Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Faculdade de Ciências Econômicas
Programa de Pós Graduação em Ciências Econômicas

Ana Maria de Paula Morais

Defesa da concorrência no sistema financeiro brasileiro

Rio de Janeiro
2018

Ana Maria de Paula Morais

Defesa da concorrência no sistema financeiro brasileiro

Dissertação apresentada, como requisito para aprovação na disciplina de Dissertação II, ao programa de Pós-graduação em Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Políticas Públicas.

Orientadora: Prof.ª Lúcia Helena Salgado e Silva (orientadora)

Rio de Janeiro

2018

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

M827 Morais, Ana Maria de Paula.
Defesa da concorrência no sistema financeiro brasileiro / Ana Maria de Paula Morais. – 2018.
93 f.

Orientador: Profª. Drª. Lúcia Helena Salgado e Silva.
Dissertação (mestrado) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Ciências Econômicas.
Bibliografia: f. 74-80.

1. Economia – Brasil – Teses. 2. Economia – Concorrência – Teses. 3. Direito antitruste – Teses. I. Silva, Lúcia Helena Salgado e. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Ciências Econômicas. III. Título.

CDU 33:34(81)

Bibliotecária: Luciana Zöhrer CRB7/5643

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação.

_____ _____

Assinatura Data

Ana Maria de Paula Morais

Defesa da concorrência no sistema financeiro brasileiro

Dissertação apresentada, como requisito para aprovação na disciplina de Dissertação II, ao programa de Pós-graduação em Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Políticas Públicas.

Aprovada em 19 de fevereiro de 2018.

Banca Examinadora:

_____

Prof.ª Dra. Lúcia Helena Salgado e Silva (orientadora)
Faculdade de Ciências Econômicas – UERJ

_____

Prof.º Dr. Pedro James Frias Hemsley
Faculdade de Ciências Econômicas – UERJ

_____

Prof.º Dr. Sergio Aquino de Souza
Faculdade de Economia - UFC

Rio de Janeiro
2018

AGRADECIMENTOS

Inicio meus agradecimentos por DEUS, já que Ele me presenteou com pessoas maravilhosas, sem as quais eu certamente não teria chegado à minha conquista.

A minha mãe, Kárim, eu não tenho nem palavras que expressem meu amor e gratidão. Sempre presente e disposta a me ajudar, é acima de tudo meu maior exemplo e inspiração. Obrigada, te amo infinito!

Ao meu pai, Sérgio Augusto, que mesmo de longe nunca deixou de me apoiar e me estimular a ir atrás dos meus sonhos. Você faz parte de todas as minhas escolhas.

Ao meu irmão, Pedro, por ser exatamente o amigo que precisei ter. Você me orgulha e me inspira a não desistir.

Às minhas avós, Céres e Maria José, que sempre me acolhem com carinho e amor. Se pudesse eu passaria todos os meus dias ao lado de suas companhias.

Ao meu namorado, Bernardo, que nunca me negou qualquer tipo de ajuda. Sua presença foi fundamental nessa etapa de minha vida.

Aos meus amigos do PPGCE/UERJ, que se tornaram uma família que já sinto saudades. Cada um com seu jeito único ganhou todo meu carinho. Tive a sorte de participar de uma turma incrível, de pessoas incríveis. Não imagino como eu teria passado pelo mestrado se não fosse com a presença de vocês. Obrigada de verdade!

A minha orientadora, Lucia Helena, por ter me passado sempre com prontidão um pouco do seu imenso conhecimento e, por ter feito com que eu me apaixonasse ainda mais pela economia industrial.

Aos professores do PPGCE, por sempre terem sido exemplos de profissionais e pesquisadores.

A república da Dona Kika, que me acolheu com carinho. Meus dias foram mais leves especialmente com a presença das meninas do terceiro andar. Guardo vocês no meu coração, com saudades.

A toda minha família e amigos, que eu sei que torcem pelo meu sucesso, especialmente a família do meu namorado, que sempre me recebeu com carinho.

