



Análise da Reação do Mercado Brasileiro na Precificação das Ações dos Bancos após Combinações de Negócios

Marciéli Francisco
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
marcielifrancisco@gmail.com

Juliane Pacheco
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
pac.juliane@gmail.com

Suliani Rover
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
sulianirover@gmail.com

Resumo

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. Dentro desse setor, os bancos possuem grande representatividade. Por isso, esse estudo analisou o impacto nos preços das ações após as 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, Itaúsa, 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.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais.



1 Introdução

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).

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

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 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).

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).

Muitas transações de Fusões e Aquisições (F&A) envolvendo bancos vêm acontecendo em mercados emergentes desde o final dos anos 1990, motivados por fatores como reestruturação financeira, privatização e desregulamento (Goddard, Molyneux, & Zhou, 2012). Entre 2000 e 2019, o setor financeiro ocupa a sexta posição no ranking nacional de F&A em número de transações acumuladas, demonstrando sua forte presença nessas operações (KPMG, 2019)

Entretanto, apesar de ser a forma mais comum, nem toda F&A é classificada como uma Combinação de Negócios, isso porque a obtenção de controle é fundamental para que o negócio se enquadre como uma combinação de negócios.

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, correlato a *International Financial Reporting Standards 3 – Business Combination* (IFRS 3), que estabelece princípios e exigências a serem cumpridas nas operações identificadas como combinações de negócios.

A Combinação de negócios tende a proporcionar benefícios para a adquirente, pois contribuem para a melhoria do desempenho, caso contrário não continuariam a realizar essas transações (Lubatkin, 1983).

O impacto econômico no preço das ações de um determinado evento pode ser observado num espaço curto de tempo (MacKinlay, 1997). Estudos são inconclusivos quanto ao retorno anormal das empresas, visto que alguns estudos encontraram a criação de valor, enquanto outros encontraram retornos negativos ou nulos (Goddard et al., 2012; Pessanha, Santos, Calegario, Sáfiadi, & Alcântara, 2014; Pimenta, Marques, & Macedo, 2015).

É nesse contexto que se questiona: *Qual a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios?* De modo que o objetivo geral da pesquisa foi analisar a reação do mercado na precificação das ações dos bancos após a Combinação de Negócios.

A expressividade do setor bancário em 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*, como Guzmán (2002). Embasado em estudos anteriores e nos dados atuais, esse estudo verificou se para os bancos listados na bolsa de valores brasileira nos anos de 2018, 2019 e 2020 houve ou não acréscimo de valor aos acionistas. 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.

2 Fundamentação teórica

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, 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).

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).

Outro momento importante, foi a criação do Comitê de Basileia, em 1974, com o objetivo de reforçar a regulação, a supervisão e as melhores práticas bancárias para a promoção da estabilidade financeira. Em 1988 ocorreu a introdução de requerimento mínimo de capital para a cobertura do risco de crédito, o chamado Índice de Basileia, nos anos seguintes, em 2004, houve o aprimoramento 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).

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 em 1995 e da criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária em 1996 (Martins, 2012). Nesse período, 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).

Em um estudo da Ernst & Young (2020) foi destacado 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 possuíam capital suficiente para testar e implementar novos modelos de negócios.

2.2 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS E O MERCADO ACIONÁRIO

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu em 2011 o 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 definição de Combinação de Negócios exige que os ativos adquiridos e os passivos assumidos constituam um negócio por si só. Se os ativos adquiridos não constituírem um negócio, a entidade deverá contabilizar a operação ou o evento como aquisição de ativos (CPC 15 R1, 2011).

A entidade deve contabilizar a Combinação de Negócios pelo método de aquisição, identificando 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).

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, Paulo e Barbosa (2011), as mais comuns e principais formas de operações de combinações de negócios são as fusões e incorporações.

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, 2010).

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 (Kloekner, 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 (Kloekner, 1994). Esta transferência de *know-how* dentro da firma evita a necessidade de negociações posteriores e diminui o risco de oportunismos, tornando-a mais eficaz (Kloekner, 1994).

Contrapondo Kloekner (1994), Patrocinio, 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 et al., 2001).

