

A Reação do Mercado à Divulgação do Escândalo e à Atuação do FGC no Caso do Banco Panamericano

Resumo

Em 1995, no Brasil, foi criado o FGC, um seguro depósito que protege depositantes a problemas de liquidez das instituições financeiras. Em 2010, o caso, amplamente discutido e divulgado, do Banco Panamericano demandou atuação dessa entidade, devido às fraudes descobertas e a fim de mitigar o risco sistêmico. Este estudo avaliou a reação do mercado aos eventos ocorridos nesse caso. Foi feito um estudo de eventos para verificar a reação do mercado, analisando os retornos anormais das ações do banco e sistema financeiro em torno do conhecimento dos fatos pelos agentes. O mercado reagiu negativamente às notícias de problemas com o banco e se mostrou favorável à segurança trazida pela solução do FGC, indicando que a confiança nas instituições bancárias foi restabelecida pela atuação entidade. Porém, as instituições financeiras não se mostraram favoráveis à solução, por sofrerem com a desconfiança da solidez do sistema e por desembolsarem recursos para isso, além de transparecer que as entidades podem assumir riscos inadvertidamente – risco moral. Este estudo, portanto, contribui ao analisar este caso sob a perspectiva dos agentes do mercado de capitais, destacando a percepção de risco sobre fraude em entidades bancárias e a utilização de seguro depósitos como solução.

Palavras-chave: Banco Panamericano; FGC; reação do mercado; risco sistêmico; risco moral.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais

Realização:



1 Introdução

O sistema financeiro desperta grande interesse dos vários setores da sociedade devido à importância do papel que exerce na alocação dos recursos econômicos, ao canalizar recursos dos agentes superavitários para mutuários que terão oportunidade de investimentos (Mishkin & Eakins, 2015). Essa canalização de recursos é feita pelos produtos financeiros para captação de recursos a serem destinados aos agentes que utilizarão deles para investimento e isto, por sua vez, produz informações que são incorporadas no valor deles (Cortez, 2002).

Surge, então, a preocupação com a proteção do sistema financeiro como um todo para que suas funções continuem sendo desempenhadas. É neste ponto que se identifica a característica distintiva de instituições bancárias em relação a outras organizações empresariais e que justifica maior fiscalização e controle por órgãos regulamentadores e supervisores (Lastra, 2000).

Apesar dos bancos estarem sujeitos a regulamentação e fiscalização, eles se beneficiam de mais proteção oficial, quando se encontra em um estágio de “situação de crise” (falta de liquidez ou insolvência). Como afirma Lastra (2000), a boa administração de crise é identificada com a preservação ou rápida recuperação da confiança no sistema bancário, sendo o objetivo do processo de supervisão.

Dessa forma, em 1995, em meio à crise de liquidez do sistema bancário no Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio da Resolução nº 2.211, de 30 de dezembro de 1995, autorizou a criação de uma entidade privada e sem fins lucrativos, destinada a administrar mecanismos para proteção de titulares de créditos em instituições financeiras, o Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Esse mecanismo foi criado para trazer segurança aos agentes de mercado (depositantes e investidores) oferece maior garantia em relação a possíveis eventualidades que possam levar a intervenção, liquidação extrajudicial ou falência das instituições financeiras (Assaf Neto, 2018; FGC, 2018). O seguro-depósito minimiza o receio de perdas de recursos por parte dos depositantes, auxiliando na estabilidade de bancos que possam estar ameaçados por possíveis corridas bancárias (Demirguc-Kunt & Detragiache, 2002). Esta medida se mostra necessária para evitar que um problema em uma instituição se espalhasse para o sistema, mesmo com o temor do problema de “risco moral”, que pode representar um incentivo para os garantidos agirem de forma irresponsável, negligente ou menos prudente, em virtude da existência de um seguro ou proteção oficial (Lastra, 2000).

Em consonância com isto, um caso de utilização do seguro-depósito, que ficou amplamente conhecido pela repercussão da mídia e de diversos estudos presentes na literatura, foi o do Banco Panamericano. Segundo Peleias et al. (2012), em setembro de 2010, os principais jornais brasileiros estamparam o escândalo contábil envolvendo a instituição, que mantinha em seus ativos carteiras de créditos vendidas a outros bancos, via cessão de crédito.

Temendo o impacto da falência do banco, que poderia ensejar na caracterização de desconfiança em relação ao sistema bancário, caracterizando o risco sistêmico, o FGC realizou um empréstimo para o Grupo Silvio Santos, no valor de R\$2,5 bilhões, com condições especiais, cobrando apenas correções monetárias e um prazo máximo de dez anos para quitar o empréstimo, a fim de evitar a liquidação da instituição pelo Banco Central do Brasil (BCB), como destacado por Ferreira e Lustosa (2012) e Goldschmidt (2017).

Até em função das características de fraude e manipulação contábil, o caso do

Realização:



Panamericano foi objeto de discussões econômicas na imprensa especializada (Folha UOL, 2010; Globo, 2010) e estudos acadêmicos, que se ativeram a tratar das questões éticas, da responsabilidade dos auditores externos, reputação da firma de auditoria (Ferreira & Lustosa, 2012; Peleias et al, 2012; Homero Junior, 2014; Coelho et al., 2015; Goldschmidt, 2017;), mas nenhum deles sob a perspectiva da percepção dos agentes do mercado de capitais com uma relação com o risco sistêmico e com o risco moral.

Tendo por base a hipótese da eficiência de mercado, em que o mercado de capitais é a alocação da propriedade do capital social da economia, e os preços refletem as informações disponíveis (Fama, 1970), o presente estudo tem por objetivo avaliar a reação do mercado à divulgação do caso Panamericano, bem como à solução aplicada, por meio da utilização de recursos do FGC para a viabilização da transferência do controle do banco. O propósito é verificar, por meio de estudo de eventos, se: (i) os agentes de mercado reagiram de forma distinta em relação aos momentos de divulgação do escândalo e da solução aplicada; e (ii) se esses potenciais impactos alcançaram não apenas as ações do próprio Panamericano, mas também o conjunto das instituições financeiras, o que representaria indícios de que o caso teria se transformado em risco sistêmico.