Agradeço também à CAPES pelo apoio financeiro, e ao Programa de Pós Graduação de Ciências Econômicas da UERJ por me proporcionarem todo o conhecimento adquirido nesses dois anos de curso.

E finalmente, gostaria de fazer um agradecimento especial às mulheres professoras de minha família. Sei que ser professora nem sempre é uma tarefa fácil, mas vocês nunca deixaram de exercer a profissão com competência e dignidade. Vocês são minhas inspirações. Obrigada por me darem o exemplo que pretendo seguir.

RESUMO

MORAIS, Ana Maria de Paula. **Defesa da Concorrência no sistema financeiro brasileiro.** 2018. 93 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

A política de defesa da concorrência aplica leis que asseguram o bem-estar econômico da sociedade. As análises de atos de concentração devem considerar por um lado a elevação da participação de mercado de firmas que se fundiram e, por outro, economias de custos e aumento de eficiência provenientes de um ato de concentração. A estabilidade do setor bancário é fundamental para o bom funcionamento da economia, portanto é de suma importância a realização de estudos a respeito de operações de fusão dentro do setor financeiro, que podem ser tomadas para evitar declarações de falência e preservar a estabilidade do sistema financeiro, mas podem, por outro lado, prejudicar o bem-estar do consumidor e de instituições concorrentes. Em tal setor, a intervenção do poder público tem dois aspectos: a regulação do mercado e a regulação prudencial, o que dá espaço ao debate existente no Brasil em relação a qual órgão possui a competência para ponderar atos de concentração entre instituições financeiras: de um lado o CADE, como órgão antitruste e, de outro, o Banco Central, que dispõe do funcionamento do SFN. Na intenção de propor uma possível saída para esse conflito, o presente trabalho propõe a aplicação de um estudo de eventos ao caso da fusão entre os bancos Bradesco e HSBC, tida em 2016. Esta metodologia desenvolvida por Eckbo (1983) busca detectar o efeito líquido causado por uma fusão. Suas ideias de baseiam na teoria do Oligopólio, que sugere que duas firmas se tornam mais eficientes como consequência de uma fusão e, na hipótese de mercado de capital eficiente, que considera que o valor das ações reflete o valor presente do fluxo de caixa das empresas. Com isso, Eckbo argumenta que fusões anticompetitivas podem ser boas não apenas para as firmas participantes de uma fusão, como também para suas rivais. Portanto, a partir dos dados dos valores das ações das firmas rivais à fusão considerada, busca-se definir se a fusão entre Bradesco e HSBC poderia ser considerada como anticompetitiva. Se for este o caso, a participação do órgão antitruste na avaliação da fusão pode ser considerada como necessária.

Palavras-chave: Defesa da concorrência. Sistema financeiro. Estudo de eventos.

ABSTRACT

MORAIS, Ana Maria de Paula. *Defense of Competition in the Brazilian financial system.*2018. 93 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

The competition policy applies laws that ensure the economic well-being of society. The merger's analysis should consider, on the one hand, the increase in the market share of merged firms and, on the other, cost saving and efficiency gains from a merger or acquisition. The stability of the banking sector is fundamental to the proper functioning of the economy. Therefore, is of great importance the carrying out of studies on merger operations within the financial sector, which on the one hand, can be taken to avoid bankruptcy declarations and to preserve the stability of the financial system, but on the other hand, it may harm the well-being of the consumer and the rival firms. In the banking sector, the government intervention has two aspects: market regulation and prudential regulation. Therefore, there is a debate in Brazil about which body has the competence to consider acts of concentration among financial institutions: on the one hand, CADE, as an antitrust body and, on the other, the Central Bank, which keeps the Nacional Financial System functioning. With the intention of seeking a possible solution to this conflict, this study proposes the application of an event study to the case of merger between Bradesco and HSBC, held in 2016. This methodology developed by Eckbo (1983) seeks to detect the net effect caused by a merger. His ideas are based on the Oligopoly theory, that suggests that two firms become more efficient as a consequence of a merger and; in the hypothesis of an efficient capital market, that considers that the value of the shares reflects the present value of the cash flow of the companies. Eckbo argues that anti-competitive mergers can be good not only for merging firms, but also for rivals. Therefore, based on the stock values of the rivals of the merger it is sought to define if the merger between Bradesco and HSBC could be considered as an anticompetitive merger. If this is the case, the participation of the antitrust body in the assessment of the merger could be considered necessary.