Dentro do mercado bancário em específico, é notado que um grande número de F&As



tomou lugar no mercado emergente desde 1990, motivado por fatores como reestruturação financeira, privatização e desregulação (Goddard et al., 2012).

O mercado aquecido foi outro motivo encontrado para as F&A bancárias, visto ser uma preocupação dos gestores perder mercado (Souza, & Gartner, 2019). 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. Em 2008, por exemplo, Itaú fez a fusão com o Unibanco para formar um dos maiores bancos brasileiros – Itaú Unibanco (Goddard et al., 2012).

Os boletins de fusões e aquisições emitidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais 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 et al., 2015).

Analisando ambas as perspectivas (adquirente e adquirido), há uma tendência de que transações de F&As envolvendo grandes bancos criem valor aos acionistas em ambos os lados. 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. Também há a presença do pensamento de que eles são suficientemente eficientes para não fazerem operações que sejam malsucedidas em mercados emergentes (Goddard et al., 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, Costa, Carvalho, Melo, & Martins, 2016).

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, 2011) 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, mantendo ou aumentando sua participação no mercado (Melo, 2010).

Para ser considerada útil, a informação contábil-financeira precisa ser relevante, ou seja, ser capaz de 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).

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 do 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).

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.

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, Pacheco e Rover (2021) 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.

O evento de F&A em empresas bancárias foi abordado por Goddard, Molyneux e Zhou (2012) ao verificarem 132 F&As envolvendo bancos de mercados emergentes (Ásia e América Latina) entre 1998 e 2009. O evento de estudo mediu a mudança no valor do acionista para adquirentes e adquiridos e os motivadores dessas mudanças. 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 et al., 2012).

Já Pessanha et al. (2014) analisam 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 et al. (2015) verificaram como o mercado de capitais reage sobre anúncio de Combinação de Negócios e 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 alta nos dias anteriores à divulgação dos eventos e nos dias posteriores, um ajuste gradual aos patamares observados anteriormente (Pimenta et al., 2015).

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.

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.

3 Procedimentos Metodológicos

A população da pesquisa são todas as companhias listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3). Como amostra compreendeu as empresas classificadas no setor financeiro, segmento bancos. No total 27 empresas compuseram a amostra final de pesquisa.

Os dados foram retirados dos Relatórios de Administração, Notas Explicativas e Formulários de Referências divulgados pelas empresas nos anos de 2018, 2019 e 2020, referente as Demonstrações Financeiras Padronizadas. Primeiramente, procedeu-se a busca por palavra-chave em seus relatórios como “combinação de negócios”, “aquisição”, “controle” e “participação”. E foi considerado como Combinação de Negócios aquelas que obedecem aos critérios do CPC 15 (R1), na qual se assume que os passivos assumidos e os ativos adquiridos constituem um negócio e que a adquirente obtém o controle desse negócio.

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 se houve valores extras na transação, 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 elencadas por 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, p. 16) 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”.

Kothari e Warmer (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 é o retorno anormal, e entrega uma medida do impacto (não antecipado) do evento sobre o valor da firma.

A primeira etapa do estudo é a de identificar o evento de interesse, que é o evento a ser estudado (MacKinlay, 1997), que nesta pesquisa foi a Combinação de Negócios. Na etapa dois, é definida a Janela do Evento, que é o período do intervalo de observação das ações em estudo (MacKinlay, 1997). O dia da Combinação de Negócios foi a 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 et al., 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.

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.

$$r_{it} = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad \text{Equação (1)}$$

Onde P_t é o preço no período t , e P_{t-1} é o retorno do período $t-1$.

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.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (2)}$$

Onde $E(R_{it})$ é o retorno esperado da ação da empresa i no período t ; R_{mt} é o retorno do mercado no período t , sendo que este foi 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 refere-se à estimação do retorno anormal da ação. Nessa seção, considera-se o retorno do mercado como o normal de performance (MacKinlay, 1997). O retorno anormal foi obtido por meio da diferença entre o retorno real e o esperado, conforme Equação 3.

$$AR_{it} = r_{it} - E(R_{it}) \quad \text{Equação (3)}$$

Onde r_{it} é o retorno real verificado da ação da empresa i no período t , e $E(R_{it})$ é o retorno esperado da empresa i no período t . E consequentemente, AR_{it} , é o retorno anormal obtido da empresa i no período t .

