

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO: UM ESTUDO SOBRE OS IMPACTOS DO ITAÚ-UNIBANCO NAS AÇÕES PREFERENCIAIS ITUB4

***FUSIONS AND ACQUISITIONS IN THE BRAZILIAN BANKING SECTOR: A STUDY ABOUT THE IMPACTS
OF ITAÚ-UNIBANCO OVER THE PREFERRED STOCK ITUB4***

Recebido em 27.06.2011 | Aceito em 04.08.2011 | Segunda versão aceita em 02.09.2011 |

Nota: este artigo foi aceito pelos Editores Romualdo Douglas Colauto e Ademir Clemente e passou por uma avaliação *double blind review*.

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

PAULO QUINTAIROS

Professor do Programa de Pós Graduação em Administração (PPGA) da UNITAU |
| Rua Visconde do Rio Branco | 210 | Centro - 12020-040 | Taubaté-SP | Tel. (12)
3632-2497 | E-mail: paulo.quintairos@unitau.com.br |

EDSON AP. DE ARAÚJO QUERIDO OLIVEIRA

Professor do Programa de Pós Graduação em Administração (PPGA) da UNITAU |
| Rua Visconde do Rio Branco | 210 | Centro | 12020-040 | Taubaté-SP | Tel. (12)
3632-2497 | E-mail: edson@unitau.br |

ROGÉRIO BARBOSA

Mestrando do Programa de Pós Graduação em Administração (PPGA) da
UNITAU | Rua Visconde do Rio Branco | 210 | Centro | 12020-040 | Taubaté-SP |
Tel. (12) 3632-2497 | E-mail: rogerio.claudia@uol.com.br |

RESUMO

A fusão dos bancos Itaú e Unibanco é um fato relevante no processo de desenvolvimento econômico do setor bancário brasileiro. É um marco na consolidação desse setor, a qual teve início a partir da estabilização da economia com o Plano Real. Neste artigo é apresentado um estudo

sobre as variações do preço da ação preferencial do Itaú-Unibanco (ITUB4), com o objetivo de verificar se essa ação possibilitou, aos investidores, ganhos superiores à média do mercado, medida pelo índice Bovespa - IBOV. Também é apresentada uma comparação do comportamento de ITUB4 em relação à ação preferencial do Banco Bradesco - BBDC4, que é o segundo maior banco privado do Brasil. A comparação dos preços (ITUB4 e BBDC4) e da pontuação (IBOV) foi feita a partir dos valores diários de abertura, fechamento, máximo, mínimo e volume. Os valores foram comparados por meio do cálculo da correlação e do teste t, considerando alfa igual a 0,05. Os resultados obtidos mostram que as ações de ITUB4 somente permitiram resultados superiores a variação do IBOV e de BBDC4 para estratégias especulativas, caracterizadas por operações de compra e venda em curto prazo.

Palavras-chave: Setor bancário. Fusões e aquisições. Itaú-Unibanco. Ações preferenciais

ABSTRACT

The fusion of banks Itaú and Unibanco is a particularly relevant fact in the process of economic development of the Brazilian banking sector. It is a milestone in the consolidation of this sector, which started from the economic stabilization started with the Plano Real. This paper presents a study on the variations in the price of preferred stock of ItauUnibanco (ITUB4), in order to verify if this stock allowed the investors gains above the market average, which is measured by the index Bovespa - IBOV. It also presents a comparison among the behavior of the ITUB4 and the preferred stock of Banco Bradesco - BBDC4, which is the second largest brazilian private bank. The prices comparison (for ITUB4 and BBDC4) and the scoring (for IBOV) was made from the daily values of opening, closing, highest, lowest and volume. The values were compared by calculating the correlation and t test, considering alpha equal to 0.05. The results show that by operating with ITUB4, only was possible to obtain gains superior to IBOV and BBDC4 making use of speculative strategies, which are characterized by short term operations.

Key word: Banking sector. Fusions e acquisitions. Itaú-Unibanco. Stock preferred.

1 INTRODUÇÃO

A fusão dos bancos Itaú e Unibanco, anunciada no dia 03/11/2008 e aprovada Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE em 18/08/2010 é um fato marcante no contexto do processo de desenvolvimento econômico do setor bancário brasileiro. Por meio dessa fusão foi criado o maior banco privado nacional, que é um marco no processo de consolidação do setor bancário brasileiro, o qual teve início a partir da estabilização da economia com o Plano Real (FOLHA ONLINE, 2008; ITAU, 2010; INFO ONLINE, 2010).

Além da relevância da criação do Itaú-Unibanco devida à magnitude da empresa, é digno de nota que uma das motivações do processo de fusão foram os planos de expansão e internacionalização do mercado de atuação da organização. Observa-se que esse movimento pode ser visto como uma resposta dos bancos privados brasileiros à entrada de grandes bancos privados de capital estrangeiro no mercado nacional.

Quanto à operacionalização da fusão de Itaú e Unibanco no mercado de ações, a substituição das ações dos investidores do Unibanco e do Unibanco Holding ocorreu em 31/03/2009. Os papéis cujos códigos de negociação eram UBBR3, UBBR4, UBHD3, UBHD6, UBBR11 e UBB foram substituídos pelos seguintes papéis: ITUB3 — Itaú-Unibanco Ordinária, ITUB4 — Itaú-Unibanco Preferencial, ITUB — *American Depository Receipts*, as ADRs negociados na BM&FBOVESPA e na Bolsa de Nova Iorque. Todos os papéis foram emitidos pela Itaú Unibanco Holding S.A. (ITAU a, 2010).

