

**Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa  
Faculdade de Economia e Administração**

**Leonardo Neves Lucca**

**O impacto de Fusões e Aquisições do setor financeiro quanto  
ao valor para os acionistas**

**São Paulo  
2020**

Leonardo Neves Lucca

## **O impacto de Fusões e Aquisições do setor financeiro quanto ao valor para os acionistas**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Rodrigo  
Takashi Okimura - Insper

**São Paulo**

**2020**

Lucca, Leonardo Neves

O impacto de Fusões e Aquisições do setor financeiro quanto ao  
valor para os acionistas  
21f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração: Insper  
Instituto de Ensino e Pesquisa  
Orientador: Rodrigo Takashi Okimura

1.Fusão e Aquisição 2. Setor Financeiro 3.Criação de Valor 4.  
Curto Prazo

Leonardo Neves Lucca

## **O impacto de Fusões e Aquisições do setor financeiro quanto ao valor para os acionistas**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

### **Banca Examinadora**

---

Rodrigo Takashi Okimura  
Orientador

---

Leonardo Pagano

Examinador  
Dedicatória

Dedico esse trabalho aos meus amigos e familiares que sempre confiaram no meu potencial e que fizeram parte desta trajetória.

## Agradecimentos

Gostaria de agradecer primeiramente minha família que sempre me apoiou nos momentos mais complicados, minha irmã que sempre me ajudou e confiou no meu potencial.

Agradeço também aos meus amigos da faculdade com quem compartilhei incontáveis momentos durante minha graduação.

Agradeço ao Insper por contribuir na minha formação acadêmica.

Agradeço a todos meus amigos que me acompanharam nessa jornada, especialmente ao Augusto, ao Victor, Ao João Pedro e ao Alexandre.

## Resumo

Lucca, Leonardo Neves. O impacto de Fusões e Aquisições do setor financeiro quanto ao valor para os acionistas. São Paulo 2020. 21f. Monografia: Faculdade de Economia e Administração: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Devido aumento no número de fusões e aquisições é de suma importância entender se tais operações geram valores para os acionistas no curto prazo. Neste estudo de caso serão analisadas duas operações do setor financeiro, compra da Xp Investimento pelo Itaú e compra do Banco Patagonia pelo Banco do Brasil. Os dois métodos de análise utilizados foram o retorno de capital no valor das ações nos momentos anteriores e posteriores à aprovação do órgão governamental e um estudo de evento sobre retornos anormais gerados no intervalo entre o anúncio da possível operação e a aprovação da mesma. Os resultados do estudo de caso encontram-se inconclusivos pois cada caso apresenta sua própria resposta ao estudo, continuando assim com um problema já presente na literatura existente.

Palavras-chaves: Fusões e Aquisições, setor financeiro, criação de valor, curto prazo, Itaú, Xp, Banco do Brasil, Banco Patagonia

## Abstract

Lucca, Leonardo Neves The impact of mergers and acquisition of the financial sector in the value of the shareholders. São Paulo 2020. 21f. Monografia: Faculdade de Economia e Administração: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Due the increase in the number of mergers and acquisitions, it's extremely important understand if such operations generate value for shareholders in the short term. In this case will use two operations of the financial sector, the buy of Xp Investimento by Itaú and the buy of Banco Patagonia by Banco do Brasil. The two methods of analysis used was the return in value of the shares in the moments before and after the approval from the government agency and an event study on unusual returns generated in the interval between the announcement of the possible operation and the approval of the same. The results of the study are inconclusive because each case present its own response to the study.

Key words: Mergers and Acquisitions, Financial sector, creation of value, short term, Itaú, Xp Investimentos, Banco Patagonia, Banco do Brasil.



## Lista de Ilustrações

Figura 1 - Número de transações realizadas no Brasil nos ans de 2015 a 2018 .....	12
---	----

