcionou aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes

Já Goddard, Molyneux e Zhou (2012) evidenciam que as transações de F&A aumentam, em média, o valor de mercado das firmas.

E é nesse sentido que foi formulada a pergunta de pesquisa desse estudo, em que é questionado: *Qual a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios?*

1.3 OBJETIVOS

De forma a responder à questão problema dessa pesquisa, foi definido um objetivo geral, que se desmembra em três objetivos específicos, apresentados a seguir.

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral da pesquisa é definido como: analisar a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para atender o objetivo geral, ele é dividido em três objetivos específicos:

- identificar quais companhias classificadas como bancos, listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), realizaram Combinações de Negócios nos anos de 2018, 2019 e 2020;
- descrever as informações divulgadas por esses bancos que realizaram as Combinações de Negócios sobre as operações realizadas; e
- verificar por meio do Estudo de Eventos a reação do mercado na precificação das ações dessas empresas que realizaram Combinações de Negócios.

1.4 JUSTIFICATIVA

Relatórios da KPMG (2019) revelam que, no ranking nacional de F&A, o setor financeiro ocupa a 6ª posição em número total de transações acumuladas entre 2000 e 2019, demonstrando sua forte presença nessas operações.

Mckinsey (2020), em seu estudo específico sobre o setor bancário brasileiro, feito antes da crise do Corona Vírus, revela que a saúde dos bancos brasileiros estava boa em comparação com a de instituições de outros países ou regiões. O Retorno sobre Patrimônio (ROE) do setor bancário brasileiro no primeiro semestre de 2019 foi de 18,8%, superior ao de países desenvolvidos ou em desenvolvimento.

Nesse sentido, esse trabalho justifica-se pela representatividade do setor financeiro, com ênfase ao setor bancário, no número de Combinações de Negócios realizados ao longo dos anos, bem como pelo histórico de resiliência, alta capitalização e desempenho superior aos seus pares internacionais (MCKINSEY, 2020).

Além disso, a expressividade do setor nas transações de F&A somadas a sua relevância na economia nacional, levam autores a pesquisar o impacto dessas transações nos retornos aos acionistas e *stakeholders*.

Guzmán (2002), analisou 33 processos de F&A's ocorridos entre 1996 e 2000 e não encontrou evidência de que resultaram em ganhos significativos no desempenho operacional de bancos comerciais e múltiplos do mercado brasileiro. De maneira semelhante, Brito, Batistella e Famá (2005) analisaram 17 aquisições realizadas por três bancos entre 1997 e 2003 e constataram que os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, não levando, portanto, ao aumento da riqueza dos acionistas das instituições adquirentes pesquisadas.

Embasado em estudos anteriores e nos dados atuais, esse estudo irá verificar se para as empresas da amostra nos anos de 2018, 2019 e 2020 houve ou não acréscimo de valor aos acionistas. Corroborando ou discordando dos estudos de Guzmán e de Brito, Batistella e Famá. O estudo se limitou aos três últimos anos completos como forma de ter a conclusão o mais recente possível, sem vieses de fatos ocorridos há mais de três anos e podendo perceber se houve alguma notável distinção no ano de 2020 que teve a pandemia mundial, causada pela COVID-19.

Além disso, tem-se o destaque para o fato de a data analisada ser a da efetivação da Combinação de Negócios em si, e não de seu anúncio. O que registrará, portanto, o reflexo de um fato contábil e não financeiro/econômico.

1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

Este trabalho foi organizado cinco grandes seções, que são: (i) Introdução; (ii) Fundamentação Teórica; (iii) Metodologia da Pesquisa; (iv) Resultados e Discussões e (v) Conclusões. Em seguida, foram apresentadas as referências que serviram de embasamento para o presente estudo.

Na seção atual, Introdução, foi abordado as considerações iniciais do tema e sua problemática. Bem como, os objetivos gerais e específicos determinados para responder à pergunta de pesquisa. Além disso, foi defendido a relevância desse estudo e apresentado sua justificativa.

Na segunda seção, de Fundamentação Teórica, foi marcada pela revisão da literatura dos principais tópicos que sustentam o estudo. Esta seção divide-se por tema de estudo, o primeiro deles é o do mercado bancário brasileiro, já que é o setor das empresas analisadas. O segundo, é a própria Combinação de Negócios e último faz literatura sobre a relevância dos resultados, tratados na ferramenta de Estudo de Eventos.

Na terceira seção, de Metodologia da Pesquisa, todo os processos de execução do estudo foram detalhados. Para iniciar, foi feita a classificação de enquadramento da pesquisa, em seguida detalhado o processo de amostra e coleta de dados e, por fim, abordado sobre a técnica e análise dos dados, em que foi descrito o passo-a-passo da análise descritiva e quantitativa.

Na quarta seção, de Resultados e Discussões, executou-se o que foi explicado na etapa anterior e exposto os principais resultados dessa análise. Começa-se com a análise descritiva, com as principais informações divulgadas pelas empresas sobre as Combinações de Negócios, seguida pela análise quantitativa, em que foi apresentado os resultados do Estudo de eventos. E na última parte foi feito um compilado dos principais resultados e associado com o que a literatura traz sobre o tema.

E por fim, a última seção, Conclusões, apresenta as principais conclusões do estudo, baseado em seus resultados. E relata também algumas das limitações da pesquisa e sugestões de pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para embasar o estudo em questão, buscou-se referências teóricas sobre o mercado bancário brasileiro (sua composição dentro do Sistema Financeiro Nacional, importância e desenvolvimento ao longo dos anos), combinações de negócios (com embasamento no CPC 15 R1 (2011), estudos anteriores e sua relação com o setor estudado) e por fim referencial sobre a relevância e o Estudo de Eventos.

2.1 MERCADO BANCÁRIO BRASILEIRO

A necessidade do conhecimento do sistema financeiro nacional é crescente ao longo do tempo, elucidada pela importância que exerce na economia e segmento empresarial de um país, como também pela maior complexidade que suas operações vêm exibindo (ASSAF NETO, 2001).

De acordo com o Banco Central do Brasil (BACEN, 2021), o mercado bancário brasileiro faz parte do Sistema Financeiro Nacional (SFN), o qual é composto por órgãos normativos, supervisores e operadores e dividido em três grandes enfoques: moeda, crédito, capitais e câmbio; seguros privados; previdência fechada.

Os bancos se classificam como operadores do mercado de moeda, crédito, capitais e câmbio, o qual é supervisionado pelo Banco Central do Brasil (BCB) e tem como órgão normativo o Conselho Monetário Nacional (CMN). Por classificarem-se como operadores os Bancos e Caixas Econômicas são instituições que lidam diretamente com o público, no papel de intermediário financeiro (BACEN, 2021).

O Quadro 1 ilustra a posição dos bancos no SFN.

Quadro 1 - Posição dos bancos no SFN.

	Moeda, crédito, capitais e câmbio		Seguros privados	Previdência fechada
Órgãos normativos	CMN (Conselho Monetário Nacional)		CNSP (Conselho Nacional de Seguros Privados)	CNPC (Conselho Nacional de Previdência Complementar)
Supervisores	BCB (Banco Central do Brasil)	CVM (Comissão de Valores Mobiliários)	Susep (Supertintendência de Seguros Privados)	Previc (Superintendência Nacional de Previdência Complementar)
Operadores	Bancos e Caixas Econômicas		Seguradoras e Resseguradores	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos e pensão)
	Administradoras de consórcios			
	Bolsa de valores		Entidades abertas de previdência	
	Cooperativas de crédito			
	Corretoras e distribuidoras			
	Bolsa de mercadorias e futuros		Sociedades de capitalização	
	Instituições de pagamento			
Demais instituições não bancárias				

Fonte: Elaborado pela autora com base nas informações divulgadas pelo BACEN (2021).

Nesse papel de operadores, intermediários financeiros, Fase e Abma (2003) retratam que em países emergentes, os bancos funcionam como o principal canal de transmissão da política monetária e atuam como a principal fonte de recursos para as empresas. Desse modo, a atividade bancária é crucial para o desenvolvimento dos países dado que o sistema bancário é peça importante do desenvolvimento financeiro, o qual serve como base para o crescimento econômico (KHAN; SENHADJI, 2000; LEVINE, 2003).

Sobre o histórico desse setor no país, é identificado que a evolução dos bancos foi sendo desenhada junto de cada cenário atual. Por exemplo, após a Reforma Bancária de 1964 cresceu-se o número de bancos que passaram a trabalhar no Brasil, em busca de ganhos e crescimento. Com o decorrer do tempo, o cenário foi se alterando, por meio das privatizações de bancos públicos, do Acordo da Basileia, da estabilização proporcionada pelo Plano Real, dentre outros importantes eventos (ESPERANÇA, 2017).

Anos depois, o setor bancário brasileiro passou por um forte processo de transformação com a adoção do Plano Real em 1994, instituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e com o Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) em 1995 e da criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) em 1996 (MARTINS, 2012).

Outro momento importante, é que em 1974 foi criado o Comitê de Basileia, com o objetivo de reforçar a regulação, a supervisão e as melhores práticas bancárias para a promoção

da estabilidade financeira. Dentro disso, existiram 3 Acordos, o Basileia I, II e o III. O Acordo I (1988) fez a introdução de requerimento mínimo de capital para a cobertura do risco de crédito, o chamado Índice de Basileia. O Acordo II (2004) foi o aprimoramento de Basileia I e introdução de três pilares: requerimentos de capital, processo de avaliação conduzido pelo supervisor de observância dos requisitos prudenciais e da adequação de capital e o de fomentar a disciplina de mercado por meio da divulgação de informações (BACEN, 2021).

Como decorrência do processo de reestruturação bancária no Brasil desde a implantação do Plano Real, em julho de 1994, e devido às Fusões e Aquisições, o setor bancário conheceu várias alterações que resultaram em intensas mudanças no setor: o número de bancos diminuiu, a participação de bancos estrangeiros aumentou, o grau de concentração se elevou (PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

E no atual cenário econômico do país (2020) estudos da Ernst & Young (EY) destacam uma aceleração no processo de transformações do setor, promovida, em grande parte, pelos órgãos reguladores com o intuito de impulsionar a competitividade do mercado brasileiro. E além dos direcionadores percebe-se uma mudança na dinâmica da competição com a entrada de empresas que não atuavam neste mercado e que possuem capital suficiente para testar e implementar novos modelos de negócios.

2.2 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

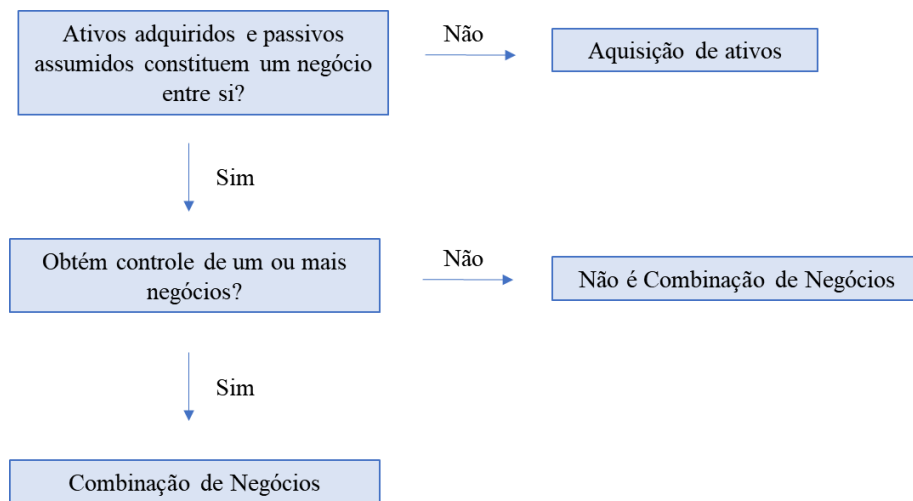
Neste tópico discorre-se sobre o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1, 2011), que é o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, o qual objetiva tratar do tema de Combinações de negócios; e a relação entre bancos, combinações de negócios e mercado acionário., bem como estudos anteriores relacionados ao tema.

2.2.1 CPC 15 - Combinações de Negócios

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu em 2011 o Pronunciamento Técnico CPC 15 - Combinações de Negócios (R1, 2011), que tem como objetivo aprimorar a relevância, confiabilidade e comparabilidade das informações que uma entidade fornece sobre suas demonstrações contábeis referentes ao tema de Combinação de Negócios, bem como de seus efeitos.

A Figura 1 apresenta um resumo sobre o que seria uma Combinação de Negócios, abordados nesse CPC.