Quanto aos impactos da fusão sobre o valor das ações da nova empresa, de acordo com Infomoney (2010), até a data de 09/11/2010 o preço das ações ITUB3 e ITUB4 não refletiam ainda o valor adicionado pela fusão dos bancos Itaú e Unibanco. Neste trabalho será apresentado um estudo sobre a valorização da ação ITUB4 no primeiro ano de negociação do papel no pregão da BM&F-BOVESPA, isto é, no período entre 01/10/2008 e 30/09/2010.

O objetivo da análise apresentada neste trabalho é avaliar se a ação ITUB4 possibilitou ganhos aos investidores superiores à média do mercado, medida pela valorização do índice Bovespa — IBOV. Também será apresentada uma comparação do comportamento da ação ITUB4 em relação à ação preferencial do Banco Bradesco — BBDC4. A escolha deste último ativo para a comparação é devida a ser o Bradesco o segundo maior banco privado do Brasil; sendo que ocupava o lugar de primeiro até a criação do Itaú-Unibanco.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A crise financeira americana de 2008, cujas repercussões deram origem a uma crise de amplitude mundial, levou muitas empresas a reavaliar as estratégias de crescimento e continuidade dos negócios. Nesse cenário, buscando aumentar a confiança dos *stakeholders* e fortalecer a estrutura financeira da instituição, os gestores dos bancos Itaú e Unibanco decidiram fundir as duas empresas, criando o maior banco privado do Brasil.

2.1 PROCESSOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO E A PERCEPÇÃO DOS STAKEHOLDERS

De acordo com Gitman (2004) os processos de fusões se referem a combinação de duas ou mais empresas resultando em uma empresa, a qual mantém a identidade de uma delas. As demais organizações são extintas, sendo que os seus ativos humanos e materiais passam a ser geridos pela outra empresa.

Tanure e Cançado (2005) destacam que a fusão de duas ou mais empresas implica a combinação completa das organizações visando formar uma nova empresa; legalmente as empresas fundidas são descontinuadas. Entretanto, devido a usual desigualdade entre as partes envolvidas nas fusões, o controle da nova empresa será exercido pela organização de maior porte. Nestes casos o processo de fusão é mais parecido com o de aquisição propriamente dito; por isso os processos são referidos na literatura como fusões e aquisições (F&As).

Os processos de F&As tem variadas motivações, as quais podem ser agrupadas em três grandes grupos: crescimento e diversificação, sinergia e aumento de capacidades. Independente das motivações de uma F&A, é necessário avaliar a sua viabilidade, bem como a melhor forma de condução. Para isso é necessário investigar as possíveis reações do mercado. Segundo McKinsey e Company (2001), um estudo sobre 231 transações efetuadas por 36 empresas, envolvendo os setores de telecomunicações mundiais, petróleo e negócios bancários na Europa, o mercado prefere as estratégias de expansão às de transformação.

As fusões geram aumento de riqueza quando o valor das empresas combinadas supera o somatório de seus valores antes da fusão. O benefício econômico do negócio, sinergia, é gerado a partir das economias de escala resultantes da redução do custo indireto das empresas fundidas (GITMAN, 2004). Ainda segundo o autor, a avaliação dos benefícios oriundos de uma fusão é processo mais difícil e impreciso do que projetos convencionais de investimento. As dificuldades são atribuídas ao caráter sigiloso de grande parte das fusões e a dependência do sucesso do processo de integração das companhias, o que pode demorar vários anos. Além desses dois fatores, fatores internos e externos influenciam os resultados, tornando complexo isolar os efeitos da fusão.

As pesquisas empíricas são usadas para avaliar os benefícios econômicos propiciados pelas fusões com base na resposta dada pelo mercado acionário. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) comentam que as mudanças nos preços das ações das empresas adquirentes e alvo representam a crença dos participantes do mercado no valor criado pela fusão. Rappaport (2001) afirma que o julgamento coletivo de investidores competitivos pode ser visto como uma avaliação objetiva do valor da fusão para os acionistas da adquirente e adquirida. O autor observa ainda que, a reação imediata do preço é o melhor palpite do mercado quanto às implicações de longo prazo da transação.

De acordo com Gitman (2004), o efeito de uma fusão sobre o lucro por ação da companhia resultante depende muito do crescimento do seu lucro, gerando efeito favorável no valor da ação no longo prazo. O autor afirma ainda que o efeito da fusão no valor da ação da nova empresa, no curto prazo, inicialmente tende a permanecer constante. Schipper e Thompson (1983) também consideraram que o mercado acionário é o melhor avaliador dos benefícios gerados por uma fusão. Os autores adotam a hipótese de eficiência de mercado para dar suporte às afirmações. Segundo eles, em um mercado eficiente, ao surgirem novas informações

a respeito de uma empresa, os investidores analisam e tomam decisões sobre como o fluxo de caixa esperado da empresa e, portanto, o seu valor intrínseco serão afetados. Nessa abordagem os preços das ações sofrem um ajuste em decorrência das novas expectativas do mercado.

Copeland e Weston (1988) afirmam que, em um mercado eficiente, os preços refletem plena e instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis, logo, quando os ativos são negociados, os preços são indicações corretas para a alocação de capital. Os processos de fusões, aquisições, cisões e reestruturações de empresas instaladas no Brasil têm estado em evidência devido aos processos de consolidação de mercado, envolvendo vultosas e renomadas organizações (PINHEIRO, 2010).

No Brasil, o expressivo aumento dos processos de fusões e aquisições (F&A) ocorreu a partir da liberalização econômica, marcada pela implementação do Plano Real. São apontados três motivos principais para isso: a desregulamentação dos mercados locais, os programas de privatização e o acirramento da competição internacional. Além desses fatores, as mudanças tecnológicas contribuíram para acentuar o cenário de fortes mudanças e maior exposição à concorrência em amplitude mundial (WOOD, VASCONCELOS, CALDAS, 2003).