## Lista de Ilustrações

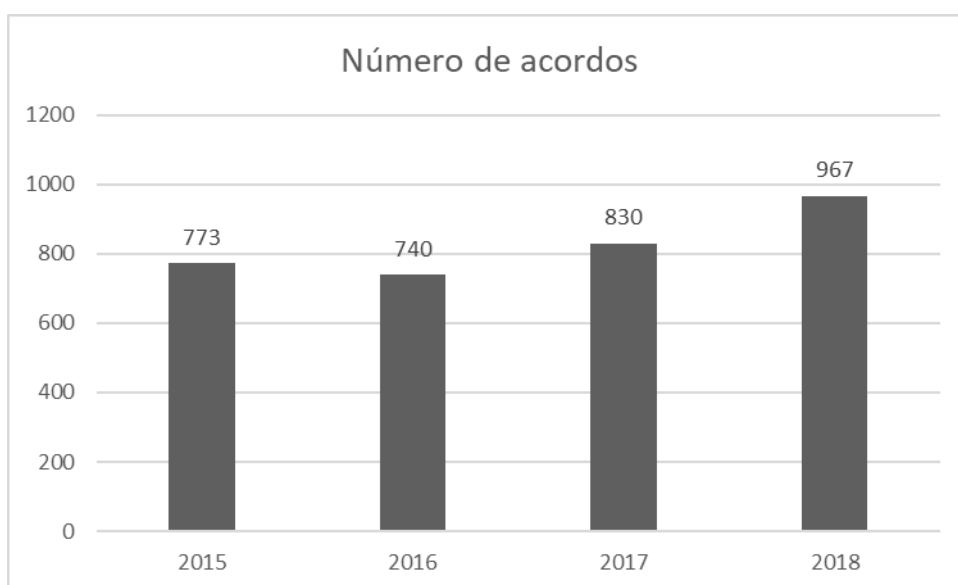
Tabela 1 - Preço dos ativos e seus respectivos retornos no intervalo de 3 dias .....	17
Tabela 2 - Preço dos ativos e seus respectivos retornos no intervalo de 5 dias .....	18
Tabela 3 - Preço dos ativos e seus respectivos retornos no intervalo de 15 dias .....	18
Tabela 4 - Resultado do Intercepto e Coeficiente dos ativos .....	18
Tabela 5 - Retornos do Banco do Brasil e índice Ibovespa para o período .....	18
Tabela 6 - Retornos do Itaú e índice Ibovespa para o período .....	19

## Sumário

<b>1. Introdução .....</b>	<b>12</b>
<b>1.1 Banco do Brasil e Banco Patagonia .....</b>	<b>13</b>
<b>1.2 Itaú e Xp Investimentos .....</b>	<b>14</b>
<b>2. Revisão da Literatura .....</b>	<b>14</b>
<b>3. Metodologia .....</b>	<b>15</b>
<b>4. Resultados da Pesquisa .....</b>	<b>17</b>
<b>5. Conclusão .....</b>	<b>19</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>21</b>

## 1. Introdução

Segundo o relatório da KPMG apresentado no começo do ano de 2019, desde o ano de 2015 ocorreu um crescimento de, aproximadamente, 25% no número de operações de Fusões e Aquisições realizadas no Brasil, criando-se um novo recorde histórico no ano de 2018, contabilizando 967 operações.



Fonte: Fusões e Aquisições 2018 – 4º Trimestre

**Figura 1** – Número de transações realizadas no Brasil nos anos de 2015 a 2018.

O aumento nos casos pode ser explicado pelo fato de tais operações serem uma alternativa de crescimento rápido. Como citado por Bender e Ward (2005, p.187), uma das principais razões para as operações é a busca por crescimento de capacidade e criação de valor, algo que dificilmente seria atingido em curto período por meio de crescimento interno.

Para melhor entendimento, aprofundando no conceito de F&A (Fusão e Aquisição), sabe-se que uma fusão é a combinação de duas empresas. Conforme apresentado no artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas: Art. 228 “A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar a sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”.

No que tange a aquisições ou incorporações, o artigo 227 da mesma Lei elenca:” A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são

absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Ou seja, trata-se da compra de uma ou mais empresas por outra.

A operação de aquisição é a mais relevante entre as formas de crescimento de empresas de grande porte, sendo consideradas mais frequentes no mercado, não só brasileiro como mundial. Como apresentado por Barros, (2003, p. 21) 33% das respondentes realizaram aquisições, 15% realizaram os fusões e aquisições e apenas 6% realizaram apenas fusões, considerando apenas empresas brasileiras para sua base de dados.

Uma aquisição pode ser feita por alguns métodos, como a compra parcial ou total dos ativos da empresa adquirida, ou a compra de ações da empresa, assumindo, assim, todos os ativos e passivos da companhia. Neste segundo, é necessária a aprovação superior à 50% dos acionistas de cada uma das empresas para concluir a aquisição.

Assim, o objeto de trabalho é entender se a realização de uma operação de fusão ou aquisição cria valor para empresa e seus acionistas no curto prazo, para tanto, tal criação de valor será calculada através de estudos sobre os retornos das ações referentes às empresas analisadas.