Figura 1- Combinação de Negócios CPC 15 R1 (2011)



Fonte: Elaborado pela autora com base nas informações CPC 15 R1 (2011).

A definição de Combinação de Negócios tratada neste Pronunciamento exige que os ativos adquiridos e os passivos assumidos constituam um negócio por si só. Se os ativos adquiridos não constituem um negócio, a entidade deverá contabilizar a operação ou o evento como aquisição de ativos (CPC 15 R1, 2011).

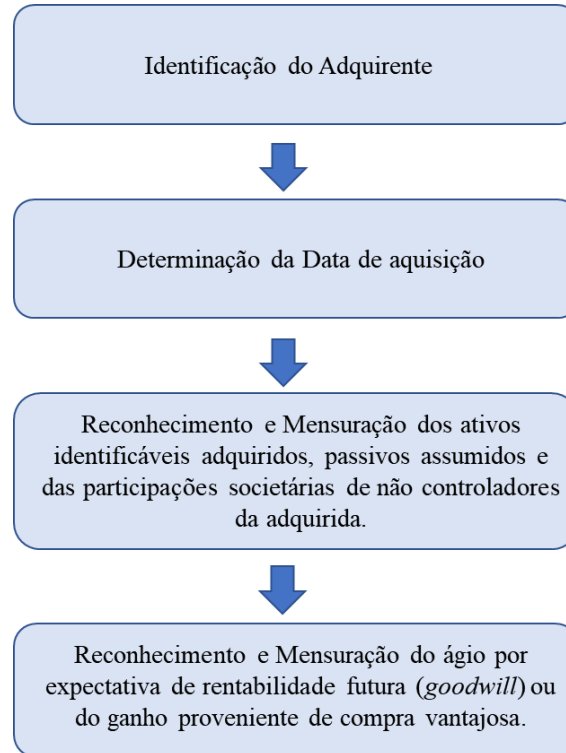
Este pronunciamento define uma Combinação de Negócios como a operação ou outro evento em que o adquirente obtém o controle de um ou mais negócios. E como negócio, é definido como conjunto de *inputs* (entrada de recursos) e processos (os processos são aplicados aos *inputs*), os quais têm a capacidade de contribuir para gerar *outputs* (saída de recursos).

É ressaltado também que os requisitos deste Pronunciamento não se aplicam à aquisição por entidade de investimento em controlada que deva ser mensurado ao valor justo por meio do resultado, conforme definido no Pronunciamento Técnico CPC 36 – Demonstrações Consolidadas (CPC 15 R1, 2011).

A entidade deve contabilizar cada Combinação de Negócios pela aplicação do método de aquisição e o adquirente deve identificar a data de aquisição, que é a data no qual o controle da adquirida é obtido. A partir desta data, o adquirente (aquele que adquire a nova empresa) deve reconhecer separadamente do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), os ativos identificáveis adquiridos, os passivos assumidos e quaisquer participações de não controladores na adquirida (aquele que é absorvido na combinação). O adquirente deve mensurar os ativos identificáveis adquiridos e os passivos assumidos pelos respectivos valores justos da data de aquisição (CPC 15 R1, 2011).

A aplicação desse método de aquisição exige o passo a passo como evidencia a Figura 2.

Figura 2 - Aplicação do método de aquisição



Fonte: Elaborado pela autora com base nas informações CPC 15 R1 (2011).

Além disso, o CPC 15 (R1, 2011) observar que, uma Combinação de Negócios, por razões legais, fiscais ou outras, pode ser estruturada de diversas formas, as quais incluem, mas não se limitam a:

- Um ou mais negócios tornam-se controladas de um adquirente ou ocorre uma fusão entre o adquirente e os ativos líquidos de um ou mais negócios;
- Uma entidade da combinação transfere seus ativos líquidos ou seus proprietários transferem suas respectivas participações societárias para outras entidades da combinação (ou para os proprietários dessas entidades);
- Todas as entidades da combinação transferem seus ativos líquidos ou seus proprietários transferem suas respectivas participações societárias para a constituição de nova entidade; ou
- Um grupo de ex-proprietários de uma das entidades da combinação obtém o controle da entidade combinada.

Apesar de o CPC 15 (R1) tratar de mais opções, a Lei 6.404/76 em seu artigo 223 traz três formas de “combinações de negócios” quanto ao seu tratamento jurídico: as incorporações, as fusões e as cisões. E segundo Costa et. al. (2011), as mais comuns e principais formas de operações de combinações de negócios são as fusões e incorporações.

2.2.2 Combinação de Negócios do setor bancário

Obedecidos os critérios de Combinações de Negócios descritas no tópico 2.2.1, os termos de F&A (Fusões & Aquisições) ou M&A (*Mergers and Aquisitions*) é bem comum nesse meio, sobretudo em instituições ligadas ao setor financeiro, que oferecem esse serviço e que também realizam essas operações. Mas vale ressaltar que as F&A só se caracterizam como combinações de negócios se seguidos seus pré-requisitos.

Operações de fusão e aquisição constituem a maneira mais veloz de uma empresa crescer, adentrar em mercados em que ainda não esteja presente, defender-se de aquisições indesejadas, desfrutar de oportunidades de investimento ou ainda de alguns participantes desses processos lucrarem às custas de outros (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Entre os vários motivos que levam as empresas a realizarem combinações de negócios, sobretudo de F&A está a busca por economia. Muitas economias de escala, como custos fixos mais baixos em função do aumento do nível de produção, poderiam ser obtidas com este processo (KLOECKNER, 1994).

Além da economia de escala, nota-se que a economia de escopo pode ser considerada como uma segunda razão dos processos de F&A. Por exemplo, uma empresa poderia transferir a outra um *know-how* de tecnologia aplicável a uma variedade de produtos sem que, necessariamente, este conhecimento fosse feito por meio do mercado (KLOECKNER, 1994). Esta transferência de *know-how* dentro da firma evita, conclui o autor, a necessidade de negociações posteriores e diminui o risco de oportunismos, tornando-a mais eficaz.

Contrapondo Kloeckner (1994), Patrocínio, Kayo e Kimura (2005), apontam que a nova onda de F&A é motivada muito mais por questões estratégicas e de criação de barreira de entrada a novos concorrentes do que por ganhos financeiros rápidos.

Já Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), defendem que o que há por detrás das F&As é a sinergia. Por meio da sinergia é possível aumentar o retorno da empresa adquirente. Além da sinergia, citam o efeito da tributação, a compra de ativos abaixo do seu custo de reposição e a diversificação (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

Dentro do mercado bancário em específico, é notado que um grande número de F&As tomou lugar no mercado emergente deste 1990, motivado por fatores como reestruturação financeira, privatização e desregulação (GODDARD; MOLYNEUX; ZHOU, 2012).

Estudos de Souza e Gartner (2019) indicam que o possível motivo de Fusões e Aquisições bancárias é o de que gerados por mercados que estejam aquecidos, ou seja, é uma tendência de mercado, relacionados com a preocupação dos gestores de que seus bancos percam mercado. O que faz com que nesse setor as F&As devem ser analisadas com mais cautela, pois essas podem ocorrer por tendência de mercado e não por ganhos de valor (SOUZA; GARTNER, 2019).

Para exemplificar, três dos maiores bancos privados brasileiros (Bradesco, Itaú e Unibanco) focaram principalmente em aquisições domésticas, ou seja, aquisições de empresas do próprio país e não com instituições estrangeiras. Em 2008, por exemplo, Itaú fez a fusão com o Unibanco para formar o maior banco brasileiro – Itaú Unibanco (GODDARD; MOLYNEUX; ZHOU, 2012)

Os boletins de fusões e aquisições emitidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA de 2010 a 2013, registram os valores gerados com esse movimento, gerando aproximadamente 680 bilhões de reais, estabilizando após um considerável crescimento em 2011 e ligeira queda nos anos de 2012 a 2013 (PIMENTA; MARQUES; MACEDO, 2015).

Analisando ambas as perspectivas (adquirente e adquirido), há uma tendência de que transações de F&As envolvendo grandes bancos criem valor aos acionistas de ambos os lados (adquirente e adquirido). A primeira justificativa para isso é de que há um padrão que possivelmente reflete a preferência dos participantes do mercado pela consolidação/fusão do setor bancário. E também há a presença do pensamento de que eles são suficientemente eficientes para não fazerem operações que sejam mal sucedidas em mercados emergentes (GODDARD, MOLYNEUX E ZHOU, 2012).

Estudos anteriores que tratam sobre combinações de negócio apontam que, dentre os casos de Combinação de Negócios, as incorporações são a forma mais utilizada do processo e que as notas explicativas apresentam um baixo nível de divulgação de informação sobre o tema (LUZ et al., 2012).

O tema de combinações de negócios é comumente relacionado ao seu nível de evidenciação, visto que há altos montantes envolvidos como contraprestação, além dos ativos e passivos que são reconhecidos. Castro e Oliveira (2016) apontam a necessidade de melhoria das divulgações sobre as operações de combinações de negócios pelas empresas brasileiras. Foi

observado que as empresas se concentram apenas em informações gerais e poucos adentram em mais detalhes de informações (CASTRO; OLIVEIRA, 2016).

Apontamento este que é corroborado no estudo de Silva (2015), em que os resultados de sua pesquisa mostram que menos da metade da divulgação das informações possíveis de acordo com o modelo proposto no CPC 15 (R1) foi demonstrado pelas empresas. Foi concluído que o nível de evidenciação das entidades participantes do índice Ibovespa entre 2012 e 2013 foi de apenas 40% (SILVA, 2015).

E sobre os principais motivos de realização das combinações, ao analisar os indicadores dos impactos das combinações de negócios nas demonstrações financeiras, nem sempre uma Combinação de Negócios está diretamente ligada a maximização da riqueza e sim com a sobrevivência da empresa, ou seja, manter-se no mercado ou aumentar sua participação (MELO, 2010).

Desse modo, é importante analisar a relevância das Combinações de Negócios nos resultados dos retornos das ações das empresas que realizam esse tipo de operação. E o tema de Estudo de Eventos é uma opção utilizada por autores para analisar tal feito. A seção 2.3 abordará o que a literatura traz sobre a relevância e o Estudo de Eventos.

2.3 RELEVÂNCIA E O ESTUDO DE EVENTOS

Para ser considerada útil, a informação contábil-financeira precisa ser relevante, ou seja, ser capaz de fazer impactar as decisões que possam ser tomadas pelos usuários. Desse modo, a satisfação do objetivo das demonstrações contábeis se estrutura na relevância das informações divulgadas aos usuários (FONSECA; MARQUES; SANTOS, 2018).

Nesse sentido, nas últimas décadas diversos artigos investigaram a relação empírica entre o valor das ações no mercado de valores (ou suas alterações) e informações contábeis específicas que influenciariam estas mesmas ações com o intuito de descobrir um padrão contábil para tais valores e alterações. Holthausen e Watts (2001) chamam esses estudos de literatura “*value relevance*”.

A informação contábil é considerada *value relevant* quando ela é capaz de impactar em medidas de valor de mercado, como, por exemplo, preço e retorno das ações (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; MACEDO et al., 2011; RAMOS; LUSTOSA, 2013).

Nessa linha, diversos pesquisadores ampliaram seus estudos e se voltaram para a análise da relação entre a divulgação de informações contábeis e a variação dos preços das ações das companhias. A expressão *value relevance* (relevância para o valor) da informação contábil é

utilizada para nomear estudos com o objetivo de testar empiricamente a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais (MARTINS; OLIVEIRA, 2013).

Os estudos de *value relevance* utilizam distintas formas de avaliação, possuem objetivos específicos e hipóteses alternativas variadas sobre a relevância dos números contábeis. Sem embargo, utilizam geralmente valores de mercado das empresas (ações), no qual o interesse é verificar se a disponibilidade de determinada informação está associada a alterações de valor de ativos (reação de preços) (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; MACEDO et al., 2011).

Holthausen e Watts (2001) classificam os estudos sobre *value relevance* em três grupos: i) estudos de associação relativa: concentram-se na comparação do R^2 das regressões; ii) estudos de associação incremental: investigam se o valor contábil é relevante por meio do coeficiente estimado ser significativo e diferente de zero; e iii) estudos de conteúdo de informação marginal (Estudo de Eventos): concentram-se em estudar se um número contábil, assim que for disponibilizado, está associado às alterações de valor das ações.

Coutinho et al. (2017) diz que o estudo de conteúdo de informação marginal (Estudo de Eventos) verifica se um valor contábil específico adiciona informação para um grupo de investidores (*short window studies*). E esta é a metodologia que a presente pesquisa se fundamenta, com o intuito de analisar a reação do mercado na precificação das ações quando da Combinação de Negócios em instituições bancárias listadas na B3, verificando assim sua relevância para os investidores e acionistas.