Apesar do interesse que os processos de fusões e aquisições despertam nos investidores e stakeholders, estudos relatam que muitos desses processos não resultam em ganhos expressivos nem para as empresas, nem para os investidores. Usualmente esses processos resultam em significativos retornos anormais positivos para as empresas alvo (adquiridas) e retornos anormais negativos - e quando positivos em níveis muito inferiores aos das empresas alvo - para as empresas compradoras (PINHEIRO, 2010; WOOD, VASCONCELOS, CALDAS, 2003; BRADLEY, 1980; DODD, RUBACK, 1997; ZINGG *et al.* 2007).

Quanto aos períodos em que os possíveis ganhos ou perdas anormais podem ser analisados, para os acionistas de empresas de capital aberto envolvidas em processos de F&A, há dois períodos distintos. O primeiro período vai do anúncio, para o mercado, da fusão ou aquisição até a unificação das ações negociadas em bolsas de valores, quando começa o segundo período. Nota-se que não há uma delimitação clara de até quando os efeitos anormais podem ocorrer. Além disso, os impactos das F&A podem ser medidos sobre as ações ordinárias e/ou sobre as preferenciais (CAMARGOS; BARBOSA; ROMERO, 2008).

As causas dos muitos fracassos em processos de fusões e aquisições podem ser atribuídas a muitos fatores, haja vista as dificuldades de integração de organizações complexas. Os aspectos apontados como mais relevantes para a integração das empresas são o respeito às características culturais locais e a escolha da estratégia de integração, seja na empresa compradora ou na adquirida (TANURE; CANÇADO, 2005).

É um fato bem conhecido dentre os investidores que F&As implicam processos complexos, cuja evolução é incerta; grandes riscos e incertezas permeiam esses processos. Muitas variáveis precisam ser monitoradas e controladas pelos gestores das empresas envolvidas antes e após o processo ser tornado público. Assim sendo, o mercado avalia com cautela as F&As e frequentemente não interpreta, desconta e nem incorpora aos preços das ações todas as informações relevantes (CAMARGOS; BARBOSA; ROMERO, 2008).

2.2 O MERCADO BRASILEIRO DO SETOR BANCÁRIO

Após a implantação do Plano Real em julho de 1994, o sistema bancário brasileiro passou por um complexo processo de modernização e adaptação ao cenário econômico com inflação controlada. Essas mudanças tiveram como consequência direta o acirramento da competição entre os bancos, haja vista o término das receitas advindas das altas taxas de inflação e a necessidade de conquistar clientes. Isso alterou até mesmo os procedimentos operacionais dessas instituições, passando a cobrar tarifas pelos serviços prestados (RÉGIS, 2001).

Conforme aponta Régis (2001), foi após a estabilização da economia brasileira que teve início o crescimento e o fortalecimento das instituições privadas. As mudanças nas instituições envolveram reorganizações societárias, redução da presença de bancos estatais e o crescimento da participação do capital estrangeiro no mercado. Hermann (2010) aponta que as mudanças na regulamentação no sistema bancário brasileiro e na política governamental, desde a estabilização econômica propiciada pelo Plano Real, favoreceram a competitividade no setor. Uma das consequências disso foi a expansão das carteiras creditícias dos bancos. É interessante observar que Alencar (2002) já apontava que o acirramento da competitividade no mercado de empréstimos e financiamentos deve fomentar e estimular a economia real a mudanças nas taxas de juros

Uma das consequências da crescente concorrência no setor bancário brasileiro foi o processo de consolidação, envolvendo muitas fusões e aquisições, e que como apontam Freitas e Paula (2010), teve forte impacto sobre a disponibilidade de crédito no país. Dentre os processos de fusões de bancos, é de particular destaque o caso envolvendo as instituições Itaú e Unibanco, seja pelo porte das instituições e pela complexidade da operação. A nova empresa criada a partir da fusão, denominada Itaú-Unibanco, nasceu tomando do Banco Bradesco o posto de maior banco privado brasileiro. A seguir será apresentado um breve relato do processo de fusão dos bancos Itaú e Unibanco.

2.3 BREVE HISTÓRICO DA FUSÃO DOS BANCOS ITAÚ E UNIBANCO

No dia 3 de novembro de 2008, os gestores dos bancos Itaú e Unibanco assinaram contrato de associação para a unificação das operações financeiras. Foi o início formal da construção de um dos maiores conglomerados do Hemisfério Sul, com valor de mercado entre as vinte maiores instituições financeiras do mundo. O Itaú-Unibanco foi criado visando participar do novo cenário competitivo global, sendo uma organização com presença internacional. As suas operações de banco comercial atende a todos os países do Mercosul. Destaca-se que o banco surgiu em meio a um cenário com possibilidades de crescimento e expansão. Quanto ao processo de integração das operações do Itaú e do Unibanco, a proposta é manter todas as parcerias existentes, preservando as mesmas condições anteriores à fusão, como anunciado pela empresa (ITAÚ, 2010).

Dentre os benefícios da integração assinalados em Itaú (2010), destacam-se a capacidade de expandir a oferta de crédito, ampliar a gama de produtos e serviços, valorizar o trabalho de seus colaboradores e assegurar a solidez do nosso sistema financeiro. Os documentos disponíveis no sítio da empresa destacam ainda que o esforço prioritário da empresa será consolidar a

integração de seus diversos negócios, presentes em todos os segmentos da atividade financeira, reforçando a presença do novo banco no mercado e mantendo a visão positiva da expansão dos negócios. Nota-se que a previsão é de que a integração de todas as operações e negócios dos bancos Itaú e Unibanco deverá ser concluída até o final de 2010.