Keywords: Defense of competition. Financial system. Event Study.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabela 1 - Participação Bancária – Ativos Totais (março 2016) 47
Quadro 1 - Ranking por banco para produtos selecionados 48
Tabela 2 - Evento 1, Janela (10:10) – Banco do Brasil 56
Tabela 3 - Evento 1, Janela (10:10) – Itaú 57
Tabela 4 - Evento 1, Janela (10:10) – Bradesco 58
Tabela 5 - Evento 2, Janela (10:10) – Banco do Brasil 59
Tabela 6 - Evento 2, Janela (10:10) – Itaú 60
Tabela 7 - Evento 2, Janela (10:10) – Bradesco 61
Tabela 8 - Evento 3, Janela (10:10) – Banco do Brasil 62
Tabela 9 - Evento 3, Janela (10:10) – Itaú 63
Tabela 10 - Evento 3, Janela (10:10) – Bradesco 64
Tabela 11 - Evento 4, Janela (10:10) – Banco do Brasil 65
Tabela 12- Evento 4, Janela (10:10) – Itaú 66
Tabela 13 - Evento 4, Janela (10:10) – Bradesco 67
Tabela 14 - Evento 1, Janela (5:5) – Banco do Brasil 83
Tabela 15 - Evento 1, Janela (3:3) – Banco do Brasil 83
Tabela 16 - Evento 1, Janela (5:5) – Itaú 83
Tabela 17 - Evento 1, Janela (3:3) – Itaú 84
Tabela 18 - Evento 1, Janela (5:5) – Bradesco 84
Tabela 19 - Evento 1, Janela (3:3) – Bradesco 84
Tabela 20 - Evento 2, Janela (5:5) – Banco do Brasil 85
Tabela 21 - Evento 2, Janela (3:3) – Banco do Brasil 85
Tabela 22 - Evento 2, Janela (5:5) – Itaú 85
Tabela 23 - Evento 2, Janela (3:3) – Itaú 86
Tabela 24 - Evento 2, Janela (5:5) – Bradesco 86
Tabela 25 - Evento 2, Janela (3:3) – Bradesco 86
Tabela 26 - Evento 3, Janela (5:5) – Banco do Brasil 87
Tabela 27 - Evento 3, Janela (3:3) – Banco do Brasil 87
Tabela 28 - Evento 3, Janela (5:5) – Itaú 87
Tabela 29 - Evento 3, Janela (3:3) – Itaú 88
Tabela 30 - Evento 3, Janela (5:5) – Bradesco 88

Tabela 31 - Evento 3, Janela (3:3) – Bradesco 88
Tabela 32 - Evento 4, Janela (5:5) – Banco do Brasil 89
Tabela 33 - Evento 4, Janela (3:3) – Banco do Brasil 89
Tabela 34 - Evento 4, Janela (5:5) – Itaú 89
Tabela 35 - Evento 4, Janela (3:3) – Itaú 90
Tabela 36 - Evento 4, Janela (5:5) – Bradesco 90
Tabela 37 - Evento 4, Janela (3:3) – Bradesco 90
Tabela 38 - Estatística de Regressão (evento 1) 91
Tabela 39 - Estatística de Regressão (evento 2) 91
Tabela 40 - Estatística de Regressão (evento 3) 91
Tabela 41- Estatística de Regressão (evento 4) 91
Tabela 42 - Estatística de Regressão (evento 1) 92
Tabela 43- Estatística de Regressão (evento 2) 92
Tabela 44 - Estatística de Regressão (evento 3) 92
Tabela 45 - Estatística de Regressão (evento 4) 92
Tabela 46 - Estatística de Regressão (evento 1) 93
Tabela 47 - Estatística de Regressão (evento 2) 93
Tabela 48 - Estatística de Regressão (evento 3) 93
Tabela 49 - Estatística de Regressão (evento 4) 93