Fama (1991) confirma que para avaliar se a informação contábil apresenta informação que seja de fato relevante para o mercado é preciso investigar se na data da publicação ou em períodos próximos ocorreram alterações importantes nos preços e no volume negociado no período. Essa investigação do ajustamento de preços a anúncios públicos é operacionalizada por estudos de eventos, que consiste na análise do efeito de informações específicas de uma empresa no valor de seus títulos.

Para o segmento de empresas não-financeiras, do período de 2010 a 2017, Rover e Pacheco (2019) identificaram que no mercado brasileiro, o fato de as empresas realizarem combinação de negócio contribui para seu valor de mercado, fazendo com que os intangíveis registrados (identificados ou não), sejam relevantes para alterações no seu valor.

Corroborando com o tema, Mackinlay (1997) relata que usando dados do mercado financeiro, um estudo de evento mede o impacto de um evento específico referente ao valor de uma empresa. Na maioria dos casos, o foco é o efeito de um evento no preço da ação da empresa relacionada ao evento. E é com base no mecanismo tratado por Mackinlay que é desenvolvido o presente Estudo de Eventos.

Sobre estudos anteriores referentes a Combinação de Negócios e ao Estudo de Eventos, a literatura é rica em informações. Na pesquisa de Goddard, Molyneux e Zhou (2012), eles realizaram um Estudo de Eventos de 132 F&As envolvendo bancos na Ásia e na América Latina entre 1998 e 2009. Seu objetivo era o de verificar o impacto no valor das ações após F&As das empresas bancárias de mercados emergentes. O evento de estudo mediu a mudança no valor do acionista para adquirentes e adquiridos e os motivadores dessas mudanças.

Desse modo, conseguiram investigar se os acionistas percebem ou não algum benefício da consolidação existente, muitas vezes proposta pelos próprios governantes do país. Seus resultados foram de que as F&As nesses mercados são consideravelmente bem sucedidas em criar valor aos acionistas. Na média, geram retornos positivamente anormais (acima da média) (GODDARD; MOLYNEUX; ZHOU, 2012).

Já Pessanha et al. (2014) analisa que, tendo em vista o volume de transações de F&A envolvendo empresas brasileiras no setor bancário, torna-se relevante verificar quais são os impactos nas empresas que participaram desses processos, com o intuito de compreender a importância da estratégia de crescimento nos resultados das instituições financeiras. Foram realizados estudos de eventos sobre os retornos gerados pelo anúncio das F&A, o qual concluiu-se que as fusões e aquisições dos bancos estudados não proporcionaram retornos anormais positivos para os seus acionistas.

Pimenta, Marques e Macedo (2016), em sua pesquisa verificaram como o mercado de capitais reage sobre anúncio de Combinação de Negócios e também observaram se a expectativa de mudanças significativas nas variáveis de criação de valor foi efetivada. Para tal, realizaram a técnica de Estudo de Eventos. A janela de estimação (período de análise) foi composta por 5 dias antes e 5 dias depois da data do evento (anúncio em si), o que totalizou 11 dias. Seus resultados foram que, embora não haja evidências estatisticamente significativas sobre a reação generalizada em torno da divulgação da Combinação de Negócios, observou-se uma tendência de subida nos dias anteriores à divulgação dos eventos e nos dias posteriores, um ajuste gradual aos patamares observados anteriormente (PIMENTA, MARQUES E MACEDO, 2016).

Souza e Gartner (2019) realizaram um estudo no qual identificaram 43 fusões entre bancos brasileiros e 26 ativos de bancos que contemplam o período de 2005 a 2015, no qual objetivaram analisar a reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil. O resultado da pesquisa indica que nos mercados que são mais concentrados há uma menor probabilidade de fusão entre bancos rivais.

Dado a relevância do setor em questão, bem como de combinações de negócio dentro deste, há diversos estudos prévios sobre a ambos os temas. E quando visualizados, existem duas principais vertentes de pesquisa sobre as F&As de bancos. A primeira delas é o método de Estudo de Eventos empregado para determinar se o acontecimento em si gera valor para os acionistas em termos de ganhos de retornos anormais ao redor da data de anúncio. E a segunda é a comparação antes/depois de performance das operações dos bancos (WILLIAMS; WILLIAMS, 2008). Neste estudo, utiliza para análise o método de Estudo de Eventos empregado como referência a data da efetivação da aquisição.

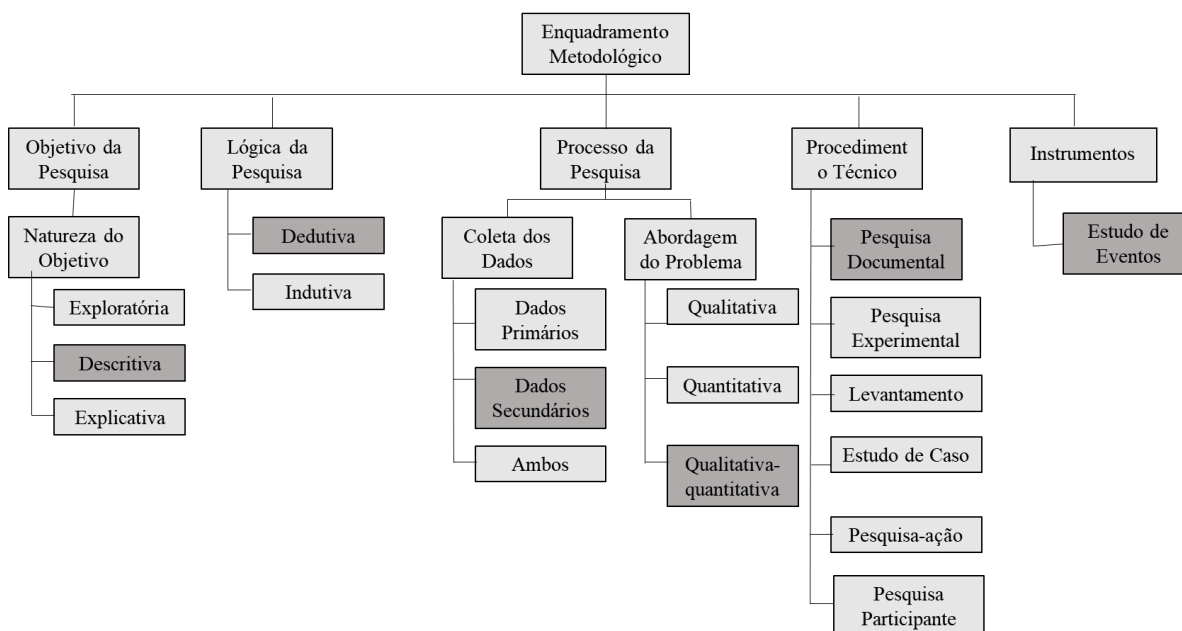
3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta seção objetiva enquadrar o presente trabalho científico de forma a dar-lhe sustentação metodológica e contextualizar sob qual ótica a pesquisa foi delineada e executada para atingir seus objetivos e resultados finais.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Em relação ao enquadramento metodológico desta pesquisa, a Figura 03 visa ilustrar o método adotado durante sua execução, mencionando as premissas que foram utilizadas desde seu planejamento até a obtenção dos resultados finais.

Figura 3 - Enquadramento metodológico adotado pelo presente trabalho.



Fonte: Adaptado de Tasca et al., (2010).

O presente estudo possui natureza descritiva, dado que tem o objetivo de descrever um determinado fenômeno (GIL, 2007), que neste caso é a reação do mercado acionário quando bancos realizam uma combinação de negócios.

A categorização realizada foi por meio do Método Dedutivo, pois nesse caso as categorias são arquitetadas antes de seguir com a análise do “Corpus” da pesquisa, ou seja, do texto produzido. São chamadas de categorias “a priori”, sendo deduzidas de teorias explícitas já existentes, que servem como embasamento para a pesquisa realizada (MORAES; GALIAZZI, 2011).

Como parte do processo de pesquisa, a coleta de dados abrangeu dados secundários. Visto que se trata de uma pesquisa em dados já existentes, por meio dos dados divulgados pelas próprias empresas e do *software* Economatica®. Foram utilizados para a pesquisa dados apurados, já publicados e desenvolvidos, por meio de pesquisas que atendem os objetivos deste trabalho (ROSA et al., 2011; LACERDA et al., 2014a).

Adotou-se uma abordagem de pesquisa qualitativa-quantitativa. É considerada qualitativa durante o processo de análise dos dados das Notas Explicativas, Relatórios de Administração e Formulários de Referência das empresas, seus ativos e principais informações envolvidas, baseada no contexto da pesquisa e nos critérios de interpretação do pesquisador, não envolvendo modelos matemáticos e estatísticos (CASARIN et al., 2012).

Também é considerada quantitativa no decorrer das análises dos dados do estudo de evento, coletando e analisando dados, dentro do conceito difundido por Mackinlay (1997).

O procedimento técnico empregado foi a pesquisa documental, visto que a mesma foi desenvolvida a partir de materiais expostos nos próprios sítios eletrônicos das companhias. Segundo Helder (2006), a técnica documental vale-se de documentos originais, que ainda não receberam tratamento analítico.

E o instrumento de pesquisa foi o Estudo de Eventos (evidenciado na seção 3.3), o qual foi utilizado para observar a reação do mercado em relação à Combinação de Negócios. O estudo de evento é um método que consiste, basicamente, na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, por meio da investigação dos efeitos de tais eventos nos valores de mercado dos títulos das empresas (SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2014).

3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Como parte do processo de pesquisa, a coleta e amostra abrangeram dados secundários, conforme demonstra a Figura 3 da classificação da pesquisa, visto que se trata de uma pesquisa nos Relatórios de Administração, Notas Explicativas e Formulários de Referência divulgados pelas empresas nos anos de 2018, 2019 e 2020. Bem como extração dos dados do valor de fechamento das ações das empresas estudadas e do índice IBOVESPA nas datas pré-estabelecidas.

A amostra compreendeu as empresas listadas na B3 classificadas como bancos que tenham realizado combinações de negócios entre os anos de 2018 e 2020. No total foram encontradas 25 empresas bancárias listadas na B3, sendo que 5 delas realizaram ao menos uma combinação de negócio dentro do período estudado.

Para atender o primeiro objetivo específico de identificar quais companhias classificadas como bancos, listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), realizaram Combinações de Negócios nos anos de 2018, 2019 e 2020, inicialmente, procedeu-se a busca por palavra-chave em seus relatórios como “controle” e “participação”. E foi considerado como Combinação de Negócios aquelas que obedecem aos critérios do CPC 15 (R1).

Destes 25 bancos, um não havia divulgado suas informações das Demonstrações Financeiras e Notas Explicativas referente ao ano de 2020 até a data da última confirmação de extração de dados da pesquisa (08/04/2021), sendo uma limitação da pesquisa.

Além disso, a empresa Banco Inter abriu IPO (Oferta Pública Inicial) em abril de 2018 e por conta disso o Economatica® não possui dados de cotação das ações anteriores julho de 2019, ficando com sua análise limitada a este período. Assim sendo, dos 25 bancos listados, cinco relataram Combinações de Negócios em seus relatórios dentro do período estudado e os cinco foram analisados individualmente nesse estudo.

3.3 TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS

De modo a atingir o objetivo específico da descrição das informações divulgadas pelos bancos que realizaram Combinações de Negócios, os dados também foram analisados de maneira descritiva, por meio de um compilado de informações divulgadas pelas empresas em suas Notas Explicativas, Relatórios de Administração e Formulários de Referência mostradas na seção 4.1 da pesquisa.

Nos três documentos foram buscadas informações sobre Combinações de Negócios que pudessem ter sido feitas. A busca se deu de forma semelhante em todos os relatórios, procurando por palavra-chave que fizessem inferência às Combinações e também a leitura de quadros e tabelas com informações das controladas do grupo.

Os dados coletados foram: nome da empresa envolvida na Combinação de Negócios, se é controle direto ou indireto, seu percentual de participação, as principais datas e valores relacionados à transação e também se houve valores extras na transação, como ágio ou mais-valia.

Já para analisar a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios utilizou-se as etapas (procedimentos) de MacKinlay (1977), a qual utiliza Estudo de Eventos como parâmetro para verificar o comportamento do mercado na precificação das ações em determinado momento, ou seja, analisou-se a relação entre a informação divulgada e mudanças no valor das ações das respectivas empresas.

Mackinlay (1997) define estudo de evento como o método pelo qual é possível medir o efeito de um evento econômico no valor de uma determinada empresa e diz que é “a ferramenta ideal para analisar o conteúdo da divulgação de informação” (MACKINLAY, 1997, p. 16).