Ao abordar um caso relevante de fraude financeira e manipulação contábil no mercado brasileiro sob a perspectiva dos agentes do mercado de capitais, o presente estudo contribui para o avanço da literatura nacional sobre o tema, destacando não apenas a percepção de risco sobre fraudes em entidades bancárias, como também uma avaliação sobre como o mercado reage à utilização de instrumento de seguro depósito como meio para a solução de fraudes corporativas. Preenche, assim, essa lacuna na literatura, em relação aos estudos anteriores que abordaram o caso Panamericano, por se concentrar na reação do mercado aos eventos que envolveram a instituição e na verificação sobre se esses forem capazes de provocar o efeito contágio em relação às demais instituições financeiras.

Além dessa parte introdutória, que contextualiza o tema, define os propósitos do estudo e destaca sua contribuição para a literatura, o trabalho contempla: a fundamentação teórica, envolvendo risco sistêmico, o funcionamento do FGC, a descrição do caso Panamericano, risco moral e a discussão sobre eficiência de mercado, incluindo a formulação das hipóteses de pesquisa (Seção 2); a definição dos procedimentos metodológicos para a realização dos testes empíricos, baseado em estudo de eventos (Seção 3); a análise dos resultados empíricos em relação às hipóteses de pesquisa (Seção 4); e as conclusões do estudo, tendo por base o cotejamento entre os objetivos do estudos e as evidências empíricas encontradas (Seção 5).

2 Fundamentação Teórica

2.1 Intermediação Financeira

O processo de intermediação financeira é um dos elementos que contribuem para a taxa de crescimento de um país (Goldsmith, 1969; King & Levine, 1993), estabelecendo a alocação do crédito entre setores produtivos da economia, manifestada no mercado financeiro. Assaf Neto (2018) esclarece que a intermediação financeira consiste em interligar sujeitos com diferentes interesses no mercado, os tomadores de recursos e os poupadores – os agentes superavitários aplicam recursos na instituição financeira, que, por sua vez, empresta aos agentes econômicos

Realização:



que necessitam de recursos para viabilizar seus investimentos.

O funcionamento do sistema financeiro está condicionado a imperfeições de mercado, as quais inviabilizam as transações diretas entre os agentes (poupadores e tomadores), surgindo a intermediação financeira como mecanismo para minimizar imperfeições e permitindo que se transmita recursos para investimentos produtivos (Silva & Porto Júnior, 2006).

O sistema financeiro pode ajudar a aumentar a quantidade e a qualidade do investimento, já que pode estimular a realização de investimentos mais lucrativos, de forma a diversificar carteiras e a correr riscos que indivíduos avessos ao risco não estão dispostos a correr (Becsi & Wang, 1997). Pode-se dizer, então, que a intermediação financeira se sustenta na busca dos usuários em reduzir os riscos de uma operação pessoa a pessoa e, conseqüentemente, se sustenta na confiança desses mesmos usuários nas instituições em que aplicam seus recursos, uma vez que os intermediadores financeiros se tornam o centro do fluxo econômico (Capelletto & Corrar, 2008).

Porém, a atividade de intermediação financeira por uma instituição própria para operar com esse serviço não está livre de riscos. Pelo contrário, como afirmam Peleias et al. (2007), assumir riscos está no cerne das atividades das instituições financeiras, que têm a responsabilidade de gerir apropriadamente seus riscos, como condição para manterem-se em continuidade ou reduzir os efeitos de uma quebra – tendo em vista que isso causa destruição de poupanças individuais, podendo levar a crises sistêmicas devido aos efeitos em cadeia associados à inadimplência por parte de uma instituição financeira.

2.2 Risco Sistêmico

Problemas em uma instituição financeira são capazes de abalar o mercado de capitais e inviabilizar o desenvolvimento de uma economia nacional (Peleias et al., 2007). Isso acontece pelo grau de alavancagem das instituições financeiras, tendo um passivo formado, em grande parte, por recursos do setor real da economia, ou seja, crise em um banco pode atingir toda a sociedade (Datz, 2002).

De forma geral, o funcionamento normal do mercado pressupõe eventuais falências, considerando que isso disciplina o sistema e elimina instituições insolventes (Datz, 2002), o que é um aspecto positivo. A preocupação, porém, consiste em evitar que o choque inicial em uma entidade atinja o sistema, contagiando instituições solventes, caracterizando o “efeito contágio”.

Uma crise sistêmica, segundo Datz (2002) se constituiria na combinação de dois elementos: choque inicial e mecanismo de propagação, em que aquele atingiria uma instituição ou mercado; e o segundo, por sua vez, atingiria diversas instituições ou mercados diferentes, o próprio sistema financeiro, no caso. A propagação seria causada, portanto, pela exposição contratual ou pela perda de confiança no sistema. Assim, as medidas tomadas para gerenciar uma crise dependem da origem do problema.

No que tange à confiança dos depositantes, o risco sistêmico, em um de seus inúmeros conceitos, se concretizaria no fato de uma instituição importante para o sistema financeiro acabar por fomentar a incerteza de todos os participantes, levando ao “efeito manada” pela aversão à perda dos depositantes (Capelletto, 2006). Resumidamente, uma crise bancária em nível sistêmico seria aquela capaz de estressar pontos do sistema financeiro, como risco de crédito, taxa de juros

Realização:

e de câmbio. Nesse momento, então, há a constatação feita pelos agentes de que o capital das instituições não seria capaz de cobrir as perdas do choque, levando à ruptura no funcionamento desse sistema.

2.3 Seguro Depósito

Dada a preocupação com os efeitos que problemas em instituições podem provocar na economia, o sistema financeiro é um segmento fortemente regulado e supervisionado, com o propósito de mitigar as consequências negativas de casos de *default* de instituições financeiras (Lastra, 2000).

Outro mecanismo instituído para aumentar a segurança e a credibilidade no processo de intermediação financeira, após diversas crises de confiança, foi o chamado seguro depósito. O sistema de seguro de depósitos com cobertura nacional conhecido mais antigo é o estadunidense, criado em 1934 com o intuito de prevenir uma extensiva corrida bancária, como havia acontecido em 1929 e que contribuiu para a grande depressão. No pós-guerra, tal sistema começou a ser copiado em outros lugares do mundo e, nos anos 1980 foi acelerada a adoção de fundos garantidores de depósitos nos países participantes da Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento (OECD) e nos países subdesenvolvidos (Demirguc-Kunt & Detragiache, 2002).

Nessa época, Diamond e Dybvig (1983) publicaram o trabalho seminal sobre o tema, em que estabeleceram um modelo matemático para entender as corridas bancárias e analisaram o sistema de seguro depósito como instrumento que auxilia na contenção de corridas bancárias, podendo fornecer a liquidez necessária para reequilibrar o sistema e, consequentemente, reduz as ameaças à estabilidade financeira.