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:

$$CAR(t_1 t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad \text{Equação (4)}$$

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.

Os dados a respeito da cotação das ações e do índice Ibovespa foram coletados do banco de dados Economatica®, ressaltando que o banco Inter realizou a Oferta Pública Inicial em abril de



2018, porém a base de dados apresentou valores a partir de julho de 2019, ficando limitado a este período para realização do estudo de eventos nessa empresa.

4 Resultados e Discussões

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

De modo a contribuir para a análise, foi realizada uma análise descritiva das empresas pertencentes à amostra do estudo, a qual está apresentada de forma cronológica. Essa análise foi feita 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
Banco Modal S.A.	-	-	-	-
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.	-	-	-	-
BR Advisory Partners Participações S.A.	-	-	-	-
BRB Bco de Brasília S.A.	-	-	-	-
China Construction Bank (Brasil) Bcco multipli S.A.	-	-	-	-
Itau Unibanco Holding S.A.	-	-	1	1
ItauSa S.A.	-	1	-	1
Parana Bco S.A.	-	-	-	-
Total	0	3	2	5

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme observado na Tabela 1, dentre os 27 bancos utilizados como amostra, apenas cinco realizaram alguma Combinação de Negócios, sendo três em 2019 e duas em 2020. Salienta-se que a empresa China Construction Bank não publicou seus relatórios contábeis desde 2014 no site da B3. Vale ressaltar que a BR Advisory Partners Participação e o Banco Modal S.A. começaram a negociar suas ações em 2021. Observou-se que apesar dos bancos não realizarem



Combinações de Negócios nos anos pesquisados, algumas traziam as informações sobre o tema em políticas contábeis, como foi o caso do Banco Modal S.A.

A Tabela 2 apresenta um resumo das informações coletadas das transações.

Tabela 2. Informações divulgadas sobre as Combinações de Negócios

Coluna	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Empresa adquirente	BTG Pactual	Itausa	Banco Itaú	Banco Inter	Banco Bradesco
Empresa adquirida	Ourinvest	Cecrisa	Zup	Matriz Participações S.A.	BAC Florida Bank
Porcentagem de aquisição	80%	100%	100%	70%	100%
Controle direto ou indireto	Indireto	Indireto	Indireto	Direto	Direto
Data da aquisição	19/07/2019	31/07/2019	31/03/2020	03/12/2019	30/10/2020
Data de aprovação do Bacen	31/03/2020	NI	NI	03/01/2020	08/10/2020
Valor pago	NI	R\$378.000.000	R\$293.000.000	R\$49.000.000	R\$ 3.105.557
Valor justo	NI	NI	NI	NI	R\$1.346.061
Ágio da aquisição	NI	R\$163.000.000	NI	NI	R\$ 1.759.496

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados divulgados pela empresa. Legenda: NI: não informado.

Por ordem cronológica, a primeira Combinação de Negócios da pesquisa foi do Banco BTG Pactual S.A. que adquiriu 80% de participação na Ourinvest Distribuidora de Títulos de Valores Mobiliários S.A. (Ourinvest) em 19 de julho de 2019. A adquirida é mantida como plataforma independente da adquirente. 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.

Conforme evidenciado na Tabela 1 Coluna 1, 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.

A segunda Combinação de negócios descrita é a do Itausa S.A. que 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.

Conforme evidenciado na Tabela 1 Coluna 2, 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 observada a segregação dos valores reconhecidos do ágio pela Duratex. O controle indireto da Duratex proporcionou o reconhecimento de um ágio por expectativa de rentabilidade futura para a Itausa no montante de 163 milhões de reais. O valor registrado representa aproximadamente 51% do ágio total Duratex, além de representar 43% do valor pago pela adquirida, mostrando a expectativa sobre essa Combinação.



A terceira Combinação de Negócios, conforme Tabela 2 Coluna 3, ocorreu em 31 de outubro de 2019, o Itaú Unibanco Holding, por meio de sua controlada Redecard S.A., 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. As efetivas aquisições e liquidações financeiras ocorreram em 31 de março de 2020 após obtenção das autorizações regulatórias necessárias.