Kothary e Warner (2006) reafirmam o conceito dizendo que o Estudo de Eventos é um método utilizado para examinar o comportamento dos preços das ações em torno de eventos corporativos. O método se baseia na seguinte ideia: comparar, na data do evento, o retorno real de um título e seu retorno esperado. A diferença entre esses retornos (retorno anormal), entrega uma medida do impacto (não antecipado) do evento sobre o valor da firma (KOTHARY; WARNER, 2006).

A primeira etapa do estudo é a de identificar o evento de interesse, que é o evento a ser estudado (MACKINLAY, 1997). Nessa pesquisa, o evento de interesse é a Combinação de Negócios, dado que o objetivo desse trabalho é verificar a reação do mercado quando da realização de combinações de negócio por meio de mudanças nos preços de suas ações.

Na etapa dois, é definida a Janela do Evento, que é o período do intervalo de observação das ações em estudo (MACKINLAY, 1997). Foi selecionado o dia da Combinação de Negócios como data zero. A Janela do Evento foi definida como 11 dias, considerando-se 5 dias antes e 5 dias depois da aquisição, bem como o dia do evento em si (GODDARD; MOLYNEUX; ZHOU, 2012).

Já a Janela de Estimação foi definida como 250 dias. Para cada anúncio o período de 250 dias anteriores à Janela do Evento é utilizado como Janela de Estimação (MACKINLAY, 1997). E é com base na análise desses dois períodos que é feito a comparação. Há apenas uma única exceção, em que a Janela do Evento foi considerada de apenas 89 dias, que foi a do banco Inter, devido a sua recente data de abertura de IPO e limitação de dados do Economatica®.

A próxima etapa, três, objetiva determinar as empresas que fazem parte da análise. O estudo foi delimitado às empresas do setor financeiro, especificamente bancos. Assim sendo, as empresas bancárias listadas na B3 que realizaram Combinação de Negócios nos anos de 2018, 2019 e 2020 fazem parte da análise.

A etapa quatro, consiste em medir o retorno real do evento em si e o seu retorno esperado. Para a medição do retorno real, optou-se pela fórmula tradicional, por meio do regime de capitalização discreta, conforme Equação 1:

$$r_{it} = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

Onde P_t é o preço do dia estudado e P_{t-1} é o retorno do dia anterior ao da análise.

Posteriormente, foi utilizado o Modelo de Mercado para medir o retorno esperado. Esse é um modelo estatístico que relaciona o retorno de qualquer ação com o do Mercado em si (MACKINLAY, 1997). Para cada ação o modelo de mercado é definido pela Equação 2:

$$E(R_{It}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Em que $E(R_{It})$ é o retorno esperado da ação da empresa em questão no dia determinado. O R_{mt} é o retorno do mercado no período “t”, sendo que este é estabelecido pelo índice do IBOVESPA. Sobre as outras variáveis, α_i e β_i são os parâmetros do modelo e ε_{it} é o erro padrão.

A etapa cinco é a de estimar o retorno anormal da ação. Nessa seção, considera-se o retorno do mercado como o normal de performance (MACKINLAY, 1997). O retorno anormal é obtido por meio da diferença entre o retorno real e o esperado, conforme Equação 3:

$$AR_{it} = r_{it} - E(R_{It})$$

Onde r_{it} é o retorno real verificado da ação da empresa i no período t (conforme Equação 1), e $E(R_{It})$ é o retorno esperado dessa mesma ação, da mesma empresa e no mesmo período (conforme Equação 2). E conseqüentemente, AR_{it} é o retorno anormal obtido da ação da empresa no período pré-determinado.

Para realização de inferências acerca do Estudo de Eventos, as observações dos retornos anormais deverão ser agregadas. Ou seja, foi calculado o retorno anormal acumulado (CAR), que nada mais é que a soma dos retornos anormais de cada dia, conforme Equação 4:

$$CAR(t_1 t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{It}$$

Após verificar os retornos anormais acumulados, foi necessário verificar a significância deles por meio do teste t de *Student* nos retornos acumulados da Janela do Evento, em que foi adotado a hipótese nula, como a de não impacto sobre os preços e a hipótese alternativa como o impacto do evento nos preços. O nível de teste foi de 5%. Para esse teste foi utilizada a ferramenta Microsoft Excel. Para interpretação dos resultados é adotado que quando o *p-value* for menor que 0,05 não é rejeitado a hipótese nula, o que quer dizer que há evidências do

impacto do evento no preço. Já quando o *p-value* for maior que 0,05, essa hipótese é rejeitada, não tendo evidências desse impacto.

Por fim, a última etapa foi a de analisar o retorno e as características do evento. Ou seja, analisar a relação do retorno real obtido, com o esperado e suas diferenças e relacionar com o fato do evento em si, o qual está exposto na seção 4.2.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Serão apresentados os resultados da análise descritiva e quantitativa, que incluem informações dos relatórios divulgados pelas companhias e análises estatísticas dos dados obtidos por meio do Estudo de Eventos.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

De modo a contribuir para a análise, foi realizado uma análise descritiva das empresas pertencentes à amostra do estudo, a qual está apresentada de forma cronológica. Essa análise foi com base nas próprias informações divulgadas pelas empresas, em suas Notas Explicativas, Relatórios de Administração e em seus Formulários de Referência.

A Tabela 1 ilustra todas as empresas da amostra e quais realizaram Combinação de Negócios dentro do período de análise do trabalho.

Tabela 1 - Empresas bancárias listadas na B3 que realizaram Combinação de Negócios

Empresa	2018	2019	2020	Total
Alfa holdings S.A.	-	-	-	-
Banco BMG S.A.	-	-	-	-
Banco Inter S.A	-	1	-	1
Banestes S.A. - Bco Est Espírito Santo	-	-	-	-
Bco ABC Brasil S.A	-	-	-	-
Bco Alfa de Investimento S.A.	-	-	-	-
Bco Amazonia S.A.	-	-	-	-
Bco Bradesco S.A.	-	-	1	1
Bco Brasil S.A.	-	-	-	-
Bco BTG Pactual S.A.	-	1	-	1
Bco Estado de Sergipe S.A. - Banese	-	-	-	-
Bco Estado do Para S.A.	-	-	-	-
Bco Estado do Rio Grande do Sul S.A.	-	-	-	-
Bco Mercantil de Investimentos S.A.	-	-	-	-
Bco Mercantil do Brasil S.A.	-	-	-	-
Bco Nordeste do Brasil S.A.	-	-	-	-
Bco PAN S.A.	-	-	-	-
Bco PINE S.A.	-	-	-	-
Bco Santander (Brasil) S.A.	-	-	-	-
Bco Sofisa S.A.	-	-	-	-
BRB Bco de Brasilia S.A.	-	-	-	-
China Construction Bank (Brasil) Bcco multipli S.A.	-	-	Sem divulgação até a data da pesquisa	-
Itau Unibanco Holding S.A.	-	-	1	1
ItauSa S.A.	-	1	-	1
Parana Bco S.A.	-	-	-	-
Total	0	3	2	5

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Conforme observado na Tabela 1, apenas uma empresa, a China Construction Bank não divulgou seus relatórios até o fim da coleta de dados da pesquisa e cinco delas tiveram alguma Combinação de Negócios.

As que apresentaram Combinação de Negócios estão descritas no Quadro 2, com sua data da Combinação, a empresa controlada e o percentual de participação.

Quadro 2 - Combinação de Negócios analisadas

	Data	Empresa(s)	% de participação
Bco BTG Pactual S.A.	19/07/2019	Ourinvest Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	80,00%
ItaSa S.A.	31/07/2019	Cecrisa Revestimentos Cerâmicos S.A. (“Cecrisa”)	100,00%
Banco Inter S.A	03/12/2019	Matriz participações S.A.	70,00%
Itau Unibanco Holding S.A.	31/03/2020	Zup I.T. Serviços em Tecnologia e Inovação S.A.	100,00%
Bco Bradesco S.A.	30/10/2020	BAC Flórida Bank	100,00%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Cada empresa citada no Quadro 2 é detalhada no decorrer dessa seção. Além da descrição dos fatos, formulou-se um quadro resumido das principais informações contidas nos relatórios.

4.1.1 Banco BTG Pactual S.A. (2019)

O Banco BTG Pactual S.A. adquiriu 80% de participação na Ourinvest Distribuidora de Títulos de Valores Mobiliários S.A. (“Ourinvest”) em 19 de julho de 2019, que é mantida como plataforma independente do BTG Pactual. O contrato de compra e venda prevê ainda a opção de compra do restante das ações da Ourinvest até 2021, sendo 10% em março de 2021 e o restante em março de 2022. Em 31 de março de 2020, a aquisição foi aprovada pelo Bacen.

O Quadro 3 apresenta o resumo da operação de aquisição do BTG.

Quadro 3 - Aquisição BTG

Empresa adquirida	Ourinvest Distribuidora de Títulos de Valores Mobiliários S.A. (“Ourinvest”)
Porcentagem de aquisição	80%
Controle direto ou indireto	Indireto
Data da aquisição	19/07/2019
Data de aprovação do Bacen	31/03/2020

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados divulgados pela empresa.

Conforme evidenciado no Quadro 3, a Combinação de Negócios se deu através de aquisição indireta, com obtenção de 80% de controle. Nos relatórios apresentados, o BTG não relata qual a controlada que a adquiriu e nem apresenta mais informações sobre a transação.

4.1.2 ItauSa S.A. (2019)

A segunda Combinação de negócios descrita é a do ItauSa S.A. O ItauSa S.A. adquiriu a Cecrisa Revestimento Cerâmicos S.A. (“Cecrisa”) por meio de sua controlada Duratex. A data de aquisição registrada foi a de 31 de julho de 2019, quando a controlada Duratex, por meio também de sua controlada (a Cerâmica Urussanga S.A. (“Ceusa”)), adquiriu 100% das ações do capital social da Cecrisa e de suas controladas, as quais são empresas especializadas na fabricação de revestimentos cerâmicos.

O valor pago pela operação foi de R\$ 378 milhões e desde a data da aquisição (até a data de divulgação do relatório de 2019) a Cecrisa contribuiu para a Duratex com uma receita líquida de R\$ 305 milhões e um resultado de R\$ 1 milhão. Essa aquisição é considerada positiva devido aos incrementos na Receita e Resultado da companhia, dado que seu resultado positivo compensou o de outros setores de suas controladas que não foram tão satisfatórios assim.

O Quadro 4 apresenta o resumo da operação de aquisição do ItauSa:

Quadro 4 - Aquisição ItauSa

Empresa adquirida	Cecrisa Revestimento Cerâmicos S.A. (“Cecrisa”)
Porcentagem de aquisição	100%
Controle direto ou indireto	Indireto
Data da aquisição	31/07/2019
Data de aprovação do Bacen	Não informado
Valor pago pela operação	R\$378.000.000,00

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados divulgados pela empresa.

Conforme evidenciado no Quando 4, não existem muitos detalhes sobre a transação, provavelmente devido ao fato de que esta foi feita pela controlada Duratex e não pela empresa em questão. Porém quando observado a seção que fala sobre Ágio por Expectativa de Rentabilidade Futura da Itausa é observado a segregação dos valores reconhecidos do ágil pela Duratex.

A Figura 4 registra os dados informados pela empresa sobre o ágil reconhecido pela Duratex.

Figura 4 - Ágio da controlada Duratex

	Nota	Consolidado	
		31/12/2019	31/12/2018
Satipel		46	46
Metalúrgica Jacaref		2	2
Caetex Florestal		9	9
Ceusa e Massima		99	99
Cecrisa	15.1.6	163	-
Total		319	156

Fonte: Nota Explicativa Itausa (2019).

Conforme demonstrado na Figura 4, a Duratex reconheceu um montante de R\$ 163 milhões em ágio sobre seus investimentos, referente à Combinação de Negócios com a Cecrisa, realizada no ano de 2019. Pode-se observar que esse valor representa mais de 50% do total de ágio do ano em análise. Ressaltando que o percentual do valor pago (R\$ 378 milhões) alocado ao *goodwill* (R\$ 163 milhões) mostra a expectativa sobre essa Combinação.

4.1.3 Banco Inter (2019)

Diferente dos outros eventos, em 03 de dezembro de 2019, o próprio banco Inter adquiriu 70% do capital social da empresa Matriz participações S.A. (“ *Holding* ” ou “ *Matriz* ”) pelo valor de R\$ 49 milhões, sendo metade fixo e pago na data de fechamento e a outra metade variável, nos termos do contrato de compra e venda, as quais estão sujeitas a ajustes de acordo com a performance financeira da referida companhia, aferida pelo seu EBITDA.