Em 1995, por meio de Resolução CMN nº 2.211/95 e por uma ação conjunta das instituições financeiras e associações de poupança e empréstimos participantes do Sistema Financeiro Nacional (Assaf Neto, 2018), foi criado o FGC - associação civil, sem fins lucrativos, com personalidade jurídica de direito privado, que visa além de garantir pagamentos, agir de maneira preventiva em todo o sistema bancário e financeiro, atuando de maneira pontual e, muitas vezes, silenciosa para garantir um funcionamento fluido e harmônico de todo o sistema (FGC, 2018), devendo o BCB atuar como fiscalizador dessa medida emergencial.

A Resolução CMN nº 2.211/95, estabelece o funcionamento desse seguro depósito, que deve prestar garantia de créditos a instituições participantes que decretarem intervenção, liquidação extrajudicial ou falência ou que for reconhecido o estado de insolvência pelo BCB. Assim, as finalidades do FGC são proteger depositantes e investidores, contribuir para manutenção e estabilidade do Sistema Financeiro Nacional e contribuir para prevenção de crise bancária sistêmica (Resolução CMN nº 4.688, de 25 de setembro de 2018).

É nesse contexto que o FGC foi um agente relevante na solução do caso Banco do Panamericano, descrito na próxima seção, seja para conter o problema de liquidez enfrentado pela instituição, com a divulgação do evento de fraude e manipulação contábil, ou para financiar a transferência do controle societário da entidade.

2.4 Caso Banco Panamericano

O escândalo financeiro do Banco Panamericano foi fortemente noticiado pela imprensa

Realização:



especializada a partir do 2º semestre de 2010 (Peleias et al., 2012). Além das reportagens, o escândalo financeiro foi motivo de diversos trabalhos (Peleias et al., 2012; Ferreira & Lustosa, 2012; Homero Junior, 2014; Goldschmidt, 2017).

A crise ocorrida nesta instituição financeira foi motivada por inconsistências contábeis, no valor de R\$ 2,5 bilhões, referente à manutenção de carteiras de créditos vendidas a outros bancos, via cessão de crédito no ativo do Banco Panamericano (Peleias et al., 2012). Dois anos antes do escândalo, em 2008, o mundo vivenciava uma das maiores crises financeiras dos últimos tempos, a crise do *subprime*. Por este motivo, o escândalo financeiro ganhava ainda mais um ar de suspense e preocupação, com a possibilidade de uma crise bancária no Brasil. A fraude contábil colocou em xeque a continuidade do banco e a sua falência poderia gerar riscos ao sistema financeiro brasileiro.

A crise no Panamericano, especialista em operações de crédito a classes de menor poder aquisitivo, foi originada na venda de carteiras de créditos para outros bancos, com a garantia de coobrigação, assumindo a responsabilidade pela inadimplência destas, aumentando o risco de liquidez da instituição (Coelho et al., 2015).

Em 1º de dezembro de 2009, ações do banco tinham sido vendidas à Caixa Econômica Federal, que adquiriu 35% do capital total, ou 49% do capital votante – operação aprovada pelo BCB em julho do mesmo ano e analisada pela empresa de auditoria KPMG (Coelho et al., 2015).

Então, em 8 de setembro de 2010, Henrique Meirelles, então presidente do BCB, solicitou requisição de esclarecimentos ao Panamericano por inconsistências contábeis nos valores publicado, tendo como resposta pela instituição a ciência das inconsistências no dia 22 do mesmo mês (Ferreira & Lustosa, 2012). O BCB tinha resolvido fiscalizar a instituição financeira, devido ao crescimento das operações de crédito praticadas, após a realização de uma auditoria circular no sistema financeiro para cruzar dados de compra e venda de carteiras de todos os bancos (Coelho et al., 2015).

Em 9 de novembro de 2010 foi divulgado fato relevante pelo Panamericano, na relação com investidores, em que o controlador realizou um depósito de R\$ 2,5 bilhões na instituição, após um empréstimo tomado junto ao FGC nesta data, para recompor a situação patrimonial (Ferreira & Lustosa, 2012).

Esta operação foi realizada pelo temor dos possíveis impactos da falência do banco para o sistema financeiro, que poderia ensejar numa crise sistêmica, com condições especiais, como a cobrança de apenas correções monetárias e um prazo máximo de dez anos para quitar o empréstimo, a fim de evitar a liquidação do banco pelo Banco Central (Ferreira & Lustosa, 2012; Goldschmidt, 2017). A atuação do fundo procurava manter a saúde e o equilíbrio do sistema financeiro brasileiro. Outro depósito de R\$ 1,6 bilhão, com origem do FGC, foi realizado ao Grupo Silvio Santos, após descobrir que as inconsistências chegavam a R\$ 4,3 bilhões em 31 de janeiro de 2011 (Ferreira & Lustosa, 2012).

Nesse mesmo dia, por meio de fato relevante, foi comunicado ao mercado que o Panamericano deixaria de ser controlado pelo Grupo Silvio Santos e passaria ao controle pelo Banco BTG Pactual e pela Caixa Participações S/A – Caixapar, subsidiária integral da Caixa Econômica Federal, por meio do Acordo de Acionistas da Companhia (Banco Pan, 2018). A aquisição por parte do BTG Pactual seria formalizada em maio de 2011.

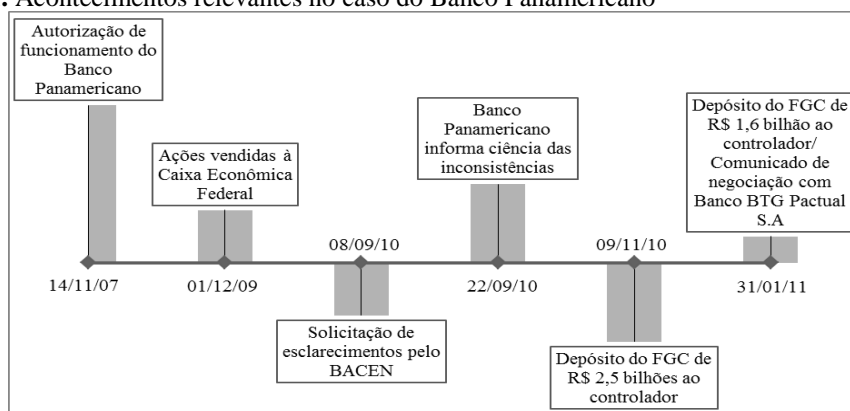
Realização:



Além dos problemas financeiros, os estudos de Peleias et al., (2012), Ferreira e Lustosa (2012), Homero Junior (2014) e Goldschmidt (2017) demonstram uma preocupação com o risco moral dos gestores da companhia e com as empresas de auditorias que não encontraram as inconsistências contábeis do caso. O banco era auditado regularmente e, momentos antes do escândalo, no processo de aquisição de parte do banco pela Caixa, tinha sido submetido a duas novas auditorias em suas contas, onde não foram encontradas inconsistências.