Diferente dos outros eventos, em 03 de dezembro de 2019, banco Inter de maneira direta adquiriu 70% do capital social da empresa Matriz participações S.A. 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.

A referida operação foi autorizada pelo Banco Central do Brasil em 03 de janeiro de 2020, conforme Tabela 2 Coluna 4. Embora essa transação tenha ocorrido de maneira direta, não há mais informações sobre a operação, nem dados sobre *goodwill* ou mais valia.

Por fim, a quinta Combinação de Negócios foi 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, que há 46 anos oferece serviços financeiros nos Estados Unidos, com destaque para pessoas físicas de alta renda não-residentes.

Conforme Tabela 2 Coluna 5, 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 da companhia, e a aquisição foi concluída no dia 30 do mesmo mês, de modo que o Bradesco assumiu as operações do BAC Florida, com o objetivo de ampliar a oferta de investimentos nos EUA aos seus clientes de alta renda 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 aproximadamente três milhões de reais, valor superior ao valor dos ativos líquidos adquiridos (aproximadamente 1,3 milhões de reais), o que gerou um ágio de quase dois milhões de reais. Ou seja, quase 60% do valor total da operação foi destinada ao ágio, demonstrando a alta expectativa dos benefícios econômicos futuros provindos dessa 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.

Pela análise descritiva das Combinação de Negócios pode-se perceber um alto valor nas transações e que as empresas não divulgam informações sobre suas aquisições, visto que informações básicas como valor justo dos ativos líquidos adquiridos, *goodwill* ou mais valia, não



foram informados. Fazendo com que os investidores dessas companhias não possuam todas as informações sobre as transações que afetarão seus resultados.

4.2 ANÁLISE QUANTITATIVA

A reação do mercado na data da aquisição da Combinação de Negócios das cinco transações estudadas consta na Tabela 3.

Tabela 3. 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

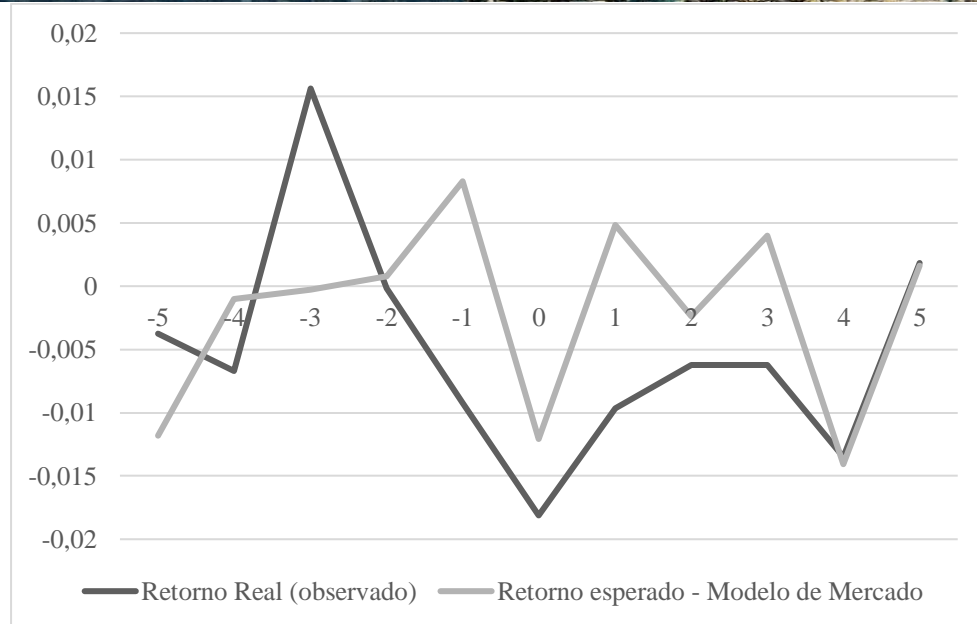
Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme observado na Tabela 3, 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.