O Quadro 5 apresenta o resumo da operação de aquisição do Banco Inter:

Quadro 5 - Aquisição Banco Inter

Empresa adquirida	Matriz participações S.A.
Porcentagem de aquisição	70%
Controle direto ou indireto	Direto
Data da aquisição	03/12/2019
Data de aprovação do Bacen	03/01/2020
Valor pago pela operação	R\$49.000.000,00

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados divulgados pela empresa.

A empresa da Combinação de Negócios, a Matriz, é controladora de 98% da DLM Invest Gestão de Recursos Ltda. (“DLM”). A DLM atua na gestão de patrimônio, por meio de fundos e carteiras de clientes de alta renda, além da gestão de fundos de investimento e previdência privada. A referida operação foi autorizada pelo Banco Central do Brasil em 03 de janeiro de 2020.

Embora essa transação tenha sido feita pela própria empresa do estudo, não há mais informações sobre a operação, nem dados sobre *goodwill* ou mais valia.

4.1.4 Itaú Unibanco Holding S.A.

Em 31 de outubro de 2019, o Itaú Unibanco Holding, por meio de sua controlada Redecard S.A. (REDE), celebrou contrato de compra e venda de 100% do capital social da Zup I.T. Serviços em Tecnologia e Inovação S.A. (“ZUP”). A compra será realizada em três etapas ao longo de quatro anos.

Na primeira etapa, o Itaú Unibanco Holding adquiriu 52,96% do capital total e votante da ZUP pelo valor aproximado de R\$ 293 milhões; passando a deter o controle da companhia. No terceiro ano, após o fechamento da operação, o Itaú Unibanco Holding adquirirá participação adicional de 19,6% e, no quarto ano a participação restante, de forma a alcançar 100% do capital da ZUP.

O Quadro 6 apresenta o resumo da operação de aquisição do Itaú Unibanco Holding:

Quadro 6 - Aquisição Itaú Unibanco Holding

Empresa adquirida	Zup I.T. Serviços em Tecnologia e Inovação S.A. ("ZUP")
Porcentagem de aquisição	100%
Controle direto ou indireto	Indireto
Data de celebração de contrato	31/10/2019
Data da aquisição	31/03/2020
Valor pago pela operação	R\$293.000.000,00

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados divulgados pela empresa.

Conforme o Quadro 6, observa-se que demorou cinco meses para efetivar a aquisição celebrada anteriormente, em 2019. As efetivas aquisições e liquidações financeiras ocorreram em 31 de março de 2020 após obtenção das autorizações regulatórias necessárias. E assim como nos outros casos, essa aquisição também se deu por meio de uma controlada e não apresenta outros detalhes.

4.1.5 Banco Bradesco (2020)

Outro evento analisado foi o do Banco Bradesco, que comunicou ao mercado, em 06 de maio de 2019, a celebração do contrato de compra de ações com os acionistas controladores do BAC Flórida Bank ("BAC Florida"), banco que oferece há 46 anos diversos serviços financeiros nos Estados Unidos, com destaque para pessoas físicas de alta renda não-residentes.

Em 10 de setembro de 2019, o Banco Central autorizou o Bradesco a participar em até 100% do capital do BAC Florida Bank e de suas subsidiárias – a corretora de títulos BAC Florida Investments Corp. e as sociedades não financeiras BAC Global Advisors Inc., 5551 Luckett Road, Inc. e Representaciones Administrativas Internacionales S.A., essa última localizada na Guatemala e as demais localizadas nos EUA.

Em 08 de outubro de 2020, foram obtidas todas as autorizações regulatórias para a aquisição, pelo Bradesco, de 100% do capital social do BAC Florida.

O Quadro 7 apresenta o resumo da operação de aquisição do Banco Bradesco.

Quadro 7 - Aquisição Banco Bradesco

Empresa adquirida	BAC Florida Bank (“BAC Florida”)
Porcentagem de aquisição	100%
Controle direto ou indireto	Direto
Data de comunicação ao mercado	06/05/2019
Data de autorizações regulatórias	08/10/2020
Data da aquisição	30/10/2020
Valor pago pela operação	R\$3.105.557,00
Valor justo	R\$1.346.061,00
Ágio da aquisição	R\$1.759.496,00

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados divulgados pela empresa.

De acordo com o Quadro 7, nota-se que a conclusão da aquisição se deu em 30 de outubro de 2020, também em torno de cinco meses após o comunicado ao mercado. Quando da conclusão, o Bradesco:

- assume as operações do BAC Florida, com o objetivo de ampliar a oferta de investimentos nos EUA aos seus clientes de alta renda (Prime) e do Private Bank, além de outros serviços bancários, como conta corrente, cartão de crédito e financiamento imobiliário; e
- terá oportunidade de expandir negócios relacionados a clientes corporativos e institucionais.

O pagamento ao BAC Flórida foi de R\$ 3.105.557,00, sendo este o custo total da aquisição. Porém o valor provisório do valor justo dos ativos líquidos adquiridos foi de R\$ 1.346.061,00, o que gerou um ágio da aquisição das ações de R\$ 1.759.496,00. Ou seja, mais de 50% do valor total da operação foi destinada ao ágil, demonstrando a alta expectativa da empresa com essa Combinação.

O Bradesco contratou empresa especializada e independente, para a elaboração do estudo de alocação de preço de compra (“PPA”), para a alocação inicial do valor justo dos ativos adquiridos e passivos assumidos do BAC Florida. Em razão da complexidade das operações e sua relevância, a alocação final poderá sofrer alterações e aprimoramentos até a finalização do estudo da aquisição em si, que tem estimativa em até 12 meses, a partir da data da respectiva aquisição.

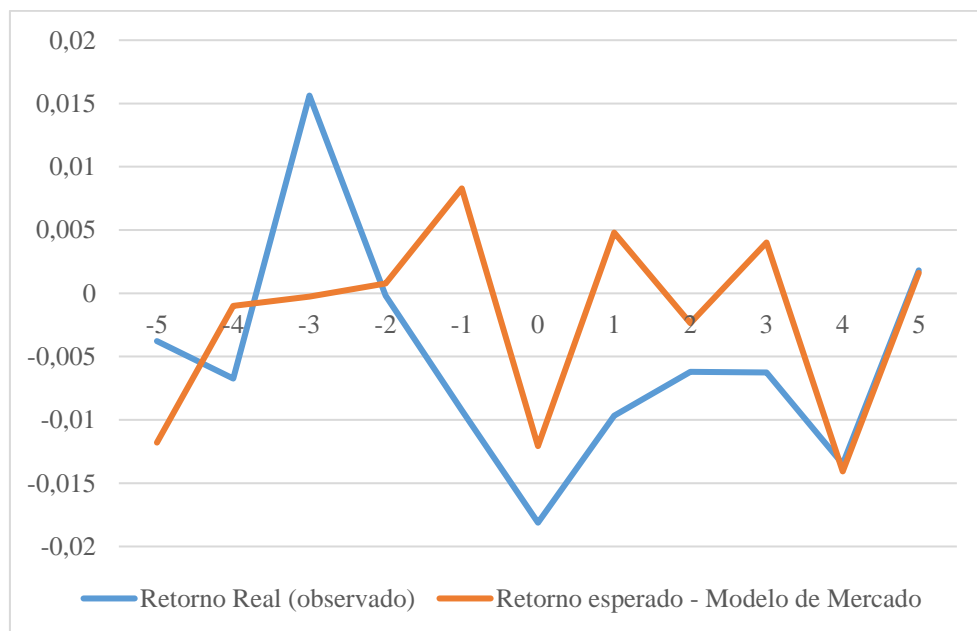
4.2 ANÁLISE QUANTITATIVA

Nessa seção é abordado os valores obtidos de retornos reais de cada uma das empresas, seus retornos esperados de acordo com o Modelo de Mercado e seus consequentes retornos anormais, com o objetivo de expor a reação do mercado aos eventos de Combinações de Negócios. Também é evidenciado os principais resultados do teste t de *Student*, que é o teste de sua significância dos resultados.

4.2.1 Banco BTG Pactual S.A. (2019)

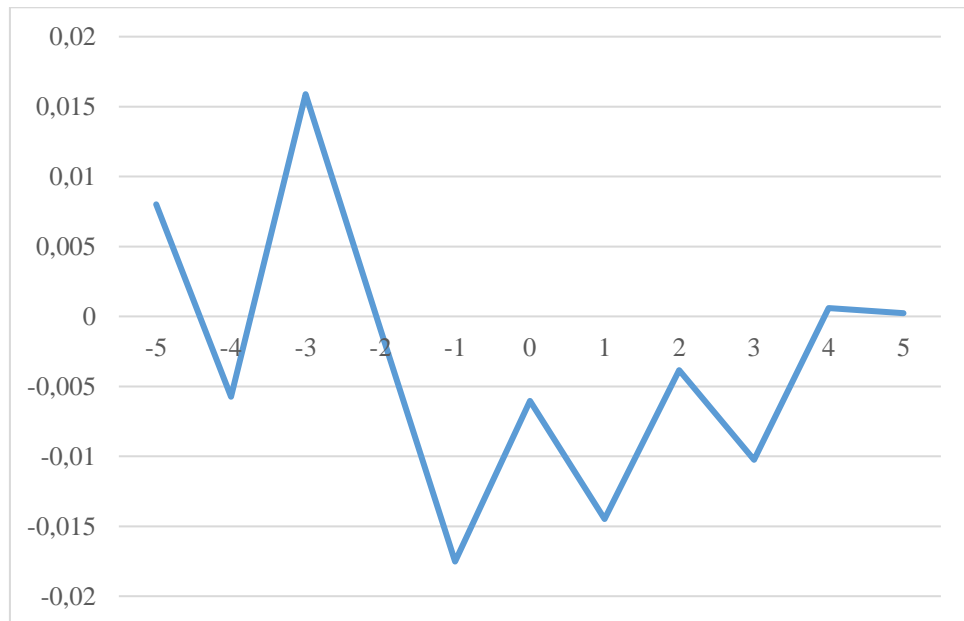
O Banco BTG Pactual S.A. realizou sua Combinação de Negócios em 19 de julho de 2019 e obteve controle indireto da Ourinvest. O Gráfico 1 mostra a relação do retorno real observado de acordo com o valor de fechamento das ações da empresa com o retorno esperado, que é aquele obtido de acordo com o fechamento do índice IBOVESPA no dia do evento em si e nos 5 dias anteriores e posteriores.

Gráfico 1 - Retorno Real X Esperado BTG



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

O dia 0 é o dia do evento em si e observa-se que as maiores variações estão nos dias anteriores ao evento e que nos dois últimos dias da análise, o 4 e o 5, os retornos já estavam muito semelhantes. O Gráfico 2 ilustra o próprio retorno anormal observado.

Gráfico 2 - Retorno Anormal BTG

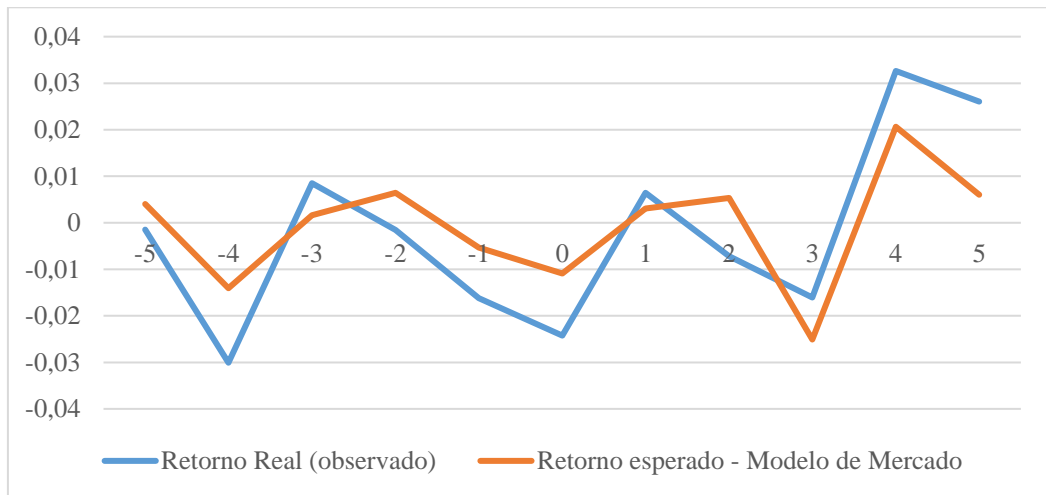
Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

A maior variação foi de aproximadamente 1,5% para mais e para menos, observadas nos retornos anormais do dia -1 e -3. No dia do evento em si houve pouca variação, bem como no dia 2.