3 MÉTODO DE PESQUISA

A pesquisa apresentada neste artigo é de natureza exploratória e descritiva, sendo o método de coleta de dados documental, onde somente foram consultados documentos e dados de acesso público. Os resultados gerados são de abordagem quantitativa, sendo que o estudo é uma aplicação. Os dados analisados foram os preços das ações preferenciais do Itaú-Unibanco, sendo que o comportamento desta ação foi comparado aos das ações preferenciais do Banco Bradesco e a pontuação do principal índice de ações usado no mercado brasileiro, o IBOVESPA. O objetivo desse índice é medir a valorização, ou desvalorização, média da empresas listadas no pregão da bolsa.

O período estudado compreende os pregões da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) entre 01/10/2008 e 30/09/2010. A escolha da data de início dos dados foi dada pelo início da negociação das ações ITUB4. Os dados observados foram os preços de abertura e fechamento das ações ITUB4 e BBDC4 em um mesmo pregão, além dos valores máximos e mínimos. Para o IBOVESPA, os dados se referem a pontuação do índice. As variações dos preços e pontos analisados foram acumuladas mensalmente, utilizando o regime usualmente adotado para juros compostos. Os resultados mensais foram comparados por meio de análise de correlação, usando o coeficiente de Peterson. Também foram realizados testes estatísticos, teste T de *Student*, considerando 5% de significância.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE COMPARATIVA DE ITUB4 E IBOV

Na Tabela 1 são apresentados os dados acumulados a cada mês, no período de outubro de 2008 a setembro de 2010, para as variações de preço do papel ITUB4 e do número de pontos do Índice Bovespa — IBOV em um mesmo pregão. Foram calculadas as diferenças entre os valores de abertura e fechamento; e entre os valores mínimo e máximo. O cálculo do coeficiente de correlação para os dados apresentados na

Tabela 1 mostram que há forte correlação positiva entre as oscilações diárias de ITUB4 e IBOV, pois $r_{\text{abertura/fechamento}} = 0,59$ e $r_{\text{mínima/máxima}} = 1,00$. Estes resultados indicam que, apesar das diferenças nas variações acumuladas ao longo dos meses, o comportamento do preço de ITUB4 não descolou da média do mercado, representada pelo IBOV.

Tabela 1: ITUB4 e IBOV acumulado mensalmente da variação em um mesmo pregão

PERÍODO	ABERTURA/FECHAMENTO		MÍNIMA/MÁXIMA	
	ITUB4	IBOV	ITUB4	IBOV
out/08	-5,72%	-25,01%	1235,9%	736,3%
nov/08	2,37%	-1,77%	299,5%	203,6%
dez/08	-9,51%	2,51%	188,3%	121,6%
jan/09	-11,29%	4,62%	229,1%	133,4%
fev/09	2,47%	-2,74%	106,9%	85,1%
mar/09	11,34%	7,17%	165,3%	118,8%
abr/09	19,50%	14,65%	105,3%	66,1%
mai/09	-0,78%	12,50%	110,9%	81,1%
jun/09	-8,34%	-3,30%	92,9%	71,3%
jul/09	7,33%	6,48%	73,8%	60,8%
ago/09	4,35%	3,13%	74,6%	47,9%
set/09	8,12%	8,92%	65,0%	39,0%
out/09	-6,56%	-0,01%	98,1%	75,9%
nov/09	14,21%	8,90%	71,6%	50,0%
dez/09	-0,45%	2,20%	62,2%	37,1%
jan/10	-3,40%	-4,59%	70,7%	40,1%
fev/10	2,19%	1,73%	65,3%	48,9%
mar/10	3,20%	5,76%	60,2%	41,4%
abr/10	-0,64%	-3,97%	55,8%	34,5%
mai/10	0,32%	-4,86%	101,2%	89,5%
jun/10	-3,53%	-3,48%	78,7%	50,5%
jul/10	15,65%	11,18%	69,1%	40,3%
ago/10	1,07%	-3,56%	53,5%	37,6%
set/10	7,46%	6,59%	50,2%	33,9%

Fonte: dados obtidos da corretora Baifinvest

A partir dos dados apresentados na

Tabela 1, foram calculadas as medidas resumo: média, desvio padrão e coeficiente de variação; os resultados são apresentados na

Tabela 2. Observa-se que a variação média mensal no período considerado (acumulada mensalmente) foi ligeiramente maior para ITUB4 do que para o IBOV, para a variação abertura/fechamento e consideravelmente maior para ITUB4 para mínima/máxima.

Ainda sobre os dados apresentados na

Tabela 2, os valores do desvio padrão e do coeficiente de variação mostram que o preço da ação ITUB4 foi mais volátil do que a média do mercado, representada pelo IBOV, considerando a variação mínima/máxima. Sendo que o resultado é inverso para a variação abertura/fechamento. Isso demonstra que os papéis ITUB4 foram alvo de fortes movimentos especulativos ao longo dos pregões; o mesmo não ocorreu para os períodos de formação de preços — antes e depois da abertura do pregão.

Apesar das diferenças encontradas para os valores mensais das variações diárias abertura/fechamento e mínima/máxima, o resultado do teste t de Student mostrou que as diferenças não são significativas, considerando uma significância $\alpha = 0,05$.

Tabela 2: ITUB4 e IBOV - teste T sobre os dados acumulados mensalmente da variação em um mesmo pregão

	Abertura/Fechamento		Mínima/Máxima	
	ITUB4	IBOV	ITUB4	IBOV
MÉDIA	2,1%	1,8%	149,3%	97,7%
σ	7,8%	8,0%	234,3%	138,9%
CV	379,9%	444,4%	156,9%	142,2%
α	0,05		0,05	
GL	46,00		46,00	
p	0,911		0,368	
t	0,11		0,91	
t_{crítico}	2,01		2,01	
Decisão	IGUAIS		IGUAIS	

Fonte: elaborado pelos autores.