Quanto a significância estatística dos dados, com exceção do BTG Pactual, a janela do evento foi predominantemente significativa para as transações, sendo que da data zero ao dia +5, os retornos anormais variaram de -7,25% a 6,9%.

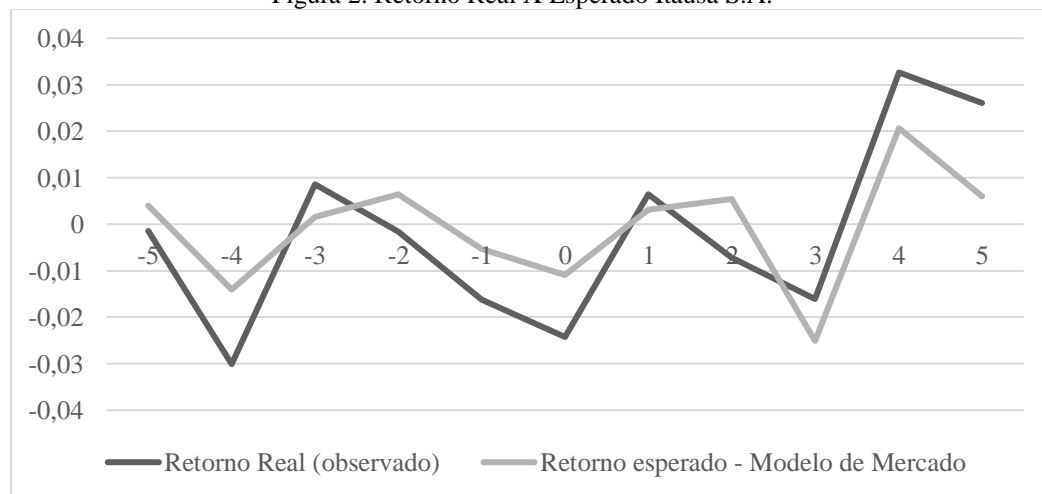
Para entender melhor a reação do mercado, a Figura 1 evidencia a relação entre o retorno observado e o retorno esperado do Banco BTG Pactual ao adquirir a Ourinvest. Como observado, com exceção do dia -3, era esperado que o mercado reagisse positivamente, porém um dia antes do anúncio e nos dias seguintes, a reação do mercado foi negativa. Sendo que no dia +5, os retornos se encontraram. 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.

Figura 1. Retorno Real X Esperado BTG



A Figura 2, que mostra a relação entre retorno real e esperado da Itausa, evidencia 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.

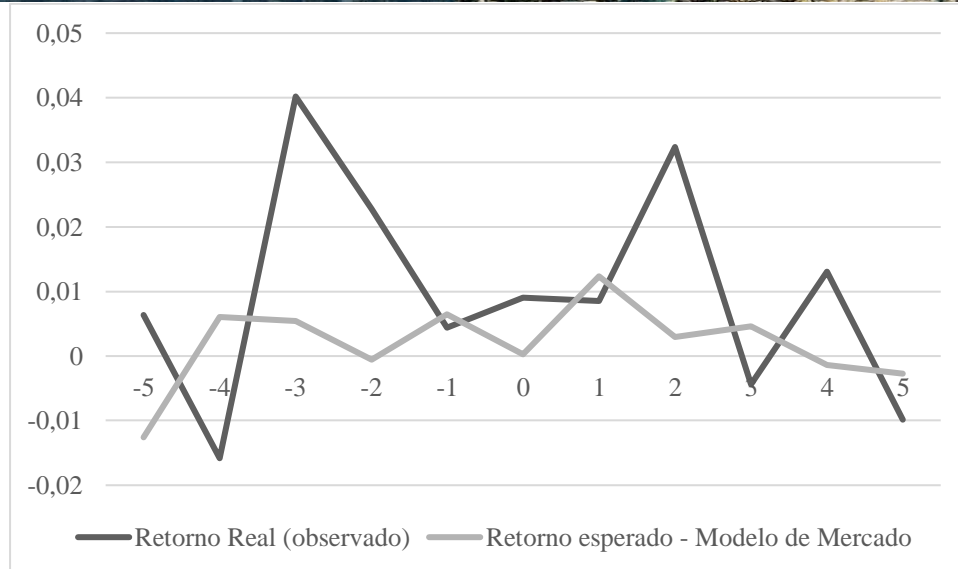
Figura 2. Retorno Real X Esperado Itausa S.A.