Diante do exposto sobre o funcionamento do FGC e o caso da necessidade emergencial que o Banco Panamericano enfrentou nos anos de 2010 e 2011, a próxima seção trata do risco moral que pode ocorrer em consequência da criação de uma agência de seguro de depósitos, no caso, o FGC.

Figura 1. Acontecimentos relevantes no caso do Banco Panamericano



2.5 Risco Moral

Anginer, Demirguc-Kunt e Zhu (2014) apontam que a maioria dos fundos garantidores de depósitos foram criados em resposta às crises financeiras que ocorreram ao longo da história do mercado financeiro, e consequentemente, alguns países aumentaram consideravelmente a cobertura que esses fundos asseguram a fim de recuperar a confiança no mercado e evitar corridas bancárias. No entanto, o debate que vem à tona está relacionado ao impacto que o seguro de depósito pode causar à *performance* e à estabilidade do setor bancário.

Keeley (1990) apresentou que um fundo garantidor de crédito pode promover o risco moral, já que existe a probabilidade da criação de estímulos para assunção de riscos maiores: o banco pode emprestar a uma taxa menor do que aquela livre de risco, por meio da emissão de depósitos segurados, e, então, investir o capital em ativos com uma maior expectativa de rendimento.

Já Demirguc-Kunt e Detragiache (2002) argumentaram que o seguro depósito exacerba risco moral, em que a habilidade de atrair depósitos não reflete mais o risco de seus portfólios e, por isso, os bancos são encorajados a financiar projetos de alto risco com altos retornos. Como resultado, os fundos garantidores de crédito podem levar os bancos a falhar e, se os bancos assumem riscos que são correlacionados, crises bancárias sistêmicas podem começar a ficar frequentes (Demirguc-Kunt & Detragiache, 2002).

Paralelamente, Bressan et al. (2012) pesquisaram o interesse conflitante e monitoramento imperfeito como motivos que induzem as instituições financeiras asseguradas por depósitos se exporem mais a risco, existindo diversos fatores que contribuem para determinar a gravidade do problema de risco moral. Os autores apontaram que, ao mesmo tempo em que a instauração de um sistema de seguro depósito traz estabilidade ao sistema financeiro, reduzindo os incentivos às corridas para retirada dos depósitos, a falta de monitoramento das ações das instituições pode levar a interesses conflitantes das partes, levando as instituições se exporem mais ao risco do que o nível do fundo gestor do seguro depósito.

Diante do exposto sobre o risco sistêmico que os problemas no Banco Panamericano representaram ao mercado, da solução do seguro depósito e do risco moral que instrumentos como este podem estar presentes em instituições asseguradas, a próxima seção trata da teoria da eficiência de mercado, de forma a sustentar as análises sobre se as informações disponibilizadas ao mercado foram absorvidas nos preços das ações.

2.6 Teoria da Eficiência de Mercado

De forma a entender as reações do mercado a notícias boas e ruins, Fama (1970) postulou a principal hipótese do mercado de capitais, fundamentada na premissa de que o preço dos ativos negociados (ações) refletiria toda e qualquer informação disponível, tendo em vista que desconsidera os custos de transação, que todas as informações estão disponíveis igualmente aos investidores e que todos os participantes dos mercados possuem expectativas semelhantes quanto às informações.

Quando os investidores conhecem algo que pode afetar os valores fundamentais dos títulos, respondem rapidamente às novas informações, aumentando os preços frente às notícias boas e reduzem os preços frente às notícias ruins. Como consequência, os preços de títulos incorporam todas as informações disponíveis quase que imediatamente e os preços se ajustam aos novos níveis correspondentes, ou seja, aos novos valores presentes líquidos dos fluxos de caixa (Shleifer, 2000).

Barbosa e Medeiros (2007) apontam ainda que a eficiência do mercado conta com a racionalidade dos investidores, ou seja, o preço dos ativos vai refletir o valor presente dos fluxos de caixa futuro. Em outras palavras, a partir do momento em que investidores têm conhecimento de uma notícia, o preço do ativo aumentará ou diminuirá de acordo com a expectativa de que os fluxos de caixa gerados por ele serão maiores ou menores de acordo com os possíveis acontecimentos esperados a partir da informação disponibilizada.

Diante disso, no caso do Banco Panamericano, conforme descrito na Seção 2.4, a informação sobre a fraude praticada pela instituição, bem como a possível liquidação de suas atividades, não obstante a sinalização, já no primeiro momento, de que o FGC poderia atuar no sentido de viabilizar uma solução para o caso, deveria causar reflexos negativos no preço das ações da entidade no mercado de capitais, dando suporte à seguinte hipótese de pesquisa, a ser testada empiricamente:

H_{1A}: A divulgação do caso da fraude do Banco Panamericano gerou retornos anormais negativos nas ações da instituição.

Ainda sobre o evento da divulgação do evento da fraude, levando-se em conta a grande concentração bancária brasileira, bem como o fato de que o Banco Panamericano assumia papel importante no mercado bancário brasileiro, é esperado que a notícia de irregularidades na instituição, refletida na comunicação do primeiro fato relevante divulgado pelo banco, que coincidiu com o primeiro empréstimo do FGC, gerasse retornos anormais negativos no preço das ações das instituições do sistema financeiro brasileiro, o que configuraria o efeito contágio. Isso resulta na formulação da seguinte hipótese:

H_{1B}: A divulgação do caso da fraude do Banco Panamericano gerou retornos anormais negativos nas ações das instituições financeiras listadas.

Posteriormente, ao se considerar que para a solução do caso Panamericano o FGC forneceu recursos em volume e condições necessários para viabilizar a transferência do controle societário para o BTG, é natural se esperar que o preço das ações da instituição reaja positivamente, recuperando ao menos parte das perdas acumuladas durante o período de indefinição, dando base à seguinte hipótese de pesquisa:

H_{2A}: A comunicação da solução do caso Banco Panamericano, com o auxílio do FGC e a notícia de intenção de compra do Banco BTG gerou retornos anormais positivos nas ações da instituição.