Sobre o teste de significância, todos os *p-value* encontrados foram acima de 0,05, não demonstrando a significância dos resultados. Ou seja, não há evidências de que os retornos anormais obtidos estejam relacionados com o evento da Combinação de Negócios em si, rejeitando, portanto, a hipótese de impacto do evento no preço da ação.

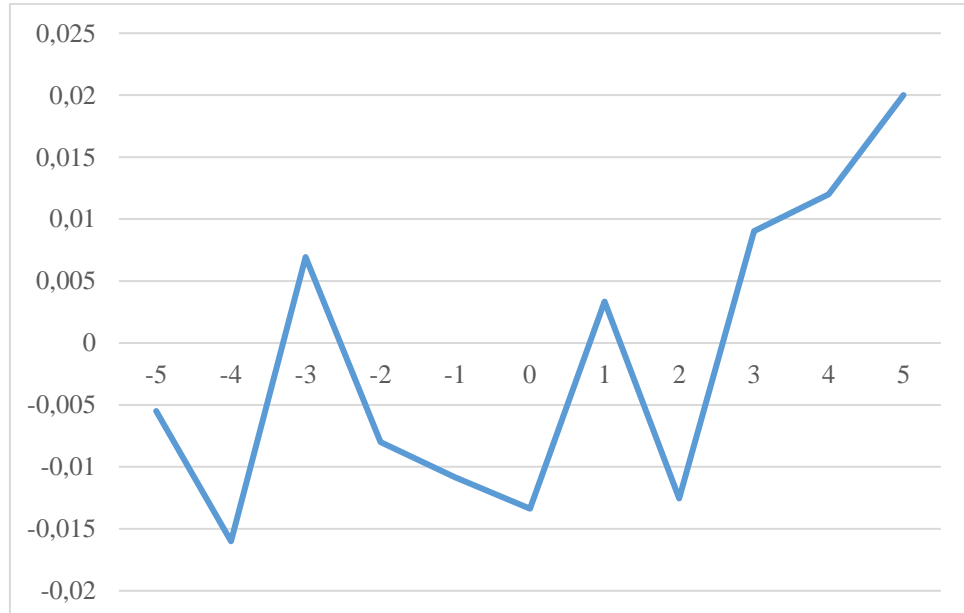
4.2.2 ItauSa S.A. (2019)

A operação do ItauSa realizou-se no dia 31/07/2019 e há controle indireto sobre a empresa adquirida, Cecrisa. O Gráfico 3 mostra a relação do retorno real com o esperado na Janela do Evento.

Gráfico 3 - Retorno Real X Esperado ItauSa S.A.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

O Gráfico 3 mostra variações de movimentos semelhantes nos preços dos índices, porém (em média) com retornos reais abaixo do retorno esperado antes do evento e após com retornos esperados inferiores aos reais. O Gráfico 4 ilustra o retorno anormal da janela de evento.

Gráfico 4 - Retorno Anormal ItauSa

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

O Gráfico 4 evidencia os retornos anormais, os quais ficaram em média inferiores à 1,5%, com subida para 2% positivos no último dia do evento. O mercado reagiu já no dia +1, posterior à aquisição, com retorno anormal, bem como no dia +3, +4 e +5, o que pode ser

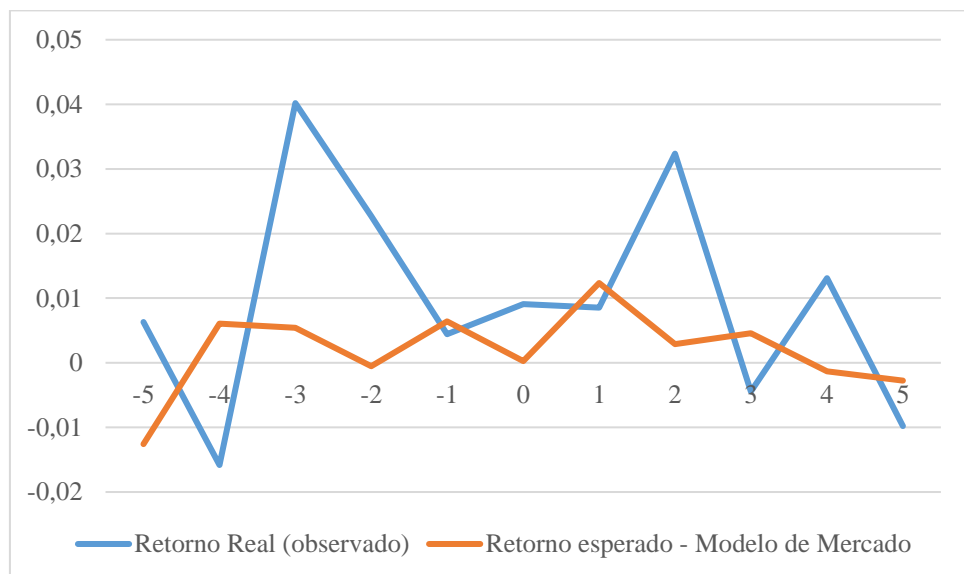
assimilado com a eficiência do mercado quando de eventos desse tipo, Combinações de Negócios.

Quando observada a significância dos resultados, por meio do teste t, tem-se que o resultado só não é significativo nos dias -5 e -3. Então nos demais dias, em todos os retornos anormais há a evidência de que o evento tenha impacto no resultado dos preços da ação. Os *p-value* encontrados demonstram que após a data zero, todos os retornos foram significativos para a análise.

4.2.3 Banco Inter (2019)

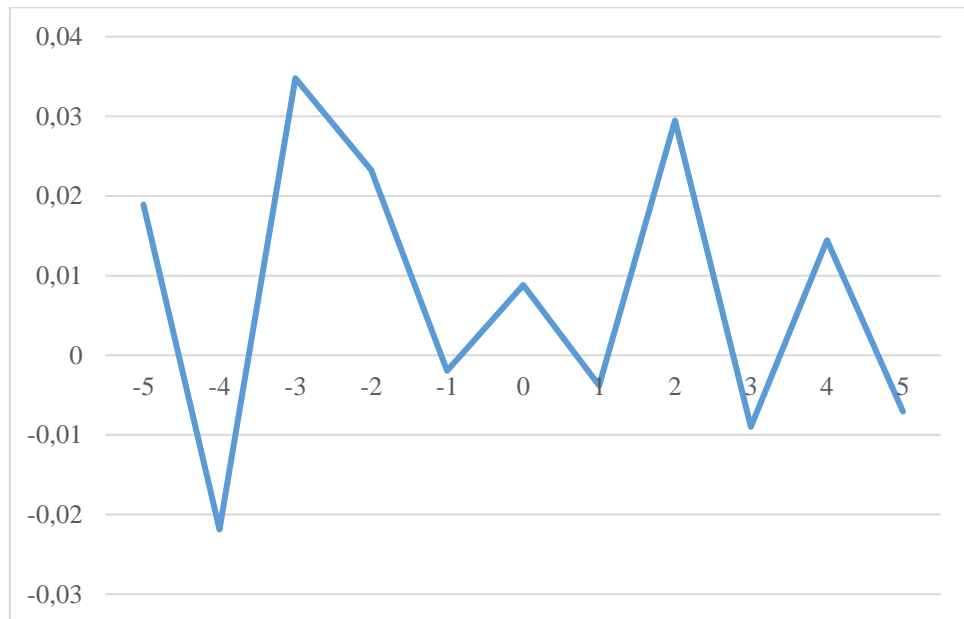
O Banco Inter realizou a aquisição em 03/12/2019 da empresa Matriz participações S.A. Diferentemente das outras empresas já citadas, essa empresa é uma controlada direta do Banco e apresentou na Janela do Evento retornos reais em média superiores aos retornos do mercado. Vale lembrar que essa empresa abriu IPO em 30/04/2018, sendo, portanto, recente no mercado acionário. O Gráfico 5 mostra a relação do retorno real com o esperado.

Gráfico 5 - Retorno Real X Esperado Banco Inter



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Com tais evidências, é possível observar que os retornos anormais também foram os maiores até então, passando de 3% e em gerais positivos, conforme demonstrado no Gráfico 6.

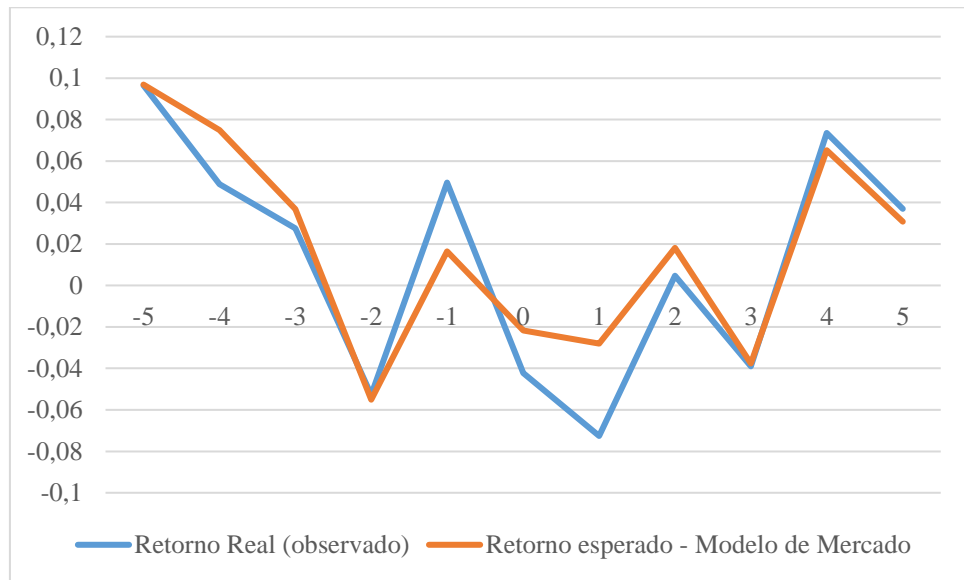
Gráfico 6 - Retorno Anormal Banco Inter

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

O dia do evento em si foi marcado por uma variação positiva de 1%, sendo os maiores retornos anormais no dia -3 e no dia +2. Porém quando associados à significância, destes dois dias, apenas o dia +2 possui evidência de impacto, com um *p-value* igual a 0,0237. Do dia +2 em diante, dentro da Janela do Evento, houve significância em todos os dias. Demonstrando, portanto, que após o evento, houve retornos anormais e que estes foram significativos.

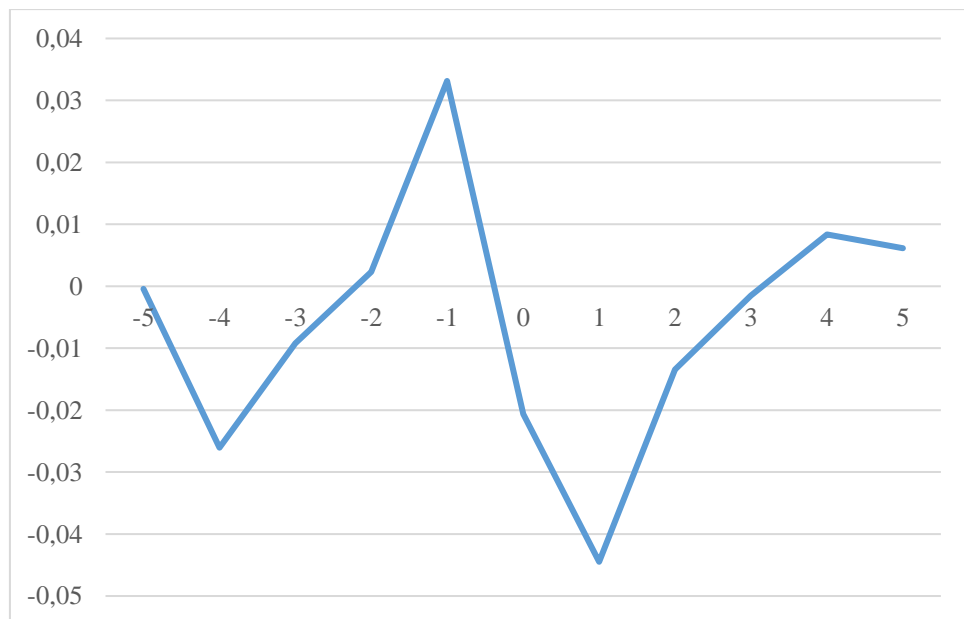
4.2.4 Itaú Unibanco Holding S.A.