Com exceção do dia -3, até o dia +2 os retornos anormais foram negativos, ou próximo a zero, sendo que do dia +3 em diante, os retornos foram positivos o que pode ser assimilado com a eficiência do mercado quando de eventos desse tipo. Quando observada a significância dos resultados, por meio do teste t, tem-se que o resultado só não foi 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.

A relação entre o retorno observado e o esperado do Banco Inter foi evidenciado na Figura 3. Vale lembrar que essa empresa abriu IPO em 30/04/2018 e a limitação do banco de dados. Pela diferença entre os retornos, pode-se observar que o retorno real foi superior ao esperado em quase toda a janela do evento.

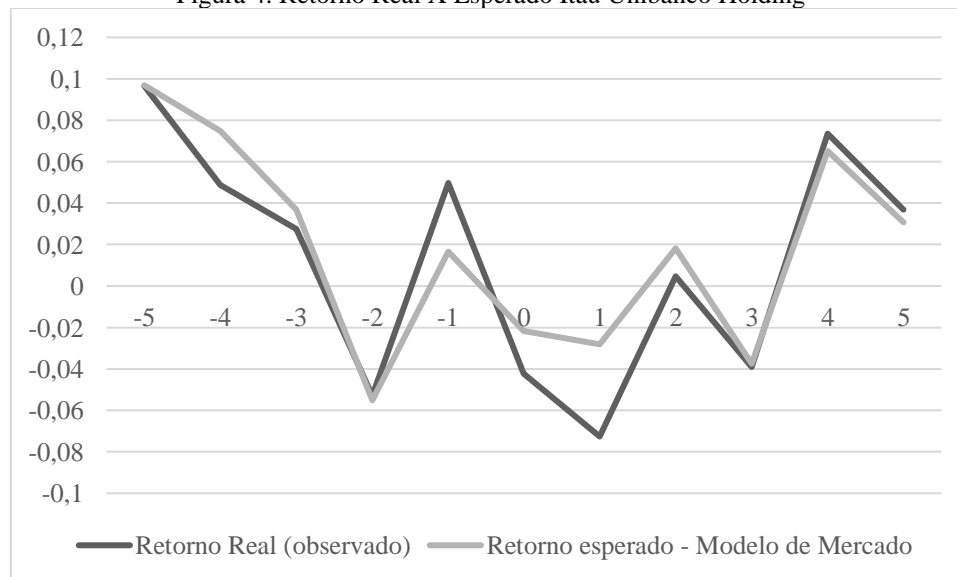
Figura 3. Retorno Real X Esperado Banco Inter



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.

O Banco Itaú obteve um retorno real semelhante ao retorno esperado, porém com diferenças nas magnitudes desses movimentos, como pode ser observado na Figura 4.

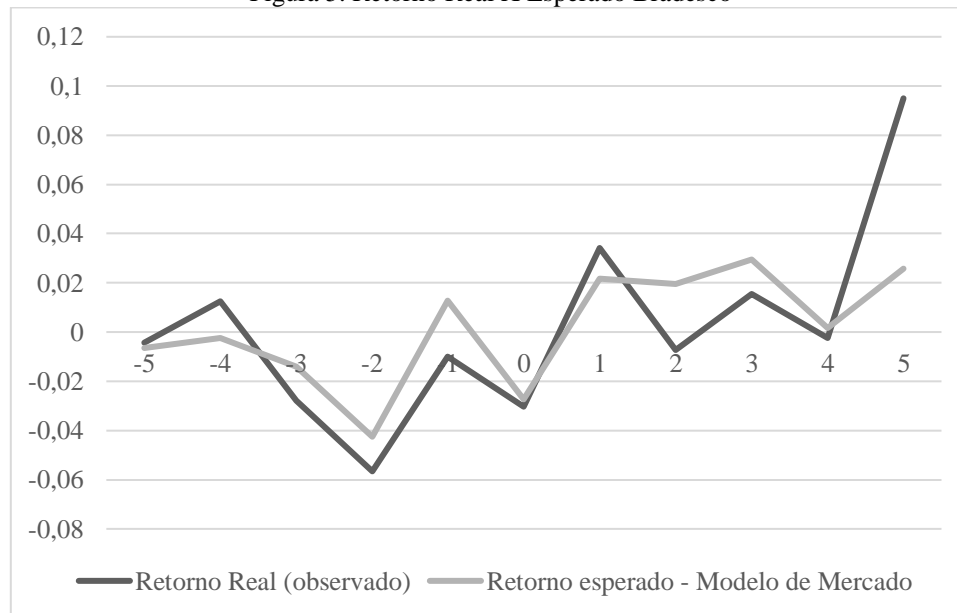
Figura 4. Retorno Real X Esperado Itaú Unibanco Holding