A dissertação Castro (2010) comenta sobre o assunto, e, por conta disso, serviu de inspiração para a realização desta análise, visto que a autora traz acontecimentos de período prévio à publicação, o que é de suma importância, uma vez que a ideia é entender se os estudos realizados no passado ainda podem ser considerados para os dias atuais.

Os casos escolhidos para a realização deste estudo de caso, foram duas operações de aquisição, sendo ambas do setor financeiro. São elas: a compra da Xp Investimentos pelo banco Itaú e a aquisição do Banco Patagonia pelo Banco do Brasil.

## **1.1 Banco do Brasil e Banco Patagonia**

Após a crise de 2008, o Banco do Brasil iniciou um plano de internacionalização. Em dezembro de 2009, fora confirmado aos investidores o

início das conversas para a aquisição do Banco Patagonia, que, à época, era considerado o terceiro maior banco da Argentina em valor de mercado.

Em abril de 2010, o acordo, no valor de 479,7 milhões de dólares, foi firmado, tornando, assim, o banco brasileiro o maior acionista do banco argentino, com 51% das ações. No dia da confirmação do acordo, as ações do banco argentino tiveram uma valorização de 3,5%. No entanto, a aprovação dos órgãos reguladores ocorreu apenas na data de 23 de dezembro de 2011.

## **1.2 Itaú e Xp Investimentos**

A Xp Investimentos surgiu em 2001 em Porto Alegre, com o objetivo de auxiliar pessoas físicas a investirem no mercado de ações. Com um crescimento orgânico interno, a Xp Investimentos atingiu em 2009 o posto de maior corretora independente do Brasil. No ano de 2017, a companhia estudava a abertura de capital na bolsa de valores, com o intuito de aumentar seu capital e, assim, continuar com sua ascensão. Entretanto, durante o período de estudos referente à abertura de capital, surgiu uma proposta de aquisição do banco Itaú.

O Itaú, um dos maiores bancos do país, observava uma grande movimentação por parte de seus clientes, que estavam retirando o capital de suas plataformas de investimentos para investir na nova corretora independente. Sabendo da capacidade de crescimento da Xp e visando aproveitar-se de seu aumento no valor de mercado, o banco iniciou a conversa para uma possível aquisição da corretora.

O anúncio para os investidores aconteceu no dia 10 de maio de 2017. No dia 10 de agosto do ano seguinte, o banco central aprovou, com certas restrições, a aquisição, tornando o Itaú dono de 49,9% da Xp.

## **2. Revisão da Literatura**

O conceito de criação de valor pode ser interpretado de diversas formas. Há o sentido de valor econômico, como apresentado por Ruback (1983), em que as operações de fusões geram valor aos acionistas, devido a oportunidade de

utilizar recursos que só poderiam ser obtidos através de fusões e aquisições. Outro modo de criação de valor, é o valor monetário em que, de acordo com o relatório da KPMG *International* (2000), citado por Castro (2010, p.12), 83% das operações realizadas não apresentaram aumento no valor para os acionistas.

Assim, conclui-se que a literatura relativa à tal assunto, não apresenta confirmação positiva ou negativa sobre incremento no valor da empresa. Estudo realizado por Zweig (1995) conclui que 50% das operações analisadas destruíram valor e apenas 17% criaram valor. Outro estudo desempenhado por Gregoriou e Renneboog, publicado em 2007, que conclui que nas empresas adquiridas, os acionistas apresentam criação de valor positiva, ao passo que nas empresas adquirentes houve grande variação entre pequenos retornos positivos e negativos.

### **3. Metodologia**

O artigo focará sua análise na criação de valor posterior à realização de uma fusão ou aquisição em aspectos qualitativos. Para isso, os dados coletados na data de 2 de maio de 2020 foram os preços de fechamento diários dos ativos retirados do portal da Bloomberg. Por tratar-se de companhias listadas na bolsa de valores de São Paulo, tais informações passam pela regulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O valor de mercado de uma empresa considera as expectativas da companhia para o futuro, assim como os seus riscos. Desta forma, é entendido como uma importante fonte de informação sobre o futuro desta.

A ocorrência de uma operação de fusão ou aquisição muda as expectativas sobre o futuro da empresa, assim a análise da variação no valor de mercado, informa a criação de valor da operação em questão. Com o intuito de estudar tal informação, será utilizado o retorno do ativo em 3 espaços de tempo: 3 dias (dia anterior e posterior à aprovação da operação): 5 dias (dois dias antes à aprovação e dois dias depois) e 15 dias (-7, +7).