De forma equivalente, é considerada a premissa de que a divulgação dessa solução para o caso do Banco Panamericano representaria uma sinalização ao mercado de que os problemas mais sérios para o sistema financeiro tinham sido tratados, com a potencial transferência do controle para o BTG, que se materializaria nos próximos meses. Assim, admitindo-se que essa solução representaria a mitigação do risco sistêmico, decorrente de eventual contágio do caso às demais instituições do sistema financeiro, é formulada a seguinte hipótese:

H_{2B}: A comunicação da solução do caso Banco Panamericano, com o auxílio do FGC e a notícia de intenção de compra do Banco BTG gerou retornos anormais positivos nas ações das instituições financeiras listadas.

O conjunto dessas hipóteses está suportada nas premissas da hipótese de eficiência de mercado semiforte, conforme preceituado por Fama (1991) e destacada por Camargos e Barbosa (2006) e Barbosa e Medeiros (2007).

3 Procedimentos Metodológicos

Visto que ao caso estudado se aplica o modelo semiforte de eficiência de mercado, o método utilizado foi de estudo de evento, para testar as hipóteses de pesquisa, de forma a avaliar a reação do mercado à divulgação da notícia de fraude do Banco Panamericano, bem como a solução aplicada, por meio da utilização de recursos do FGC para a viabilização da transferência do controle do banco para o BTG Pactual, evitando a falência da instituição.

3.1 Modelo

O método de estudo de evento considerado um padrão, ou retorno normal ou esperado,

Realização:

caso os eventos analisados não ocorressem. A partir daí, como explicitam Camargos e Barbosa (2006) e Zanon (2017), calcula-se a diferença entre os retornos do período analisado e o retorno esperado, tendo como resultado o retorno anormal, representado pela equação (3.1).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t) \quad (3.1)$$

Onde: $AR_{i,t}$ é o retorno anormal do ativo i na data t ; $R_{i,t}$ é o retorno efetivo do ativo i na data t ; $E(R_{i,t}|X_t)$ é o retorno esperado do ativo i na data t ; e X_t é o retorno da carteira do mercado.

Para obter o resultado do retorno anormal, é necessário, ainda, calcular os retornos efetivo e esperado. Seguindo Zanon (2017), o retorno efetivo é apurado utilizando-se de capitalização contínua:

$$R_{i,t} = \ln(p_{i,t}/p_{i,t-1}) = \ln p_{i,t} - \ln p_{i,t-1} \quad (3.2)$$

Onde: $R_{i,t}$ é o retorno efetivo da ação i na data t ; $p_{i,t}$ é o preço da ação i no período t ; $p_{i,t-1}$ é o preço da ação i no período anterior.

Para obter o retorno esperado, utiliza-se o modelo de mercado, relacionando o retorno do ativo com o retorno da carteira em relação ao mercado, de forma a detectar os efeitos dos eventos:

$$E(R_{i,t}|X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Onde: $E(R_{i,t}|X_t)$ é o retorno esperado do ativo i na data t ; α_i é o intercepto da equação para o ativo i ; β_i é o coeficiente de inclinação para o ativo i ; $R_{m,t}$ é o retorno da carteira de mercado no momento t ; e ε_{it} é o termo de erro da equação.

Para se obter o intercepto (α_i) e o coeficiente de inclinação (β_i), o modelo (3.3) é estimado, usando o método de mínimos quadrados ordinários, seguindo MacKinlay (1997), que afirma ser um método apropriado para se aplicar nesses casos.

O retorno anormal, então, é obtido a partir de três fatores: data do evento (mercado toma conhecimento do evento); janela de estimação (período anterior ao evento, calculando beta e alfa); e janela de evento (retorno anormal dado pela diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado).

Após obter os retornos anormais, é realizada uma análise global do efeito no valor das ações e por isso esses retornos são acumulados entre o primeiro dia e o último dia da janela do evento, formando o *Cumulative Abnormal Return* (CAR), que é calculado da seguinte forma:

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{T_1}^{T_2} AR_{i,t} \quad (3.4)$$

Em que: CAR_i é o retorno anormal acumulado do ativo i ; T_1 é o primeiro dia da janela do evento; T_2 é o último dia da janela do evento.

Como referência para a carteira de mercado, é utilizado o Ibovespa, assim como Zanon (2017), de forma a apresentar a comparação com o mercado como um todo.

Para testar as hipóteses H_{1A} e H_{2A} , a referência do ativo i foi a ação do Panamericano, já para testar as hipóteses H_{1B} e H_{2B} , a referência do ativo i foi Índice Financeiro (INFC), indicando o desempenho da cotação dos ativos representados no setor de intermediadores financeiros.

3.1.1 Definição do Evento

Realização:

Como apontado por Zanon (2017), existe a dificuldade de se definir a data do evento, pela possibilidade de outras notícias não oficiais ao mercado poderem gerar algum efeito. Para definição do dia dos eventos em análise, levou-se em conta a data efetiva dos acontecimentos, como comunicações do Banco Central do Brasil e os fatos relevantes apontados pela administração do Banco Panamericano, estes levados ao público oficialmente.

Sendo assim, os eventos utilizados são: solicitação de esclarecimentos pelo BCB (08/09/2010) e os dois fatos relevantes, sendo o primeiro empréstimo efetuado ao Grupo Silvio Santos (controlador) pelo FGC e a divulgação de fraude pela mídia em 09/11/2010 e o segundo empréstimo do FGC ao grupo controlador juntamente com o anúncio da negociação da compra do Banco Panamericano pelo Banco BTG em 31/01/2011.

3.1.2 Definição da Janela de Estimação

A janela de estimação é ainda o período anterior à janela de eventos, quando havia “normalidade” no mercado, ou seja, quando ele ainda não havia sofrido os efeitos de um evento. Isso é feito a título de comparação para se obter o retorno esperado.

Neste ponto, ainda é importante observar que existe mais de um evento em questão, necessitando não sobrepor a janela de estimação e de qualquer dos eventos. Aqui, será considerada uma janela de estimação anterior ao primeiro evento (solicitação de esclarecimentos do BCB) de 100 dias, como feito por Zanon (2017), e aplicado a todos os outros eventos, por uma janela de evento fica muito próxima a outra, não existindo um período de tempo razoável para o mercado entrar em um novo estado de equilíbrio. Sendo assim, a janela de estimação tem seu início no dia 09/03/2010 e último dia 31/07/2010.