No dia do evento, quase não houve retorno anormal (muito próximo de zero), mas que no dia -2 e -1, o retorno anormal ficou entre 3% e 4%, o que sugere uma possível antecipação de expectativa dos investidores com a espera dessa aquisição.

O Banco Bradesco, assim como o Itaú, realizou a Combinação de Negócios em 2020, porém em outubro, quando a pandemia continuava afetando o Brasil, esse pode ser um dos fatores que levou o retorno observado ser inferior ao esperado em quase toda a janela de evento, como mostra a Figura 5.

Figura 5. Retorno Real X Esperado Bradesco



No dia +5, pode-se observar que o retorno real chegou a quase 10%, indicando um retorno anormal de 6,9%, como apontado na Tabela 3, contraponto o retorno anormal negativo que chegou a 2% nos dias anteriores.

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. Apesar de negativo em quase toda a janela estudada, pode-se inferir que o mercado precificou no dia +1 o evento, considerando o ágio da transação como relevante para tomada de decisão.

Dentre as cinco Combinações de Negócios abordadas, o Bradesco foi a que trouxe mais informações sobre a transação, isso pode ser refletido no retorno anormal médio, que foi o maior dentre eles, conforme Tabela 3. As demais transações não deram ênfase nessas informações, o que corrobora Castro e Oliveira (2016), que observa que as empresas se concentram apenas em informações gerais e poucos adentram em mais detalhes de informações (Castro & Oliveira, 2016).

Os resultados da pesquisa foram conflitantes com os achados de Pessanha et al (2014), visto que foi 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 foi muito próxima a zero. O que corroborou com Goddard et al. (2012).

Pimenta et al. (2015), 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. O que pode ser explicado por Souza e Gartner (2019), que a tendência do mercado (aquecido ou de baixa) influenciou as transações e não os ganhos de valor, visto que os resultados da presente pesquisa foram próximos de zero.

Sobre esse 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, a 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. Com o 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 feita 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, data em que ocorreu a Combinação de Negócios. Isso quer dizer que foi evidenciado impacto estatístico na precificação das ações, porém, analisado cada dia individualmente, o retorno pode ser negligenciado, por ser muito próximo a zero.

Além disso, identificou-se que o mercado reage a essas Combinações de Negócios ora de maneira positiva, ora negativa, 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, corroborando Pessanha et al. (2014) e Pimenta et al. (2015).

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, 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.

Cabe ressaltar que o estudo se limita às aquisições em que a adquirente obteve o controle da adquirida. Conforme explanado em relatórios da KPMG (2019) as empresas bancárias estão no topo de F&A, porém, conforme o CPC 15 (R1, 2011), foram excluídas da amostra por não haver transferência de controle entre as partes do negócio. As limitações também englobam a generalização dos resultados, pois englobam uma amostra pequena perto do universo que são as Combinações de Negócios.

Em futuros trabalhos, recomenda-se fazer um estudo que compara os retornos obtidos pelas empresas e suas rivais, para saber se a aquisição afeta a concorrência de mercado.