O Itaú Unibanco Holding celebrou o contrato de compra e venda em 31/10/2019 e assim como o BTG e o ItauSa, possui controle indireto sobre a controlada ZUP IT. O Gráfico 7 demonstra a relação entre o retorno real obtido e o retorno esperado do mercado.

Gráfico 7 - Retorno Real X Esperado Itaú Unibanco Holding

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

É possível observar que o retorno real e o observado seguiram movimentos muito semelhantes em relações às variações de seus preços, porém com diferenças nas magnitudes desses movimentos. O Gráfico 8 ilustra exatamente o retorno anormal dessa ação na Janela do Evento.

Gráfico 8 - Retorno Anormal Itaú Unibanco Holding

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

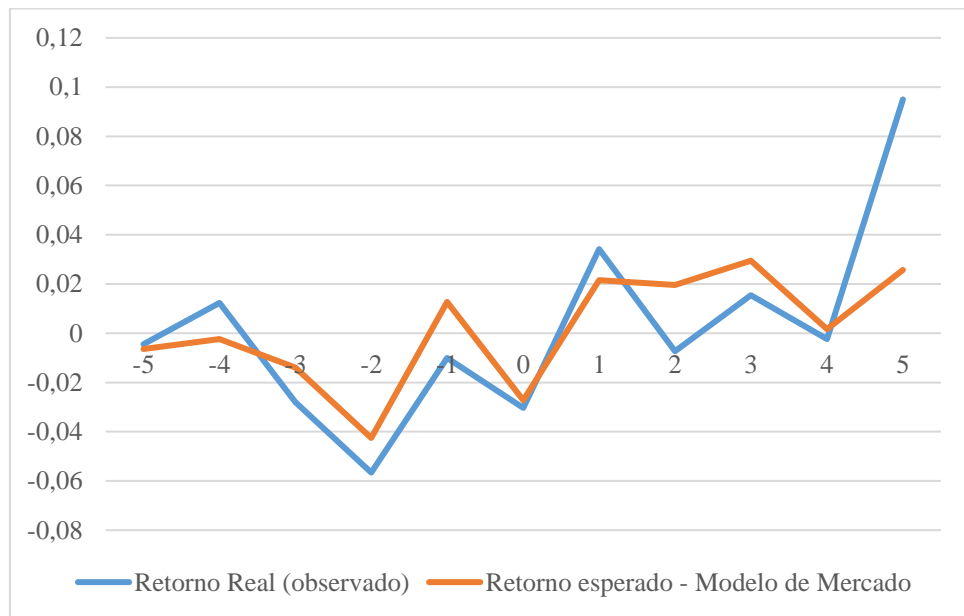
Conforme demonstrado no Gráfico 8 nota-se que no dia do evento, quase não houve retorno anormal (muito próximo de zero), mas que no dia que o antecede, bem como no dia

posterior, o retorno anormal ficou entre 3% e 4%, o que sugere uma possível antecipação de expectativa dos investidores com a espera dessa aquisição.

4.2.5 Banco Bradesco (2020)

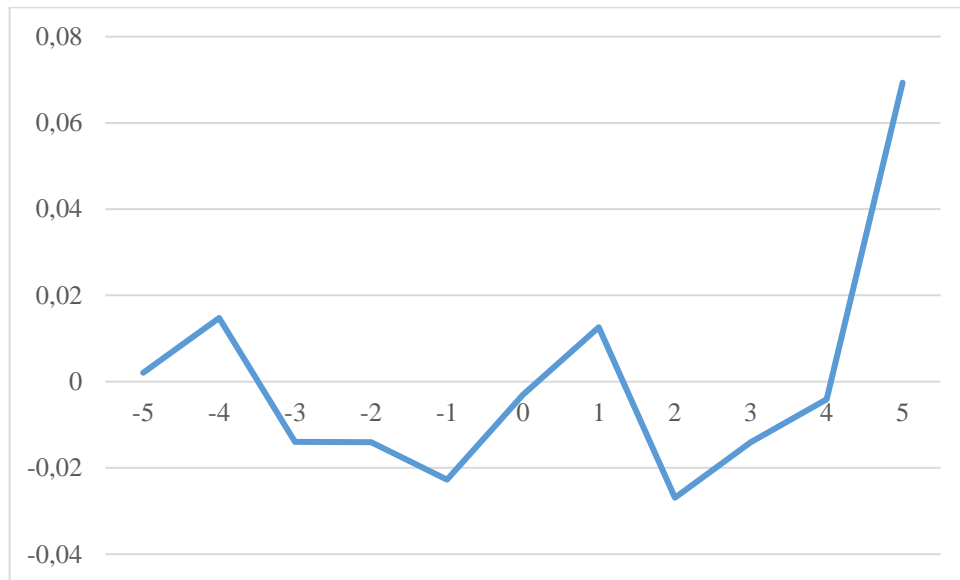
O último evento analisado foi o do Bradesco, que assim como o Banco Inter é o controlado direto da empresa BAC Florida, o qual concluiu a aquisição em 30/10/2020. O Gráfico 9 mostra a relação do retorno real com o esperado.

Gráfico 9 - Retorno Real X Esperado Bradesco



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Conforme visualizado no Gráfico 9, os movimentos das oscilações dos preços foram semelhantes, mas com retornos do mercado em geral maiores que o da ação em si. No dia do evento, a variação foi inclusive muito semelhante e observa-se maior disparidade no dia +5, quando o retorno observado chegou próximo a 10%, ou seja, quase 5 vezes maior que o do mercado. O Gráfico 10 ilustra o retorno anormal dessa ação.

Gráfico 10 - Retorno Anormal Bradesco

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Há um destaque para um retorno anormal de quase 7 pontos percentuais no último dia da Janela do Evento e um valor muito próximo a zero no dia da conclusão da aquisição. Nos demais dias, há uma média de 2% para mais e para menos.

Quando analisado os resultados do teste t, apenas os dias -5 e -3 não são significativos. O que resulta que os dias imediatamente anteriores à data zero, bem como todos os posteriores da Janela do Evento, inclusive o dia do evento, possuem significância para o estudo. Demonstrando a Combinação de Negócios direta, com pagamento de ágio, com os maiores retornos anormais e significância para o estudo.

4.2.6 Discussão dos Resultados e da Literatura

Quando analisados todos os retornos na Janela do Evento, tem-se os resultados da Tabela 2, que demonstra os retornos anormais por empresas e por dia do Estudo de Eventos.

Tabela 2 - Retornos anormais

	BTG	ITAUSA	INTER	ITAUUNIBANCO	BRADESCO
-5	0,008017937	-0,005505772	0,018906841	0,096491228	0,002054583
-4	-0,00573113	-0,016005206	-0,021877296	0,048888889	0,014776121
-3	0,015887806	0,006926132	0,034782458	0,027542373	-0,013975489
-2	-0,000942992	-0,007992316	0,023251882	-0,052783505	-0,014068188
-1	-0,017523288	-0,010852636	-0,001972713	0,049629952	-0,022723244
0	-0,00604209	-0,013369641	0,008812001	-0,042306097	-0,003074813
1	-0,014475368	0,003333151	-0,003792848	-0,072589382	0,012648136
2	-0,003852534	-0,012534693	0,029478002	0,004672897	-0,02691146
3	-0,010254271	0,009037149	-0,008973328	-0,039069767	-0,014000762
4	0,000592893	0,011987202	0,014449871	0,07357212	-0,004105097
5	0,000220493	0,020010579	-0,007061815	0,036970243	0,069324979
Média após data 0 (inclusive)	-0,005553757	0,006366678	0,004819977	0,000711222	0,00739116

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Conforme observado na Tabela 2, após a data da Combinação de Negócios, houve retornos positivos e negativos, porém, a média desses retornos ficou muito próxima a zero. Uma justificativa para tal feito seria o estudo de Souza e Gartner (2019), dizendo que as operações são mais uma tendência de mercado que uma alternativa de geração de valor.

Dos cinco eventos analisados, dois realizaram Combinações de Negócios de maneira direta, dois registraram ágio na operação, quatro demonstraram significância dos dados de retornos e o intervalo dos retornos anormais observados variaram de -1,6% a 6,9%.

O Quadro 8 resume os principais dados da amostra de estudo.

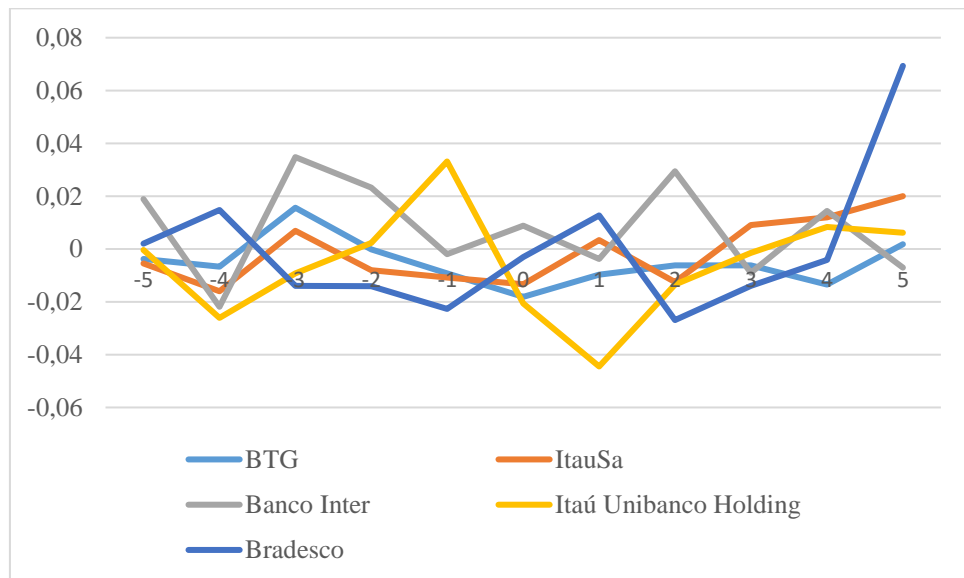
Quadro 8 - Resumo dos principais resultados

	Tipo de participação	Registro de pagamento de ágio	Intervalo de retornos anormais	Predominância de significância dos retornos
Bco BTG Pactual S.A.	Indireta	Não evidenciou	-1,8% a 1,5%	Não
ItauSa S.A.	Indireta	Sim	-1,6% a 2,0%	Sim
Banco Inter S.A.	Direta	Não	-2,1% a 3,4%	Sim
Itaú Unibanco Holding S.A.	Indireta	Não	-3,3% a 4,4%	Sim
Bco Bradesco S.A.	Direta	Sim	-2,6% a 6,9%	Sim

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados divulgados pela empresa.

O Quadro 8 mostra que o único evento que não obteve significância nos dados foi a Combinação de Negócios indireta do Banco BTG Pactual S.A. Os dois únicos eventos com Combinação de Negócios direta foram os do Banco Inter S.A. e o do Banco Bradesco S.A. Os maiores retornos anormais foram os do Bradesco, Itaú Unibanco Holding e Inter, respectivamente.

O Gráfico 11 apresenta os retornos anormais das empresas analisadas no estudo.

Gráfico 11 - Retornos Anormais empresas do estudo

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

Por meio do Gráfico 11 é possível observar o destaque do retorno do Bradesco no dia +5, que vale ressaltar que foi o evento mais rico em dados, com informações detalhadas dos valores e das principais datas. Os demais não deram ênfase nessas informações, o que corrobora a literatura, a qual traz estudos relacionando Combinação de Negócios com o nível de

evidenciação, em que observa que as empresas se concentram apenas em informações gerais e poucos adentram em mais detalhes de informações (CASTRO; OLIVEIRA, 2016).

Sobre o instrumento de pesquisa utilizado, o Estudo de Eventos, na análise de Combinações de Negócios de estudos anteriores, Pessanha *et. al* (2014) conclui que fusões e aquisições dos bancos não proporcionaram retornos anormais positivos em seus estudos. No presente estudo, é possível observar que houve sim retornos anormais, positivos e negativos, porém quando somados todos os retornos anormais de todas as empresas na janela do evento, a média disso é muito próxima a zero.

Pimenta, Marques e Macedo (2016), observaram uma tendência de subida nos dias anteriores à divulgação dos eventos e nos dias posteriores, um ajuste gradual aos patamares observados anteriormente. Já na presente pesquisa os maiores retornos anormais significativos ocorreram após a data da Combinação de Negócios.

Nos estudos de Goddard; Molyneux e Zhou (2012), eles afirmam que as Combinações de Negócios, em média, aumentam o valor de mercado da empresa. Já Souza e Gartner (2019) dizem que no setor bancário as F&As devem ser analisadas com mais cautela, pois essas podem ocorrer por tendência de mercado e não por ganhos de valor.