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAR	Retorno Anormal Acumulado
ADR	American Depositary Receipts
AR	Retorno Anormal
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DEA	Análise Envoltória de Dados
ECD	Estrutura-conduta-desempenho
EMH	Hipótese de Eficiência do Mercado de Ações
GT	Grupo de Trabalho
KFTC	Korean Fair Trade Commision
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MFCP	Ministério das Finanças e Crédito Público
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Proer	Programa de Incentivo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
R	Retornos normais
RAAG	Retorno Anormal Acumulado Generalizado
RAAP	Retorno Anormal Acumulado Padronizado
RAP	Retorno Anormal Padronizado
REH	Hipótese de Expectativas Racionais
SFN	Sistema Financeiro Nacional
TCD	Termo de Compromisso de Desempenho
TMH	Teste do Monopolista Hipotético

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **9**
1 OBJETIVOS **12**
1.1 Objetivo Geral 12
1.2 Objetivos específicos 12
2 REVISÃO DA LITERATURA **14**
2.1 Princípios do Neo-Institucionalismo **14**
2.2 Princípios de defesa da concorrência **18**
2.2.1 O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência 26
2.3 Operações de fusão no setor financeiro **27**
2.3.1 A defesa da Concorrência no Setor Financeiro no Brasil 28
2.3.2 Efeitos de fusões bancárias na economia de um país 34
2.4 Experiência Internacional **36**
3 METODOLOGIA **38**
3.1 Estudo de Eventos **38**
3.2 Teoria do Oligopólio **39**
3.3 Teoria do Mercado de Capital Eficiente **41**
3.4 Metodologia **43**
3.5 Caso HSBC-Bradesco **46**
3.5.1 *Bootstrap* 51
3.5.2 Teste de Ranque Generalizado 52
4 BASE DE DADOS **54**
5 RESULTADOS **55**
6 CONCLUSÃO **69**
REFERÊNCIAS 74
APÊNDICE A – Demonstração da algébrica de equações da teoria do oligopólio. 81
APÊNDICE B – Resultados para janelas de eventos de tamanhos [5:5] e [3:3]. 83
APÊNDICE C – Estatísticas de regressão. 91

INTRODUÇÃO

A economia moderna depende da presença de bancos sólidos[1] que sejam capazes de garantir um bom funcionamento do sistema financeiro. O crescimento de um país depende da estabilidade do sistema econômico e, portanto, é de suma importância a preocupação com um sistema de regulação do mercado financeiro eficaz e bem estruturado.

As diferentes formas de regulação do mundo atual começaram a ser discutidas por autores como Veblen, na abordagem do antigo institucionalismo e North e Thomas, na abordagem do novo institucionalismo. Veblen descrevia a evolução das regras de uma sociedade em um contexto de seleção e adaptação, enquanto North mostrava como o desempenho de um país é decorrente das escolhas dos indivíduos e das modificações sofridas ao longo do tempo. North definiu as instituições como imposições formais ou informais capazes de influenciar as incertezas dos indivíduos quanto ao futuro e de determinar o desempenho econômico de um país.

A utilização de instituições como forma de propor a defesa da concorrência começou a ser discutida nos Estados Unidos, durante a segunda metade do século XXI. Nesta época surgiu o interesse em se regular os mercados como forma de impedir que tentativas de monopólio pudessem reduzir a competição de mercado.

A política de defesa da concorrência aplica leis que asseguram que a concorrência no mercado não seja restringida de maneira a reduzir o bem-estar da sociedade, considerando por um lado a elevação da participação no mercado e, por outro, o ganho em economias de custos, ou seja, aumento de eficiência. Portanto, cabe a uma avaliação antitruste a definição do mercado relevante, a análise das condições de exercício de poder de mercado e a observação das eficiências geradas.

No Brasil, a Lei de Defesa da Concorrência de 1994, adotou medidas para um melhor funcionamento do mercado e transformou o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência – CADE[2] em autarquia, ou seja, em desenho de governança que garante a autonomia técnica e decisória do órgão. Nos anos seguintes o órgão passou por uma evolução institucional e por aprimoramentos que são descritos com maiores detalhes mais adiante neste trabalho.