O cálculo do retorno é feito da seguinte maneira:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

$R_{it}$  : Retorno do ativo  $i$  na data  $t$ ,

$P_{it}$  : Preço do ativo  $i$  na data  $t$ ,

$P_{it-1}$  : Preço do ativo  $i$  na data  $t - 1$ .

A não restrição à uma curta janela de tempo (3 dias) ocorre pois, segundo a teoria de eficiência de mercado, alguns players do mercado trabalham com informações internas, fazendo com que o ganho ou perda da operação seja absorvido pelo valor da ação antes da divulgação desta para o restante do mercado. A limitação para esses períodos ocorre porque quanto maior a janela de tempo mais suscetíveis à alterações de preço das ações, dado que fatores externos, não importantes para este estudo, podem influenciar neste valor.

Com o intuito de focar apenas em retornos anormais, ou seja, retornos que diferem do restante do mercado, será utilizado um método de estudo de evento, para, assim, diferenciar o retorno esperado do ativo do retorno real. A janela do evento será composta do momento que o caso for anunciado ao público e finalizada no dia da aprovação do órgão regulador. Kloeckner (1994), em seu artigo observou que o modelo de retornos ajustados é consistente para duas teorias: a de modelo de mercado (intercepto igual a zero) e a teoria do CAPM (ações apresentam risco sistemático igual a um), além de provar que a adoção do mesmo não gera prejuízo nos resultados, quando comparado com modelos mais sofisticados.

A fórmula do retorno anormal que será utilizada é dada por:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

onde  $RA_{it}$  é o retorno anormal do ativo  $i$  na data  $t$ ,

$R_{it}$  é o retorno real do ativo  $i$  na data  $t$  e

$E(R_{it})$  é o retorno esperado do ativo  $i$  na data  $t$ .

Já o retorno esperado do ativo será calculado com base no modelo de mercado, onde relaciona o retorno da ação com o retorno de uma carteira do mercado como um todo, nesse caso, será utilizado o índice Ibovespa. A equação abaixo representa o modelo de mercado:

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

$E(R_{it})$  é o retorno esperado do ativo  $i$  na data  $t$ ,



$\alpha_i$  é o intercepto do ativo  $i$ ,

$\beta_i$  é o coeficiente para o ativo  $i$ ,

$R_{mt}$  é o retorno de mercado na data  $t$  e

$\varepsilon_{it}$  é o erro padrão do ativo  $i$  na data  $t$ .

O coeficiente e o intercepto do ativo foram calculados no portal da Bloomberg, relacionando-os à carteira de mercado (índice Ibovespa).

#### 4. Resultados da Pesquisa

Nas tabelas 1, 2 e 3 observa-se os valores dos ativos e seus respectivos retornos nas datas selecionadas. Na tabela 1 o Banco do Brasil apresenta um retorno positivo, apesar do valor parecer baixo tal variação torna-se significativa considerando o curto intervalo de tempo. Já o Itaú apresenta um retorno negativo o mesmo pode ser entendido como as ações da empresa já estarem sobreavaliadas antes do momento da confirmação da operação.

Na tabela de número 2 e 3 o aumento no retorno do Banco do Brasil gera informações consistentes com o esperado no estudo. Enquanto os dados do Itaú continuam inconclusivos, pois o aumento no retorno da tabela 2 em relação a tabela 1 mostra que com uma janela de tempo maior os investidores se mostravam mais confiantes quanto a operação, porém o retorno na tabela de número 3 inviabiliza o argumento.

**Tabela 1** – Preço dos ativos e seus respectivos retornos no intervalo de 3 dias

3 dias	-1	+1	Retorno
Banco do Brasil	23,82	23,89	0,294%
Itaú	22,82	22,32	-2,191%

Fonte: Autor

**Tabela 2** – Preço dos ativos e seus respectivos retornos no intervalo de 5 dias

5 dias	-2	+2	Retorno
Banco do Brasil	23,42	24,05	2,69%
Itaú	22,88	22,82	-0,26%

Fonte: Autor

**Tabela 3** – Preço dos ativos e seus respectivos retornos no intervalo de 15 dias

15 dias	-7	+7	Retorno
Banco do Brasil	23,3	24,06	3,26%
Itaú	23,24	21,9	-5,77%

Fonte: Autor

A tabela 4 mostra os interceptos e coeficientes de ambas as empresas em relação ao índice Ibovespa. Os mesmos foram calculados para o intervalo de anúncio da possível operação e a aprovação dos órgãos reguladores. Tais dados serão utilizados no cálculo dos retornos anormais.