3.1.3 Definição da Janela de Evento

A definição da janela de evento busca, dentro de um período, abarcar os efeitos de determinado evento, havendo, geralmente, um prazo anterior e posterior à data exata. Dada a dificuldade de se ter a precisão se e quando o mercado tomou conhecimento dos fatos, antes mesmo de serem oficialmente informados, juntamente com a observação de Zanon (2007) de que eventos de curta duração costumam ser mais confiáveis do que os de longa duração, por apresentarem maiores limitações, este estudo aplicou várias janelas, tanto com períodos simétricos em relação à data do eventos quanto com intervalos assimétricos.

A fim de investigar com maior profundidade e aumentar a robustez dos resultados gerados, foram utilizadas outras janelas, em relação à data dos eventos: 15 dias antes e 15 dias depois (-15;+15); 10 dias antes e 20 dias depois (-10;+20); 5 dias antes e 10 dias depois (-5;+10); 0 dias antes e 10 dias depois (0;+10); 0 dias antes e 15 dias depois (0;+15); 0 dias antes e 15 dias depois (0;+20); 0 dias antes e 15 dias depois (0;+30).

É importante salientar que a depender da simetria ou da assimetria da janela, pode-se acumular os retornos anormais de forma diferenciada, sendo preferível fazer a soma da janela inteira como Liao et al. (2017).

3.2 Seleção da Amostra e Fonte de dados

A fim de realizar os testes empíricos, a amostra é composta pelos os eventos de ocorrência

Realização:



da fraude nas operações do Banco Panamericano, pelas injeções de recursos realizados pelo FGC e pelo anúncio da negociação. As informações relacionadas às cotações da ação do banco Panamericano e aos índices IBOVESPA (sendo a *proxy* para a carteira de mercado) e IFNC (sendo a *proxy* para a carteira do sistema financeiro) foram obtidas através da base de dados Econômica.

Para estimação dos resultados das janelas utilizadas nesse estudo, foram utilizadas as cotações de fechamento diária das ações do banco Panamericano (BPAN4) e dos dois índices (IBOVESPA e IFNC), considerando-se somente dias úteis para a análise.

4 Análise dos Resultados

A realização dos testes empíricos, utilizando o método de estudo de eventos, considera três eventos: a comunicação do BCB ao Panamericano, solicitando os esclarecimentos; a comunicação do problema da fraude contábil e da primeira operação de crédito do FGC; e a comunicação das tratativas para transferência do controle do banco para o BTG e de nova operação de crédito por parte do FGC. O primeiro evento serve para se avaliar se o mercado começou a antecipar os problemas da instituição, afetando o preço de suas ações. O segundo evento permite se concluir em relação às hipóteses H_{1A} e H_{1B} , enquanto o terceiro oferece subsídios para testar as hipóteses H_{2A} e H_{2B} .

4.1 Solicitação de Esclarecimentos, por parte do BCB, em 08/09/2010

A primeira etapa dos testes consiste em identificar os retornos anormais acumulados (CAR) das oito janelas de evento, em relação ao evento do dia 08/09/2010, data em que o BCB solicitou esclarecimentos ao Banco Panamericano. Na Tabela 1 são apresentados esses retornos anormais, tanto das ações do Panamericano quando do IFNC em relação ao Ibovespa, comparando a reação do mercado ao evento.

Tabela 1. CAR das ações do Panamericano e do IFNC, no evento de 08/09/2010

Janela	-20;+20	-15;+15	-10;+20	-5;+15	0;+10	0;+15	0;+20	0;+30
CAR Pan	-0.0296	-0.0191	-0.0149	-0.0112	-0.0184	-0.0152	0.0212	-0.0159
CAR IFNC	-0.0128	-0.0223	-0.0022	-0.0055	0.0165	0.0160	0.0284	0.0279

Como pode ser notado, na maioria das janelas, o retorno das ações do Panamericano apresentaram comportamento anormal negativo, oferecendo indícios de que o mercado poderia estar antecipando, por meio da precificação das ações da instituição, de alguma forma, a eventual solicitação de explicações por parte do BCB. Esses indícios são mitigados por dois fatores: a pouca expressão dos retornos anormais, que gira em torno de -2% nas janelas; e o fato de o retorno anormal não ser comum a todas as janelas – na janela (0;+20) foi apurado CAR positivo.

Se para as ações do Panamericano os testes indicam a prevalência de CAR negativo, no caso do IFNC, o retorno anormal acumulado nas janelas apresentou resultados inconclusivos, com o registro de CAR negativo quando observadas as janelas que abordaram períodos anteriores e posteriores à data do evento, e positivo para as janelas que só consideram períodos posteriores ao evento.

A combinação desses resultados sugere, portanto, que no período em que o Panamericano foi notificado pelo BCB, solicitando esclarecimentos sobre os indícios de fraudes e manipulações contábeis, o mercado estava penalizando a precificação das ações da instituição, embora em patamar não muito relevante, e que não é possível estender esse tipo de percepção às ações do segmento financeiro, representadas pelo IFNC.

Quatorze dias após a notificação, em 22/09/2010, o banco confirmou as irregularidades ao BCB, mas não foram realizados testes de eventos, em função de ser um intervalo de tempo muito pequeno em que as reações ao primeiro evento ainda estavam produzindo efeitos, o que representaria uma espécie de superposição de eventos.

4.2 Divulgação da Fraude e Primeiro Empréstimo do FGC, em 09/11/2010

A segunda etapa dos testes empíricos se concentra no propósito de testar a reação do mercado à divulgação do caso de fraudes e manipulações contábeis por parte do Panamericano, bem como do primeiro empréstimo do FGC ao Grupo Sílvia Santos, para viabilizar a continuidade da instituição. A comunicação se deu por meio de fato relevante ao mercado, confirmando os problemas do banco para o conjunto dos investidores e a mídia especializada, deixando de ser um caso de conhecimento apenas do regulador e da própria entidade. É importante salientar que a solução emergencial, o empréstimo do FGC, foi apresentada juntamente com o problema.

Na Tabela 2 são apresentados os retornos anormais acumulados das ações do Panamericano e do IFNC, comparativamente ao Ibovespa, para as janelas especificadas na Seção 3.1.3.