Na

Tabela 3 são apresentados os dados acumulados a cada mês, no período de outubro de 2008 a setembro de 2010, para as variações de preço do papel ITUB4 e do número de pontos do Índice Bovespa — IBOV em dois pregões sucessivos, ou seja, D e D+1. Foram calculadas as diferenças entre os valores de abertura (D) e abertura (D + 1); entre fechamento (D) e fechamento (D + 1); e entre volume (D) e volume (D + 1).

O cálculo do coeficiente de correlação para os dados apresentados na

Tabela 3 mostram que há forte correlação positiva entre as oscilações de ITUB4 e IBOV, sendo $r_{abertura} = 0,76$, $r_{fechamento} = 0,74$ e $r_{volume} = 0,43$. Estes resultados, assim como na análise das variações em um mesmo pregão (*intraday*) indicam que, apesar das diferenças nas variações acumuladas ao longo dos meses, o comportamento de ITUB4 não descolou da média do mercado, IBOV.

Tabela 3: ITUB4 e IBOV - cálculo acumulado mensalmente da variação em dois pregões sucessivos

PERÍODO	ABERTURA		FECHAMENTO		VOLUME	
	ITUB4	IBOV	ITUB4	IBOV	ITUB4	IBOV
out/08	-26,0%	-24,4%	-26,8%	-25,2%	5,1%	0,1%
nov/08	13,6%	-3,3%	14,4%	-1,8%	-45,7%	-35,3%
dez/08	0,0%	2,4%	-2,1%	2,6%	-1,9%	-16,9%
jan/09	-11,4%	6,9%	-10,1%	4,7%	-15,0%	16,1%
fev/09	-5,2%	-3,7%	-5,0%	-2,8%	33,4%	26,8%
mar/09	20,3%	6,5%	16,8%	7,2%	91,8%	3,7%
abr/09	15,4%	16,2%	18,5%	15,5%	19,2%	30,3%
mai/09	6,8%	12,3%	4,9%	12,5%	68,4%	60,1%
jun/09	-1,6%	-1,7%	-2,4%	-3,3%	-53,5%	-50,0%
jul/09	5,5%	4,5%	8,0%	6,4%	-24,9%	-8,9%
ago/09	5,4%	5,9%	5,4%	3,1%	16,4%	36,3%
set/09	11,9%	6,1%	11,8%	8,9%	129,7%	3,1%
out/09	-1,2%	4,0%	-6,1%	0,0%	-22,7%	19,9%
nov/09	7,1%	5,3%	13,4%	8,9%	-16,7%	5,6%
dez/09	2,0%	1,8%	2,0%	2,3%	-37,2%	-41,6%
jan/10	-2,9%	-3,9%	-6,2%	-4,6%	31,5%	45,8%
fev/10	-2,8%	0,8%	2,2%	1,7%	17,0%	0,6%
mar/10	7,9%	5,8%	7,0%	5,8%	-12,8%	0,1%
abr/10	-2,3%	-2,8%	-3,3%	-4,0%	18,3%	-18,1%
mai/10	-9,1%	-8,9%	-7,9%	-6,7%	-24,2%	-27,9%
jun/10	-3,1%	0,0%	-6,3%	-3,3%	53,4%	73,9%
jul/10	18,1%	8,0%	21,9%	10,8%	-9,0%	2,7%
ago/10	-4,7%	-4,0%	-3,8%	-3,5%	101,2%	-7,0%
set/10	7,7%	7,7%	7,1%	6,6%	-29,1%	31,0%

Fonte: dados obtidos da corretora Baifinvest

A partir dos dados apresentados na

Tabela 3, foram calculadas as medidas resumo média, desvio padrão e coeficiente de variação; os resultados são apresentados na Tabela 4. Observa-se que a variação média mensal no período considerado (acumulada mensalmente) foi ligeiramente maior para ITUB4 do que para o IBOV para as variações abertura e fechamento, mas consideravelmente maior para ITUB4 com relação ao volume de diário de negócios.

Tabela 4: ITUB4 e IBOV - Medidas resumo e teste T sobre os dados acumulados mensalmente da variação entre dois pregões sucessivos

	Abertura		Fechamento		Volume	
	ITUB4	IBOV	ITUB4	IBOV	ITUB4	IBOV
MÉDIA	2,1%	1,7%	2,2%	1,7%	12,2%	6,3%
σ	10,1%	7,8%	10,8%	8,1%	46,8%	30,2%
CV	471,6%	452,8%	486,6%	464,8%	383,6%	481,1%
α	0,05		0,05		0,05	
GL	46,00		46,00		46,00	
p	0,879		0,867		0,612	
t	0,15		0,17		0,51	
t_{crítico}	2,01		2,01		2,01	
Decisão	IGUAIS		IGUAIS		IGUAIS	

Fonte: elaborado pelos autores.

Ainda sobre os dados apresentados na Tabela 4, os valores do desvio padrão e do coeficiente de variação mostram que o preço da ação ITUB4 foi mais volátil do que a média do mercado, representada pelo IBOV, para as oscilações abertura e fechamento. O resultado é inverso para a variação de volume. Isso também demonstra que os papéis ITUB4 foram alvo de fortes movimentos especulativos ao longo dos pregões.

Apesar das diferenças encontradas para os valores mensais das variações em pregões sucessivos em abertura (D e D+1), fechamento (D e D+1) e volume (D e D+1), o resultado do teste t de Student mostrou que as diferenças não são significativas, considerando uma significância $\alpha = 0,05$.

4.2 ANÁLISE COMPARATIVA DE ITUB4 E BBDC4

Na

Tabela 5 são apresentados os dados acumulados a cada mês, no período de outubro de 2008 a setembro de 2010, para as variações de preço das ações ITUB4 e BBDC4 em um mesmo pregão. Foram calculadas as diferenças entre os valores de abertura e fechamento; e entre valores mínimo e máximo.