**Tabela 4** – Resultado do Intercepto e Coeficiente dos ativos

	Intercepto	Coeficiente
Banco do Brasil	-0,01	0,965
Itaú	-0,001	0,969

Fonte: Autor

Na tabela de número 5 é possível observar o retorno do Ibovespa e do Banco do Brasil para o período de 15 de dezembro de 2009 á 23 de dezembro de 2011, assim como o retorno esperado do ativo e o retorno anormal.

**Tabela 5** – Retornos do Banco do Brasil e índice Ibovespa para o período

	Retorno	Retorno Esperado	Retorno Anormal
Ibovespa	-16,75%	-	-
Banco do Brasil	-22,81%	-17,16%	-5,64%

Fonte: Autor

O retorno esperado negativo surge devido o Índice Ibovespa ter performado negativamente no período assim como o próprio banco. Gerando assim um retorno anormal de -5,64% mostrando que no intervalo da operação o banco obteve um retorno menor que o do mercado.

A tabela número 6 apresenta os retornos do Ibovespa, o retorno esperado do Itaú assim como seu retorno anormal, para o período de 10 de maio de 2017 à 10 de agosto de 2018.

**Tabela 6** – Retornos do Itaú e índice Ibovespa para o período

	Retorno	Retorno Esperado	Retorno Anormal
Ibovespa	18,89%		
Itaú	13,59%	18,20%	-4,61%

Fonte: Autor

Tal retorno negativo mostra que o Itaú apresentou um retorno inferior ao do mercado no período analisado.

## 4. Conclusão

A análise focada apenas no setor financeiro limita o estudo à apenas dois casos de fusões e aquisições, observando os resultados do retorno do Banco do Brasil observa-se que a operação gerou valor para os acionistas da empresa. Porém ao analisar o retorno do Itaú observa-se que os acionistas da mesma perderam dinheiro no momento após a aprovação da aquisição, uma possível explicação para este fato ocorre junto a teoria de eficiência de mercado, o valor da ação varia no instante que a informação é liberada para o público. Assim essa redução no mesmo seria uma correção no valor devido o anúncio de restrições maiores do que o esperado na operação em questão.

No estudo do retorno anormal ambas as empresas obtiveram um retorno inferior ao do índice Ibovespa concluindo assim que no intervalo entre o primeiro

anúncio da operação e a aprovação da mesma as empresas performam pior que o mercado, o possível motivo seria a demora na aprovação da operação e assim resultado financeiro da empresa afeta a mesma deixando os retornos inferiores aos de mercado.

Os outros estudos do assunto não geram uma conclusão fixa sobre o assunto, este estudo não difere-se dos outros pois uma operação de fusão e aquisição pode gerar valores para empresa não sentidos no momento da operação.

## Bibliografia

BARROS, Betania T. **Fusões e Aquisições no Brasil** – Entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003.

BENDER, Ruth; WARD, Keith. **Corporate Financial Strategy**. 3. ed. United States Of America: Butterworth Heinemann, 2008. 406 p.

Bloomberg: Acesso 15/05/2020

CASTRO, Denise Maria Fanhani de. **Criação de Valor em Fusões e Aquisições**. 2010. 199 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração de Empresas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

GREGORIOU, Greg N; RENNEBOOG, Luc. *International mergers and acquisition activity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*, London: Elsevier Science and Technology – Academic Press, 2007. 320 p.

JENSEN, M. C; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983.

Kloeckner, Gilberto O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. Revista de Administração – RAUSP, São Paulo, v.29, n.1, p.42-58, Jan/Mar 1994

LEI DAS SOCIEDADES ANONIMAS. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 12 out. 2019.

MOTTA, Luiz Augusto; COIMBRA, Paulo Guilherme de Menezes. **Fusões e Aquisições - 4o trimestre 2018**. Brasil: Kpmg Corporate Finance, 2019.

TROCCOLI, Maria Eduarda Ferreira. **Timing: fator determinante do desempenho de uma fusão e aquisição doméstica no Brasil**. 2014. 34 f. Monografia (Especialização) - Curso de Ciências Econômicas, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.

ZWEIG, G. P.L. *The case against mergers*. USA: Business Week, p.122 a 130, October/1995.