---

[1] A presença de solidez financeira é capaz de projetar o crescimento econômico de um país e garantir um melhor funcionamento do sistema financeiro, já que proporciona um ambiente com menores incertezas.

[2] Entidade criada pela Lei n° 4.137/62, e transformada em autarquia federal brasileira, vinculada ao Ministério da Justiça pela Lei n° 8.884/1994.

Quando se trata do setor financeiro, operações de fusões e aquisições, surgem como alternativas para se evitar declarações de falências e, com isso, preservar a estabilidade do Sistema Bancário Nacional. Mas por outro lado, tais operações podem trazer prejuízo ao reduzir a concorrência.

No Brasil, existe um debate que perdura há mais de vinte anos - desde que surgiram as agências reguladoras com o processo de privatização dos anos 90 - a respeito de quem possui a competência para ponderar atos de concentração[3] que envolvam instituições financeiras do Sistema Financeiro Nacional (SFN). A controvérsia se baseia na oposição de dois sujeitos: de um lado, o CADE, como autoridade responsável por garantir a defesa da concorrência e, de outro, o Banco Central[4], que dispõe sobre o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.

Em 2015, foi apresentado no Senado um Projeto de Lei que propõe o compartilhamento das funções entre as duas autarquias na análise de fusões e aquisições no mercado bancário. De acordo com esta proposta, atos de concentração envolvendo instituições financeiras devem, primeiramente, ser submetidos ao Banco Central e, caso este entenda que a operação traz prejuízos ao sistema financeiro, indeferirá a operação e notificará o CADE, que deverá realizar o controle de concentração. Por outro lado, caso a operação seja aprovada pelo BACEN, deverá ser submetida à análise concorrencial do CADE, que poderá aprová-la ou não (SCHNEIDER, 2016).

O Projeto de Lei buscava alterar os dispositivos da lei bancária e da lei antitruste para definir o CADE como órgão responsável pela análise de atos de concentração envolvendo instituições financeiras, porém, mantendo a competência do Banco Central nos casos em que a competição pudesse afetar a estabilidade do sistema financeiro, ou quando os casos acarretarem em risco sistêmico. Sendo assim, a competência para este tipo de análise se mantinha compartilhada entre as duas autarquias, em que o Banco Central deveria se concentrar em manter o equilíbrio do mercado financeiro, enquanto o CADE deveria zelar pela concorrência no sistema financeiro.

No setor bancário, a intervenção do poder público tem dois aspectos: a regulação do mercado no sentido restrito e a regulamentação prudencial[5]. O primeiro tipo de intervenção visa impedir o abuso de poder por parte dos bancos, em um mercado obviamente concentrado.

[3] De acordo com o artigo 90 da Lei 12.529/2011, atos de concentração são fusões de duas ou mais empresas anteriormente independentes; aquisições de controle ou de parte de uma ou mais empresas por outras; incorporações de uma ou mais empresas por outras; ou a celebração de contrato associativo, consórcio ou *joint venture* entre duas ou mais empresas.

[4] Autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. É responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, zelar pela adequada liquidez da economia, manter as reservas internacionais em nível adequado, estimular a formação de poupança, zelar pela estabilidade e promover o aperfeiçoamento do sistema financeiro.

[5] O Banco Central estabelece as instituições financeiras autorizadas a funcionar.

O segundo tipo tem por objetivo garantir práticas bancárias seguras que preservem a estabilidade de todo o sistema financeiro. Essas duas facetas da intervenção do poder público no mercado bancário se complementam: o estímulo à competição produz resultados positivos em termos de eficiência econômica, que se reflete em bancos mais capazes de enfrentar os desafios de mercado (SANTACRUZ, 2002).

Portanto, deve-se proceder a discussão sobre se é desejável que as funções de regulação sejam exercidas por uma única instituição ou por uma combinação de instituições especializadas em aspectos diferentes. Uma boa alternativa para se buscar possíveis soluções a esse debate, se trata de observar a experiência de outros países e, a partir daí, tirar lições.