O cálculo do coeficiente de correlação para os dados apresentados na

Tabela 5 mostram correlação positiva entre as oscilações diárias de ITUB4 e BBDC4, pois $r_{abe/fech} = 0,84$ e $r_{mín/máx} = 1,00$. Estes resultados indicam que, apesar das diferenças nas variações mensais acumuladas, o comportamento de ITUB4 não descolou de BBDC4.

**Tabela 5: ITUB4 e BBDC4 - cálculo acumulado mensalmente da variação
em dois pregões sucessivos**

	Abertura/Fechamento		Mínima/Máxima	
	ITUB4	BBDC4	ITUB4	BBDC4
out/08	-5,72%	8,23%	1235,9%	928,8%
nov/08	2,37%	3,03%	299,5%	293,9%
dez/08	-9,51%	-14,01%	188,3%	181,8%
jan/09	-11,29%	-12,76%	229,1%	180,6%
fev/09	2,47%	3,65%	106,9%	98,9%
mar/09	11,34%	9,01%	165,3%	136,2%
abr/09	19,50%	17,42%	105,3%	85,3%
mai/09	-0,78%	4,45%	110,9%	95,1%
jun/09	-8,34%	-9,00%	92,9%	88,6%
jul/09	7,33%	1,98%	73,8%	65,7%
ago/09	4,35%	3,03%	74,6%	61,2%
set/09	8,12%	13,97%	65,0%	60,2%
out/09	-6,56%	-4,21%	98,1%	100,6%
nov/09	14,21%	3,70%	71,6%	54,6%
dez/09	-0,45%	-2,40%	62,2%	54,7%
jan/10	-3,40%	-4,55%	70,7%	65,8%
fev/10	2,19%	-1,86%	65,3%	62,6%
mar/10	3,20%	0,75%	60,2%	53,7%
abr/10	-0,64%	-0,96%	55,8%	48,3%
mai/10	0,32%	-0,98%	101,2%	88,8%
jun/10	-3,53%	-4,20%	78,7%	70,2%
jul/10	15,65%	18,29%	69,1%	72,3%
ago/10	1,07%	-3,16%	53,5%	50,5%
set/10	7,46%	8,23%	50,2%	58,9%

Fonte: dados obtidos da corretora Baifinvest

A partir dos dados apresentados na

Tabela 5 foram calculadas as medidas resumo média, desvio padrão e coeficiente de variação; os resultados são apresentados na Tabela 7. Observa-se que a variação média mensal no período considerado (acumulada mensalmente) foi: maior para ITUB4 do que para o BBDC4 para a variação abertura/fechamento e para mínima/máxima.

Ainda sobre os dados apresentados na Tabela 6, os valores do desvio padrão e do coeficiente de variação mostram que os preços das ações ITUB4 foram mais voláteis do que BBDC4, para a oscilação mínima/máxima. O resultado é inverso para a variação abertura/fechamento.

Apesar das diferenças encontradas para os valores mensais das variações diárias abertura/fechamento e mínima/máxima, o resultado do teste t de Student mostrou que as diferenças não são significativas, considerando uma significância $\alpha = 0,05$.

Tabela 6: ITUB4 e BBDC4 - medidas resumo e teste T sobre os dados acumulados mensalmente da variação em um mesmo pregão

	Abertura/Fechamento		Mínima/Máxima	
	ITUB4	BBDC4	ITUB4	BBDC4
MÉDIA	2,1%	1,6%	149,3%	127,4%
σ	7,8%	8,1%	234,3%	176,0%
CV	379,9%	516,8%	156,9%	138,1%
α	0,05		0,05	
GL	46,00		46,00	
p	0,836		0,721	
t	0,21		0,36	
$t_{crítico}$	2,01		2,01	
Decisão	IGUAIS		IGUAIS	

Fonte: elaborado pelos autores.

Na

Tabela 7 são apresentados os dados acumulados a cada mês, no período de outubro de 2008 a setembro de 2010, para as variações de preço das ações ITUB4 e BBDC4 em dois pregões sucessivos, ou seja, D e D+1. Foram calculadas as diferenças entre abertura (D) e abertura (D + 1); entre fechamento (D) e fechamento (D + 1); e entre volume (D) e volume (D + 1).

O cálculo do coeficiente de correlação para os dados apresentados na

Tabela 7 mostram que há forte correlação positiva entre as oscilações diárias de ITUB4 e BBDC4, pois $r_{abertura} = 0,84$, $r_{fechamento} = 0,82$ e $r_{volume} = 0,77$. Estes resultados indicam que, apesar das diferenças nas variações acumuladas ao longo dos meses, o comportamento de ITUB4 não descolou de BBDC4.

Tabela 7: ITUB4 e BBDC4 - cálculo acumulado mensalmente da variação em dois pregões sucessivos