Sobre esses possível ganho de valor, quando analisado as duas empresas que evidenciaram o ágio na Combinação de Negócios (Bradesco e Itausa), é demonstrado altas expectativas sobre a transação, dado o elevado valor do ágio. Em ambos os casos foi mais que 50% do valor total da operação. E sobre o retorno, o ItauSa apresentou retorno anormal positivo em quatro dos cinco dias posteriores à aquisição e o Bradesco apresentou em dois dos cinco dias, com ênfase no último dia (+5), que apresentou o maior retorno do estudo.

5 CONCLUSÕES

O objetivo do trabalho foi analisar a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios. Após desenvolvimento do estudo, observou-se que no período analisado, os 11 dias da Janela do Evento, houve tanto retornos anormais positivos quanto negativos e que nenhum foi claramente superior ao outro.

Quando feito a média de todos os retornos de todas as empresas da Janela do Evento, tem-se um retorno muito próximo a zero. Ou seja, os retornos anormais positivos se anulam com os negativos. E o mesmo ocorre após o evento em si.

Com exceção do Banco BTG Pactual S.A., todos os outros apresentaram significância estatística em seus impactos sobre o retorno de suas ações no período, sobretudo após a data zero, quando da Combinação de Negócios. Isso quer dizer que é evidenciado impacto estatisticamente falando, analisado cada dia individualmente, porém na média dos impactos causados o retorno pode ser negligenciado, por ser muito próximo a zero.

Desse modo, para responder à pergunta de pesquisa, definida como “*Qual a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios?*”, conclui-se que o mercado reage a essas Combinações, ora positiva ora negativamente, não sendo observado um padrão de retorno. Então não é possível afirmar seu impacto positivo, a criação de valor aos acionistas, após a conclusão dessas transações.

O que corrobora o estudo de Pessanha et al. (2014), que relataram que Fusões e aquisições dos bancos analisados em sua pesquisa entre os anos de 1994 e 2009 não proporcionaram, de forma geral, retornos anormais positivos para os seus acionistas. Bem como o estudo de Pimenta, Marques e Macedo (2015) que diz não haver indícios de que os acionistas de ações ordinárias são reticentes quanto aos resultados da efetividade dos benefícios destas operações.

Uma justificativa do porquê não evidenciar retornos positivos após essas transações, no presente estudo e em anteriores, pode ser a conclusão do estudo de Melo (2010) que diz que nem sempre uma Combinação de Negócios está diretamente ligada a maximização da riqueza e sim com a sobrevivência da empresa, ou seja, manter-se no mercado ou aumentar sua participação.

Inclusive, nas duas empresas que apresentaram expressivo valor de ágio por expectativa de rentabilidade futura (Itausa e Bradesco), os retornos anormais positivos não foram impactados pelo ágio quando comparado com as demais companhias. Ou seja, embora a

empresa adquirente veja valor de rentabilidade futura, o mercado inicialmente não o reconhece a ponto de aumentar o valor da firma.

Em relação aos estudos anteriores, essa pesquisa contribuiu demonstrando a significância do impacto da reação do mercado a Combinações de Negócios, evidenciando que o mercado é semiforte, ou seja, ele reage quando obtém uma nova informação. Porém que, apesar de haver impacto nos retornos, estes não são essencialmente positivos ou negativos, é uma mescla dos dois que quase se anulam.

Como limitação dessa pesquisa tem-se a falta dos dados dos relatórios divulgados da empresa China Construction Bank (Brasil) Bcco múltiplo S.A., os próprios anos de análise, limitados aos três últimos anos (2018, 2019 e 2020) e também a generalização dos resultados, já que os achados não podem ser generalizados.

E como recomendações para futuros trabalhos, recomenda-se fazer um estudo que compara os retornos obtidos pelas empresas em suas datas de anúncio de Combinações de Negócio com o da data de efetivação da Combinação em si, de forma a identificar eventuais retornos anormais distintos entre essas datas e verificar aquela que possui mais impacto significativo.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Daniel B. de Castro; JAYME JUNIOR, Frederico G.. BANCOS E CONCENTRAÇÃO NO BRASIL: um estudo com dados em painel para os estados (1995-2004). **Macroeconomia, Economia Monetária e Finanças**. Recife, p. 1-20. out. 2007.

BACEN. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em: 06 mar. 2021.

BACEN. **Recomendações de Basileia**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 28 mar. 2021.

BARTH, Mary. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R.. The relevance of the *value relevance* literature for finance accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 31, p. 77-104, 2001.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2001

CAMARGOS, Marcos Antonio; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisa em Administração**, 10 (2), 17-38. 2003.

CASARIN, Helen Castro Silva; CASARIN, S. J. **Pesquisa científica: da teoria à prática**. Curitiba: Ibpex, 2012.

CASTRO, Walther Bottaro; OLIVEIRA, Adão Vieira. Nível de Evidenciação de Combinações de Negócios nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, [s. l], v. 1, n. 8, p. 90-101, abr. 2016.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3a. Ed. Pearson Makron Books, 2002.

COSTA, Giovanni Pacelli Carvalho Lustosa; PAULO, E.; BARBOSA, G. C. **Reconhecimento do Goodwill em combinações de negócios: análise das transações com pagamento em ações e em dinheiro**. 2011.

COUTINHO, Adolfo Henrique et al., Relevância contábil da marcação a mercado das instituições financeiras no Brasil. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ANPCONT – Associação Nacional da Pós-graduação em Ciências Contábeis, 1., 2007, Gramado. **Anais...** Gramado: ANPCONT, 2007.

CPC. Comitê de Pronunciamento Contábil. **Pronunciamento Técnico 15 – Combinação de Negócios** (R1), 2011. Disponível em: http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2014.pdf.

CRISTAL, Carisa Santos Portela. **Adoção das IFRS para operações de combinações de negócios nas demonstrações financeiras consolidadas das empresas listadas na Espanha e Reino Unido**. 2009. 142 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Fecap, São Paulo, 2009.

FAMA, Eugene.F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1519 – 1617, 1991.

FAMÁ, Rubens; BARROS, L. A. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.

FASE, Martin e Abma, R. (2003). Financial environment and economic growth in selected Asian countries. **Journal of Asian Economics**. 14: 11-21.

FONSECA, Raphael da; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; SANTOS, Odilanei Morais dos. RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL: estudo de eventos no setor de petróleo e gás. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 14, p. 45-65, set. 2018.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

GODDARD, John; MOLYNEUX, Philip; ZHOU, Tim. Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from asia and latin america. **The European Journal Of Finance**. Gwynedd, p. 419-438. maio 2012.

GUZMÁN, Ximena Zuluaga. **Impacto das aquisições e fusões na performance operacional bancária no Brasil**. 2002. 68 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

HELDER, Raimundo. 2006. **Como fazer análise documental**. Porto, Universidade de Algarve.

HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS, Ross L.. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal Of Accounting And Economics**. New York, p. 3-75. maio 2001.

JARDIM, Lauro. Os bancos brasileiros lideram em fusões e aquisições. **O Globo**. Rio de Janeiro. Jan.2020. Disponível em:< <https://blogs.oglobo.globo.com/lauro-jardim/post/os-bancos-brasileiros-lideram-em-fusoes-e-aquisicoes.html>>. Acesso em: 08 abril 2021.

KHAN, Mohsin. S. e Senhadji, A. S. (2000). **Financial Development and Economic Growth: An Overview**, IMF Working Paper No. WP/00/209 (Washington, DC: IMF).

KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**. São Paulo: FEA/ USP, V.29, n.1, p.42-58, Jan./Mar. 1994.

KPMG. **Pesquisa fusões e aquisições de 2019**. Disponível em: < <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/10/br-fa-2tri.pdf>>.

_____. Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**. Brasília, 15 de dezembro de 1976.

LUZ, Janayna Rodrigues de Moraes et al., (2012). **Análise dos processos de combinação de negócios sob a ótica do CPC 15**: um estudo nas instituições financeiras do Brasil no período de 2008 a 2012. **Contexto**. V. 16, n. 34, p.98-118.

KOTHARY, S. P.; WARNER, J. B. **Econometrics of Event Studies**. Working Paper: Center for Corporate Governance – Tuck School of Business at Dartmouth, 2006.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. et al. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do *value-relevance*. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 57, p. 299-318, 2011.

MCKINSEY. **O futuro do setor bancário brasileiro em um cenário disruptivo de pós-crise.** Disponível em: < <https://www.mckinsey.com/br/our-insights/o-futuro-do-setor-bancario-brasileiro>>.

MACKINLAY, A. Craig. (1997). Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**. 35(1), 13-39.

MAGRO, Luciana; TELÓ, Admir Roque. **As mudanças organizacionais em fusões e incorporações de empresas.** Manaus:[2011]. 20 p.

MARTINS, Bruno. **Estrutura de mercado local e Competição Bancária:** evidências no mercado financeiro de veículos. evidências no mercado financeiro de veículos. 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD299.pdf>. Acesso em: 06 mar. 2021.

MARTINS, Vinicius Gomes; OLIVEIRA, A. S. de. Análise da relação entre a relevância dos fluxos de caixa da DFC e o desenvolvimento do mercado de capitais: um estudo comparativo entre Brasil e Estados Unidos. **REUNA**, Belo Horizonte, v. 18, n. 2, p. 45-64, 2013.

MELO, Ilma Cantuária Alves (2010). **Combinação de negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008:** Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras. Unisantos. 1-146.

MORAES, Roque; Galianzi, M. 2011. Análise Textual Discursiva. 2. ed. Ijuí: Ed. Unijuí.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro.** 4 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luis; BASILIO, Flavio A. C. **Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito:** o papel dos bancos públicos federais. o papel dos bancos públicos federais. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512013000300001.

PATROCINIO, Maurício Réa; KAYO, Eduardo Kazuo; KIMURA, Hebert. Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais no período de 1994 a 2004. In: **Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração**, 29, 2005, Brasília/DF. Anais... 2005. 1 CD-ROM

PESSANHA, Gabriel Rodrigo Gomes et al. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Market Value of Acquiring Banks in Brazil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 17, n. 3, p. 145-158, dez. 2014.

PIMENTA, Márcio Marvila; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. Retornos Anormais Versus Criação de Valor e Sinergias Operacionais de Firms Brasileiras Envolvidas em Combinações de Negócios. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 64, p. 30-38, dez. 2015.

RAMOS, Adércio Ramos.; LUSTOSA, P. R. B. Verificação empírica da *value relevance* na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. **Contexto**, Porto Alegre, v. 13, n. 25, 2013.

RODRIGUES, Aldenir Ortiz et al. **Planejamento Contábil e Reorganização Societária.** 1ª Edição São Paulo: IOB, 2012. 647 p.

ROVER, Suliani; PACHECO, Juliane. Relevância dos Ativos Intangíveis Reconhecidos em uma Combinação de Negócios. **XIX International Conference In Accounting**. São Paulo, p. 1-20. jul. 2019.

SILVA, Leonice Auxiliadora da Cruz. CPC 15 (R1) – COMBINAÇÃO DE NEGÓCIO análise das informações divulgadas pelas principais companhias da bovespa. **Simpósio Excelência em Gestão e Tecnologia**, Rio de Janeiro, p. 1-14, out. 2015.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamin. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **Enanpad**. Curitiba, p. 1-14. jan. 2014.

SOUZA, João Gabriel de Moraes; GARTNER, Ivan Ricardo. Market reaction to bank merger and acquisition events in Brazil: an analysis of the effects of market waves. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.L.], v. 30, n. 80, p. 234-251, ago. 2019.

TASCA, Jorge. et al. **An approach for selecting a theoretical framework for the evaluation of training programs**. Journal of European Industrial Training, v. 34, p. 631-655, 2010.

YOUNG, Ernst &. **Transformação do setor bancário e de pagamentos no Brasil**. 2020. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/financial-services/transformacao-do-setor-bancario. Acesso em: 03 mar. 2021.

ZITTEI, Marcus Vinicius Moreira; OLIVEIRA, Elizete Maria da Silva; LUGOBONI, Leonardo Fabris. Combinação de negócios como forma de planejamento tributário. **Congresso Nacional de Excelência em Gestão**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 1-21, ago. 2014.

WILLIAMS, Fatima Cardias; WILLIAMS, Jonathan. Does Ownership Explain Bank M&A? The Case of Domestic Banks and Foreign Banks in Brazil. **Financial Liberalization And Economic Performance In Emerging Countries**, [S.L.], p. 194-215, 2008.