O presente trabalho tem como objetivo analisar se um ato de concentração no setor financeiro seria anticompetitivo, pró-competitivo ou sem efeito observado na competição e, então, propor uma forma eficiente de interação entre o órgão regulador prudencial e o órgão de defesa da concorrência no Brasil. Para isso, é utilizado o método de estudos de eventos, inicialmente desenvolvido por Eckbo (1983), que considera que o preço das ações de uma firma captura as informações disponíveis sobre os seus lucros futuros. Esta metodologia e trata de uma técnica já desenvolvida em outras análises de fusões horizontais, e será melhor apresentada mais adiante neste estudo.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: além dessa introdução, a próxima seção define os objetivos do estudo; a seção dois apresenta uma revisão da literatura de instituições- em particular do sistema de defesa da concorrência – e sobre o debate em torno da atuação do CADE e do BACEN na análise dos atos de concentração no sistema financeiro; a seção três descreve a metodologia; a seção quatro apresenta os dados a serem utilizados; a seção cinco apresenta os resultados encontrados a partir da aplicação do método; e; por fim, a sexta seção expõe as conclusões obtidas.

1 OBJETIVOS

O presente trabalho tem como objetivo avaliar se um ato de concentração no setor financeiro seria anticompetitivo, pró-competitivo ou neutro com relação à competição e, propor uma forma eficiente de interação entre o órgão regulador prudencial e o órgão de defesa da concorrência no Brasil.

1.1 Objetivo Geral

O objetivo central consiste em propor uma forma eficaz de regulação no sistema financeiro quando se trata de atos de concentração entre bancos.

1.2 Objetivos específicos

São ressaltados como objetivos específicos, os seguintes pontos:

(i) Elaborar levantamento da literatura sobre economia das instituições e economia da defesa da concorrência de interesse para o tema em estudo;

(ii) Elaborar levantamento da literatura conceitual e empírica sobre competências cabíveis aos reguladores prudenciais e aos órgãos de defesa da concorrência no que tange a fusões e aquisições no setor bancário;

(iii) Identificar trabalhos realizados com base no método de estudo de eventos que tenham avaliado efeitos anticompetitivos de fusões, em particular no setor bancário;

(iv) Construir banco de dados a partir da compilação dos preços de ações dos principais bancos brasileiros, disponíveis no site Yahoo Finanças e outros;

(v) Expor em detalhes o método referente a Estudo de Eventos e a forma como será aplicado aos dados;

(vi) Aplicar a metodologia aos dados coletados;

(vii) Apresentar os resultados do exercício empírico, identificando efeitos anticompetitivos de uma fusão que demandem a atuação da autoridade antitruste;

(viii) Concluir destacando proposta de adoção de metodologia empírica e desenho institucional eficaz para a interação entre as autoridades regulatória e concorrencial.

2 REVISÃO DA LITERATURA

De acordo com Laffont e Tirole (1993) a teria das instituições deve refletir o ambiente regulatório consistente com a estrutura das firmas. Portanto essa seção se inicia com um estudo acerca do instituicionalismo e com a definição de alguns conceitos que foram definidos ao longo da evolução da história das instituições, para depois se buscar entender como tais conceitos se aplicam na realidade atual da legislação bancária e antitruste.

O institucionalismo- formal e informal, define as instituições como imposições que moldam o comportamento e as tomadas de decisões dos agentes. Dentro de tais comportamentos, pode-se pensar na maneira como as firmas são administradas, levando em conta que as instituições de um país são capazes de influenciar suas decisões.

As ações tomadas pelas firmas causam impactos no funcionamento do mercado de um país. Sendo assim, após uma apresentação de conceitos sobre o institucionalismo, entra-se em uma discussão quanto aos princípios da defesa da concorrência, citando conceitos desenvolvidos por alguns autores como: Mason e Bain por um lado, e Stigler e Posner por outro lado. Dentro dessa discussão, é exposto também como a defesa da concorrência funciona no Brasil e, de forma mais específica, no setor financeiro. E, por fim, considera-se como esses conceitos são tidos pela experiência internacional.