	Abertura		Fechamento		Volume	
	ITUB4	BBDC4	ITUB4	BBDC4	ITUB4	BBDC4
out/08	-26,04%	-17,83%	-26,8%	-18,5%	5,12%	86,05%
nov/08	13,55%	-3,94%	14,4%	-1,8%	-45,69%	-53,40%
dez/08	0,00%	-5,51%	-2,1%	-8,3%	-1,86%	-21,87%
jan/09	-11,45%	-8,06%	-10,1%	-7,9%	-15,03%	34,84%
fev/09	-5,17%	-0,06%	-5,0%	-0,4%	33,36%	-18,33%
mar/09	20,29%	10,89%	16,8%	11,6%	91,80%	35,90%
abr/09	15,39%	19,20%	18,5%	17,2%	19,16%	20,53%
mai/09	6,84%	11,58%	4,9%	11,9%	68,35%	125,44%
jun/09	-1,59%	-4,14%	-2,4%	-4,3%	-53,46%	-60,61%
jul/09	5,53%	1,54%	8,0%	2,6%	-24,87%	-21,99%
ago/09	5,38%	4,13%	5,4%	4,1%	16,45%	8,87%
set/09	11,92%	13,11%	11,8%	14,8%	129,74%	155,13%
out/09	-1,21%	2,50%	-6,1%	-1,9%	-22,74%	-39,11%
nov/09	7,07%	0,38%	13,4%	5,7%	-16,71%	27,07%
dez/09	2,02%	2,68%	2,0%	1,3%	-37,24%	-34,32%
jan/10	-2,86%	-3,01%	-6,2%	-5,3%	31,45%	5,12%
fev/10	-2,75%	-3,14%	2,2%	-0,4%	16,98%	-11,82%
mar/10	7,93%	4,22%	7,0%	5,3%	-12,84%	16,42%
abr/10	-2,26%	-1,14%	-3,3%	-3,0%	18,32%	-13,35%
mai/10	-9,10%	-6,19%	-7,9%	-4,4%	-24,18%	-17,16%
jun/10	-3,13%	-3,36%	-6,3%	-6,9%	53,42%	48,00%
jul/10	18,11%	22,81%	21,9%	26,3%	-9,03%	7,07%
ago/10	-4,72%	-6,79%	-3,8%	-5,5%	101,19%	54,27%
set/10	7,67%	13,39%	7,1%	11,4%	-29,10%	-34,81%

Fonte: dados obtidos da corretora Baifinvest

A partir dos dados apresentados na

Tabela 7 foram calculadas as medidas resumo média, desvio padrão e coeficiente de variação; os resultados são apresentados na

Tabela 8. Observa-se que a variação média mensal no período considerado (acumulada mensalmente) foi: maior para ITUB4 do que para o BBDC4 para a variação abertura e fechamento, sendo igual para volume.

Tabela 8: ITUB4 e BBDC4 - medidas resumo e teste T sobre os dados acumulados mensalmente da variação entre dois pregões sucessivos

	Abertura		Fechamento		Volume	
	ITUB4	BBDC4	ITUB4	BBDC4	ITUB4	BBDC4
MÉDIA	2,1%	1,8%	2,2%	1,8%	12,2%	12,4%
σ	10,1%	9,2%	10,8%	9,7%	46,8%	52,1%
CV	471,6%	510,0%	486,6%	530,3%	383,6%	419,8%
α	0,05		0,05		0,05	
GL	46,00		46,00		46,00	
p	0,905		0,898		0,988	
t	0,12		0,13		0,02	
$t_{crítico}$	2,01		2,01		2,01	
Decisão	IGUAIS		IGUAIS		IGUAIS	

Fonte: elaborado pelos autores.

Ainda sobre os dados apresentados na

Tabela 8, os valores do desvio padrão e do coeficiente de variação mostram que os preços das ações ITUB4 foram menos voláteis do que BBDC4, para a oscilação abertura, fechamento e, também, para o volume. Apesar das diferenças encontradas para os valores mensais das variações diárias abertura, fechamento e volume, o resultado do teste t de Student mostrou que as diferenças não são significativas, considerando uma significância $\alpha = 0,05$.

4.3 GANHO MÁXIMO NO PERÍODO COM ITUB4 E BBDC4

O maior ganho possível com uma compra e uma venda de ações é mostrado na Tabela 9. A variação foi calculada para o período de manutenção das ações ($\Delta\%$) e depois anualizada.

Tabela 9: Ganho máximo possível no período entre 01/10/2008 e 30/09/2010

	COMPRA		VENDA		PERÍODO		VARIAÇÃO	
	PREÇO (R\$)	DATA	PREÇO (R\$)	DATA	Dias	Anos	$\Delta\%$	$\Delta\% \text{ (a.a.)}$
ITUB4	R\$ 14,54	24/10/2008	R\$ 40,45	30/09/2010	706	~ 2,0	178%	68,5%
BBDC4	R\$ 15,02	21/11/2008	R\$ 33,93	30/09/2010	678	~1,9	126%	54,3%

Fonte: elaborado pelos autores.

A Tabela 10 apresenta-se uma simulação do ganho líquido para a compra e a venda de um, dois, três, quatro ou cinco lotes padrão, com cem ações, do papel ITUB4. O custo total da operação de compra e venda foi fixado em R\$20,00 e não foi cobrada a custódia das ações. Os valores foram considerados conforme condições oferecidas por corretoras nos seus sistemas de *Home Broker*.

Tabela 10: Simulação do ganho máximo com as ações ITUB4

LOTES	COMPRA	VENDA	$\Delta\%$
1	R\$ 1.474,00	R\$ 4.025,00	173%
2	R\$ 2.928,00	R\$ 8.070,00	176%
3	R\$ 4.382,00	R\$ 12.115,00	176%
4	R\$ 5.836,00	R\$ 16.160,00	177%
5	R\$ 7.290,00	R\$ 20.205,00	177%

Fonte: elaborado pelos autores.

A Tabela 11 apresenta-se uma simulação do ganho líquido para a compra e a venda de um, dois, três, quatro ou cinco lotes padrão - cem ações - do papel BBDC4.

Tabela 11: Simulação do ganho máximo com as ações BBDC4

LOTES	COMPRA	VENDA	$\Delta\%$
1	R\$ 1.522,00	R\$ 3.373,00	122%
2	R\$ 3.024,00	R\$ 6.766,00	124%
3	R\$ 4.526,00	R\$ 10.159,00	124%

4	R\$ 6.028,00	R\$ 13.552,00	125%
5	R\$ 7.530,00	R\$ 16.945,00	125%

Fonte: elaborado pelos autores.