Referências

Assaf, A., Neto (2001). *Mercado Financeiro*. São Paulo, Atlas.
 Banco Central do Brasil (2021). *Recomendações de Basileia*. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>



- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104.
- Brigham, E. F.; Gapenski, L. C.; Ehrhardt, M. C. (2001). *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo, Atlas.
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *REGE Revista de Gestão*, 10(2).
- Castro, W. B., & Oliveira, A. V. (2016). Nível de Evidenciação de Combinações de Negócios nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 8(1), 90-101.
- Costa, G. P. C. L., Paulo, E., & Barbosa, G. C. (2011). Reconhecimento do goodwill em combinação de negócios: análise das transações com pagamento em ações e em dinheiro. *Qualitas Revista Eletrônica*, 12(2).
- Cristal, C. S. P. (2009). *Adoção das IFRS para operações de combinações de negócios nas demonstrações financeiras consolidadas das empresas listadas na Espanha e Reino Unido*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Ernst & Young (2020). Transformação do setor bancário e de pagamentos no Brasil. Recuperado de https://www.ey.com/pt_br/financial-services/transformacao-do-setor-bancario
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fase, M. M., & Abma, R. C. N. (2003). Financial environment and economic growth in selected Asian countries. *Journal of Asian economics*, 14(1), 11-21.
- Fonseca, R., Marques, J. A. V. C., & Santos, O. M. (2018). Relevância da informação contábil: estudo de eventos no setor de petróleo e gás. *Revista Universo Contábil*, 14(3), 46-65.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Zhou, T. (2012). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18(5), 419-438.
- Guzmán, X. Z. (2002). *Impacto das aquisições e fusões na performance operacional bancária no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 3-75.
- Khan, M. S., & Senhadji, A. S. (2000). *Financial Development and Economic Growth: An Overview*. Washington, IMF.
- Kloekner, G. D. O. (1994). Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, 29(1), 42-58.
- KPMG (2019). Pesquisa fusões e aquisições de 2019. Recuperado de <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/10/br-fa-2tri.pdf>
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2006). Econometrics of event studies. In *Handbook of empirical corporate finance*. Elsevier.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management review*, 8(2), 218-225.
- Luz, J. R. M., Costa, I. L. S., Carvalho, J. R. M., Melo, L. S. A., & Martins, T. T. A. (2016). 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*, 16(34) 98-118.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Magro, L., & Teló, A. (2011). As mudanças organizacionais em fusões e incorporações de empresas. *Programa de Apoio à Iniciação Científica-PAIC*, 229-248.
- Martins, B. (2012). Estrutura de mercado local e competição bancária: evidências no mercado de financiamento de veículos. *Trabalhos para Discussão-Banco Central do Brasil, Brasília*, (299), 1-29. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD299.pdf>
- Martins, V. G., & Oliveira, A. S. (2013). 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. *Revista Reuna*, 18(2), 45-64.
- Melo, I. C. A. (2010). *Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras* (Dissertação de Mestrado). Universidade Católica de Santos, Santos, São Paulo, Brasil.
- Pacheco, J., & Rover, S. (2021). Value Relevance of Intangible Assets Recognized in a Business Combination. *Contabilidade Gestão e Governança*, 24(2), 167-184. http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n2a2
- Patrocínio, M. R., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2005). Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais do período de 1994 a 2004. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 273-295.
- Paula, L. F. D., Oreiro, J. L., & Basilio, F. A. (2013). Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. *Nova Economia*, 23, 473-520.
- Pessanha, G., Santos, T., Calegario, C., Sáfiadi, T., & Alcântara, J. (2014). Influências das Fusões e Aquisições no Valor de Mercado das Instituições Bancárias Adquirentes. *Contabilidade Gestão e Governança*, 17(3), 145-158.
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2015). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64), 30-38.
- Pronunciamento técnico CPC 15, de 3 de junho de 2011. Combinação de Negócios. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2014.pdf
- Rodrigues, A.O. et al. (2012). *Planejamento Contábil e Reorganização Societária*. São Paulo, IOB.
- Silva, L. A. C, Souza, C. A., & Dalfior, V. A. P. (2015, outubro). CPC 15 (R1) – Combinação de Negócios: análise das informações divulgadas pelas principais companhias da Bovespa. *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, Resende, Rio de Janeiro, 12.
- Souza, J. G. D. M., & Gartner, I. R. (2019). Market reaction to bank merger and acquisition events in Brazil: an analysis of the effects of market waves. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 234-251.