Tabela 2. CAR das ações do Panamericano e do IFNC, no evento de 09/11/2010

Janela	-20;+20	-15;+15	-10;+20	-5;+15	0;+10	0;+15	0;+20	0;+30
CAR Pan	-0.5230	-0.5060	-0.4977	-0.4438	-0.3654	-0.4023	-0.4340	-0.4311
CAR IFNC	-0.0697	-0.0471	-0.0704	-0.0197	-0.0201	-0.0246	-0.0482	-0.0655

Os resultados do estudo de eventos demonstram que, nas janelas relacionadas, as ações do Panamericano apresentaram retornos anormais acumulados sempre negativos em patamar girando entre -40% e -50%, conforme o caso. Isso significa que o retorno das ações do banco, nesse período ficou entre 40% e 50% abaixo do que seria esperado, dado o comportamento do índice de mercado, o Ibovespa, corroborando a hipótese de pesquisa H_{1A} . Esses resultados demonstram que o mercado avaliou negativamente a divulgação das fraudes e inconsistências nas atividades, mesmo com a concomitante comunicação de uma solução emergencial, o empréstimo do FGC.

De forma equivalente, também foram encontrados CAR negativos do IFNC em relação Ibovespa para todas as janelas, embora em patamares inferiores aos das ações do Panamericano, demonstrando que o mercado entendeu o caso da fraude comunicada como um risco de contágio, afetando o índice das instituições do sistema financeiro. As evidências empíricas revelam a percepção dos agentes do mercado de que o problema do Panamericano comprometia, de certa forma, a solvência do sistema financeiro, o que corrobora os preceitos da hipótese H_{1B} e sugere indícios de contágio e de risco sistêmico.

Os testes reforçam a ideia de que a desconfiança em relação a instituições financeiras provoca reações negativas em relação à entidade, em si, mas também com alto poder de contaminação, mesmo com a divulgação de solução emergencial para o caso. Ou seja, o empréstimo realizado pelo FGC pode ter mitigado o contágio, mas não afastou a sensação de que as outras instituições poderiam estar passando por problemas similares ou sofreriam, indiretamente, as consequências desse caso.

4.3 Comunicação da Negociação com o BTG e Segundo Empréstimo do FGC, em 31/01/2011

No dia 31/01/2011, o FGC anuncia novo empréstimo e o Banco BTG anuncia que há negociação, em curso, para a compra do Banco Panamericano, o que representaria a solução definitiva para o problema em questão. Os retornos anormais acumulados nas janelas de evento, destacados na Tabela 3, permitem avaliar a reação do mercado em relação a esse evento.

Tabela 3. CAR das ações do Panamericano e do IFNC, no evento de 31/01/2011

Janela	-20;+20	-15;+15	-10;+20	-5;+15	0;+10	0;+15	0;+20	0;+30
CAR Pan	0.4173	0.4578	0.4987	0.2441	0.2548	0.2609	0.2602	0.2727
CAR IFNC	-0.0707	-0.0443	-0.0342	0.0034	-0.0167	-0.0102	-0.0216	-0.0435

Os resultados demonstram que os retornos anormais acumulados nas janelas de evento nas ações do Banco Panamericano, em relação ao Ibovespa, se revelaram de forma consistentemente positivos, sinalizando que o mercado encarou positivamente para a instituição a solução comunicada, representada pela transferência do controle para o BTG Pactual, mediante novo socorro financeiro patrocinado pelo FGC, confirmando os preceitos da hipótese H_{2A} .

No entanto, em relação ao IFNC foram identificados CAR negativos em sete das oito janelas, revelando que as ações das entidades do sistema financeiro foram negativamente afetadas pelo novo empréstimo do FGC e a informação sobre a expectativa da transferência de controle para o BTG. Essas evidências contrariam as previsões da hipótese H_{2B} , rejeitando-a. A expectativa inicial era que a divulgação da expectativa da transferência do controle do Panamericano para o BTG representaria uma sinalização de que os principais problemas tinham sido resolvidos, mitigando o risco sistêmico.

Uma potencial explicação para esse resultado pode ser encontrada em Calomiris e Jaremski (2016), ao explicam que apesar do seguro de depósitos evitar eventos como a corrida bancária, diminui a disciplina de mercado, deixando-o menos transparente e, consequentemente, com maior propensão a atividades com grau elevado de risco. Os CAR negativos do IFNC podem ser explicados também pelo fato de que o dinheiro utilizado para recuperar o Panamericano pertencia ao próprio sistema financeiro, apesar de estar sob custódia do FGC, razão pela qual o conjunto dos bancos seria duplamente penalizados, seja pela queda em suas ações, seja pelo uso do dinheiro para salvar um banco problemático, indicando o risco moral presente na atuação do seguro depósito.

5 Conclusão

O sistema financeiro consolida sua importância nas interações feitas pelos agentes

Realização:



econômicos, dado o seu objetivo primário de alocação de recursos na economia. Para isso, cria mecanismos de proteção, como o FGC, para garantir que as operações continuem em funcionamento mesmo se houver ameaça iminente de quebra do fluxo normal.

Uma situação em que se efetivou o uso dos recursos do FGC, para reforçar a segurança dos depositantes e investidores, foi o caso do Banco Panamericano. Com receio de desencadear uma crise sistêmica, o FGC agiu para que o banco não ficasse inadimplente e a confiança no mercado bancário fosse perdida. Os eventos que cercaram as operações para salvar o Banco Panamericano, então, mostraram que provocaram reação ao mercado.

Portanto, este estudo buscou avaliar a reação do mercado aos eventos do caso Panamericano e a solução aplicada quanto aos recursos do FGC e à transferência do controle acionário. Para isso foi feito um estudo de eventos, que comparasse as ações do banco e do sistema financeiro em períodos em torno dos acontecimentos com um período de normalidade.

De forma geral, quando os problemas vieram à tona, o mercado reagiu negativamente ao conhecimento dos acontecimentos, mas se mostrou favorável quando os problemas foram solucionados e mostrou a segurança conferida pelos recursos disponibilizados pelo FGC.

Por outro lado, o sistema financeiro não se comportou de maneira positiva à atuação do FGC, uma vez que as instituições que “sustentam” essa estabilidade sofrem duplamente por problemas provocados pelo banco pela desconfiança do mercado da solidez do sistema e pelo desembolso de recursos para evitar um problema sistêmico, além de transparecer às entidades que operações arriscadas serão suportadas pelo sistema.

Assim, há indícios de que o FGC evitou uma crise sistêmica no caso do Banco Panamericano, pela reação do mercado a todos os acontecimentos que giraram em torno deste caso, possibilitando inferir que os problemas trazidos ao conhecimento dos agentes provocaram efeitos negativos no mercado e no sistema financeiro e que a figura do seguro-depósito restabeleceu a confiança na instituição perante o mercado, mas apresentou risco moral em relação às entidades financeiras.