Assim como para a ação ITUB4, o custo total da operação de compra e venda foi fixado em R\$20,00 e não foi cobrada a custódia das ações. Os valores foram considerados conforme condições oferecidas por corretoras nos seus sistemas de *Home Broker*.

5 CONCLUSÕES

Os resultados obtidos na análise apresentada neste artigo mostram que no período estudado — entre 01/10/2008 e 30/09/2010 — as ações preferenciais do banco Itaú-Unibanco (ITUB4), formado pela fusão dos bancos Itaú e Unibanco, não gerou resultados superiores à média do mercado, representada pelas variações do índice IBOVESPA, de forma consistente. O mesmo resultado foi verificado na comparação com o desempenho das ações preferenciais do Banco Bradesco (BBDC4).

Observa-se que os possíveis ganhos com as negociações do papel ITUB4, superiores à média do mercado e das ações BBDC4, foram oriundos de estratégias especulativas de compra e venda em curto prazo, com manutenção inferior a dois anos. Entretanto, é digno de nota que no período analisado a integração dos bancos Itaú e Unibanco não havia sido finalizada. Cabe aqui ressaltar que somente a publicação dos resultados posteriores ao término do processo de integração mostrará quantitativamente os reflexos dos ganhos de escala e das sinergias advindas da fusão das organizações estudadas.

O preço das ações de uma empresa cotadas em bolsas de valores reflete as expectativas de ganhos futuros — geração de caixa — da empresa. Após a análise apresentada neste artigo, é possível dizer que, até a data de 30/09/2010, os investidores não acreditaram na possibilidade da fusão dos bancos Itaú e Unibanco gerar resultados superiores à média do mercado e nem mesmo do seu concorrente mais próximo - Bradesco.

É ainda importante destacar que é possível que os investidores tenham apenas observado o processo de integração das operações dos bancos para, posteriormente, e dependendo das notícias relativas ao processo de fusão, adicionar aos preços das ações ITUB4 valorização superior à média do mercado, ou mesmo dos concorrentes mais próximos.

REFERÊNCIAS

- ALENCAR, Leonardo Soriano de. CONCORRÊNCIA BANCÁRIA, CUSTOS DE AGÊNCIA E O CANAL DO CRÉDITO DA POLÍTICA MONETÁRIA. 2002. 152 f. Tese (Doutorado) - Departamento de Economia, Universidade De São Paulo, São Paulo, 2002.
- BRIGHAM, Eugene F; GAPENSKI, Louis C; EHRHARDT, **Revista Administração**, São Paulo, v.40, p.35-36, Out.2005

- CALDAS, Miguel P.; VASCONCELOS, Flávio C.; WOOD, Thomaz Wood. Fusões e aquisições no brasil. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo, ano 4, v. 2, n. 44, p.41-45, 2003. Disponível em: <<http://www16.fgv.br/rae/artigos/2170.pdf>>. Acesso em: 24 nov. 2010.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi. Retorno Anormal e Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro em Anúncios de Fusões e Aquisições. **Anais...** Encontro Nacional de Engenharia de Produção, XXVIII. Rio de Janeiro, 2008.
- COPELAND, Tom E.; WESTON, John F. **Financial theory and corporate policy**. Ed. Massachusetts: Addison-Wesley, 1988.
- DODD, P., RUBACK, R. Tender offers and stockholder returns: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 5, p. 351-374, 1977
- FOLHA ONLINE. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u463386.shtml>>. Acesso em: 16/11/2010.
- FREITAS, Ana Paula Gonçalves de; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Concentração Regional do Crédito e Consolidação Bancária no Brasil: uma análise pós-real. **Economia**, Brasília, v. 11, n. 1, p.97-123, 01 jan. 2010.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**, 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.
- HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 239, p.257-290, 01 ago. 2010.
- INFO ONLINE. Disponível em: <<http://info.abril.com.br/noticias/mercado/cade-aprova-fusao-entre-itau-e-unibanco-18082010-37.shl>>. Acesso em: 16/11/2010.
- INFOMONEY. Pesquisa no sítio da Infomoney. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1981661&path=/investimentos/>>. Acesso em: 16/11/2010.
- NFOMONEY B. **Pesquisa no sítio da Infomoney**. Disponível em <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=527579>>. Acesso em: 25/11/2010.
- ITAU. Pesquisa no sítio do Banco Itau-Unibanco. Disponível em: <<http://www.itau.com.br>>. Acesso em: 16/11/2010.
- LANG, L., STULZ, R., WALKLING, R. Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. **Journal of Financial Economics**, v. 24, p. 137-154, 1989.
- PINHEIRO, Amanda Freire Maia. Retornos anormais em fusões e aquisições: Novas Evidências do Mercado Brasileiro. 2010. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Rio de Janeiro.
- RAPPAPORT, Alfred. Gerando valor para o acionista. São Paulo: Atlas, 2001.
- RÉGIS, Fernando Antônio De Paiva. Eficiência de custo no setor bancário brasileiro. 2001. 123 f. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal De Pernambuco, Recife, 2001.
- SCHIPPER, Katharine; THOMPSON, Rex. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, USA, v11, n.1.p.85-119, Apr.1983.

TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L.. Fusões e Aquisições: Aprendendo com a Experiência Brasileira. **RAE — Revista de Administração de Empresas**, Rio De Janeiro, v. 45, n. 2, p.10-22, 01 abr. 2005. Trimestral. Disponível em: <<http://www16.fgv.br/rae/rae/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=3427&Secao=ARTIGOS&Volume=45&Numero=2&Ano=2005>>. Acesso em: 24 nov. 2010.

ZINGG, A., LANG, S., WYTTEBACH, D. Insider trading in the Swiss stock market. **Swiss Journal of Economics and Statistics**, v. 143, p. 331-362, 2007.