Por fim, a contribuição deste estudo é vista ao trazer um panorama não abordado em estudos anteriores: o caso do Banco Panamericano sob a perspectiva dos agentes do mercado de capitais, destacando a percepção de risco sobre fraude em entidades bancárias e a utilização de seguro depósito como solução.

Referências

- Anginer, D., Demircuc-Kunt, A., & Zhu, M. (2014). How does deposit insurance affect bank risk? Evidence from the recente crisis. *Journal of Banking & Finance*, 48, 312-321.
- Assaf Neto, A. (2018). *Mercado Financeiro* (14ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Banco Pan (2010). Fato Relevante. Recuperado em 28 de novembro, 2018, de https://ri.bancopan.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=62208&conta=28&id=234971.
- Banco Pan (2011). Fato Relevante. Recuperado em 28 de novembro, 2018, de https://ri.bancopan.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=62208&conta=28&id=234985.
- Banco Pan (2011). Fato Relevante. Recuperado em 28 de novembro, 2018, de https://ri.bancopan.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=62208&conta=28&id=234985.

- Banco Pan (2018). Conheça o PAN. Recuperado em 15 de outubro, 2018, de <https://www.bancopan.com.br/sobre-o-pan/>.
- Barbosa, G. D. C., & Medeiros, O. R. D. (2007). Teste empírico da eficiência do mercado brasileiro na ocorrência de eventos favoráveis e desfavoráveis. *Revista de Negócios*, 12 (4), 44-54.
- Becsi, Z., & Wang, P. (1997). Financial development and growth. *Economic Review*, 82(4), 46-62.
- Bressan, V. G. F., Braga, M. J., Bressan, A. A., & Resende-Filho, M. D. A. (2012). O seguro depósito induz ao risco moral nas cooperativas de crédito brasileiras?: um estudo com dados em painel. *Revista Brasileira de Economia*, 66(2), 167-185.
- Capelletto, L. R. (2006). *Mensuração do risco sistêmico no setor bancário com utilização de variáveis contábeis e econômicas*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) — Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Capelletto, L. R., & Corrar, L. J. (2008). Índices de risco sistêmico para o setor bancário. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19 (47), 6-18.
- Calomiris, C. W., & Jaremski, M. (2016). Deposit insurance: Theories and facts. *Annual review of financial economics*, 8, p. 97-120.
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2006). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração-RAUSP*, 41(1), 43-58.
- Coelho, A. N. B., Lima, N. C., Souza, G. H. S., Oliveira, S. V. W. B., & Oliveira, M. M. B. (2015). A responsabilidade da auditoria externa na fraude contábil do banco Panamericano. *RAGC*, 3(7).
- Cortez, T. M. (2002). O conceito de risco sistêmico e suas implicações para a defesa da concorrência no mercado bancário. *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 319.
- Costa, S. (2001). *Crise bancária no Brasil após Plano Real: uma análise a partir da falência dos bancos privados varejistas* (Dissertação de Mestrado). Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas.
- Datz, M. D. X. D. S. (2002). *Risco sistêmico e regulação bancária no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.
- Demirguc-Kunt, A., & Detragiache, E. (2002). Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49 (7), 1373-1406.
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *The Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46(5), 1575-1617.
- Ferreira, B., & Lustosa, P. R. (2012). O caso do Banco Panamericano sob o ponto de vista da ética. *Revista Ambiente Contábil*, 4(1), 17-35.
- Folha UOL (2010). Rombo por falência de Panamericano seria de R\$ 900 mi; banco pagou IR sem dever. *Mercado*. Recuperado em 10 de maio, 2019, de

- <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2010/11/828731-rombo-por-falencia-de-panamericano-seria-de-r-900-mi-banco-pagou-ir-sem-dever.shtml>.
- Fundo Garantidor de Créditos. Criação. <https://www.fgc.org.br/sobre-o-fgc/quem-somos>, recuperado em 28 de setembro de 2018.
- Globo (2010). Panamericano não deu baixa em ativos vendidos, diz diretor do BC. *Economia e Negócios*. Recuperado em 10 de maio, 2019, de <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/11/problema-no-panamericano-foi-identificado-ha-seis-semanas-diz-bc.html>.
- Goldschmidt, R. C. (2017). Ética e Fraude da Auditoria no Caso Pan-Americano. *Rev. Cienc. Exatas Tecnol.*, 12 (12), 15-22.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Homero Junior, P. F. (2014). Impacto das Fraudes Contábeis no Banco Panamericano sobre a reputação da Deloitte. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 6(2), 40-53.
- Keeley, M. C. (1990). Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking. *American Economic Association*, 80(5), 1183-1200.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Lastra, R. M. (2000). *Banco Central e regulamentação bancária*. Editora del Rey.
- Liao, Q., Mehdian, S., & Rezvanian, R. (2017). An examination of investors' reaction to the announcement of CoCo bonds issuance: A global outlook. *Finance Research Letters*, 22, 58-65.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2015). *Financial Markets and Institutions* (8ª ed.). New Jersey: Pearson.
- Peleias, I. R., Andrade, P. R. M., Alencar, L. B., & Weffort, E. F. J. (2012). Banco Panamericano - um problema de governança corporativa? *RGO Revista Gestão Organizacional*, 5 (1).
- Peleias, I. R., Silva, A. J. M., Guimarães, I. C., Machado, L. S., & Segreti, J. B. (2007). Demonstrações contábeis de bancos brasileiros: análise da evidência oferecida à luz do gerenciamento de riscos. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 4(1).
- Conselho Nacional Monetário. Resolução nº 2.211, de 20 de novembro de 1995. Aprova o estatuto e o regulamento do Fundo Garantidor de Créditos-FGC.
- Conselho Nacional Monetário. Resolução nº 4.688, de 25 de setembro de 2018. Altera os Anexos I e II da Resolução nº 4.222, de 23 de maio de 2013 – Estatuto e Regulamento do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*. New York: Oxford.
- Silva, E. N., & Porto Junior, S. S. (2006). Sistema Financeiro e Crescimento Econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Economia Aplicada*, 10(3), 425-442.
- Zanon, A. R. M. (2017). *Reação do mercado à emissão de instrumentos de dívida elegíveis a capital pelos bancos brasileiros*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) — Universidade de Brasília, Brasília.