2.1 Princípios do Neo-Institucionalismo

A teoria das instituições começa a ser desenvolvida a partir do denominado “antigo institucionalismo”, que refere-se a uma série de pensadores, a citar Thorstein Veblen, John R. Commons e Wesley C. Mitchell, que não se identificavam com as ideias do neoclassicismo, principalmente em relação às análises estáticas e reducionistas. Em seguida, começou a ser discutido teorias referentes ao que ficou conhecido como “novo institucionalismo”, proposto por alguns autores como Douglass North, Robert Thomas, James March, Johan Olsen, Peter Hall, Rosemary Taylor, Walter Powell e Paul DiMaggio, que iam além de apenas reconhecer as inconsistências da ortodoxia: embora apresentassem críticas à teoria tradicional, se mantiveram presos ao seu núcleo teórico enquanto propunham incorporar elementos mais consistentes na explicação de assuntos econômicos.

O institucionalismo de Veblen partia da noção de que as instituições seriam capazes de exercer influências sobre as ações dos indivíduos, mas também os indivíduos são agentes ativos que modificam as instituições. Trata-se então de uma ideia de evolução, ou seja, de modificação de hábitos em um contexto de seleção e adaptação. Veblen (1914) se concentrava no argumento de que a definição das instituições depende dos hábitos mentais dos agentes, das formas de pensar compartilhadas na sociedade.

> The accustomed ways of doing and thinking not only become an habitual matter of course, easy and obvious, but they come likewise to be sanctioned by social convention, and so become right and proper and give use to principles of conducts. By use and wont they are incorporated into the current scheme of common sense (Veblen, 1914, p. 7).

O novo institucionalismo, desenvolvido principalmente por Douglass North, define um modelo de análise histórica, em que o desempenho é decorrente das escolhas dos indivíduos e suas modificações ao longo do tempo. O estudo do papel do Estado tem sido baseado nessas ideias propostas por North, o que permite tratar o processo de desenvolvimento econômico através da análise das instituições.

North (1990), define as instituições como imposições formais ou informais capazes de moldar as escolhas individuais dos agentes e de reduzir incertezas inerentes ao futuro. A importância das instituições está na sua função, que se trata de reduzir a insegurança e a incerteza presente nos processos de decisões políticas, através do estabelecimento de uma estrutura mais estável. Portanto, tal como mostram North e Thomas, as instituições são determinantes do desempenho econômico das sociedades, pois onde há instituições eficientes, encontra-se a ordem social. Iniciam sua obra, *The Rises of the Western World*, afirmando que "a eficiência econômica da organização é a chave para o crescimento" (NORTH e THOMAS, 1973, p. 1). Sendo assim, a organização da vida política e a autonomia relativa das instituições, possui grande importância para se evitar ineficiências históricas (MARCH e OLSEN, 1983).

Hall e Taylor (1996), definem o conceito de instituições em termos mais específicos, por diferentes subcorrentes que compõe o novo institucionalismo. Os autores abordam três subcorrentes:*(i)* o institucionalismo histórico, que se trata de teóricos que definem as instituições como normas e convenções oficiais inerentes à estrutura organizacional da sociedade, definidas pelos hábitos desenvolvidos; *(ii)* o institucionalismo sociológico, que considerava que as organizações e seus procedimentos deveriam ser considerados como práticas culturais e; *(ii)* o institucionalismo da escolha racional, que demonstrava a importância dos direitos de propriedade, das rendas e dos custos de transação para o funcionamento das instituições.

O institucionalismo histórico trata da dependência da trajetória, onde as instituições de hoje irão influenciar as escolhas do futuro. Uma vez iniciado um caminho de desenvolvimento, as forças atuam de forma a reforçar tal caminho (NORTH, 1990).

North e Thomas (1973), demonstram ainda, uma atenção especial para a definição dos direitos de propriedade, que se mostram, a princípio, variar de acordo com os retornos relativos[6] dos insumos. Porém, a permanência dos direitos de propriedade por longos períodos, eram provados como ineficientes.

> Efficient organization entails the establishment of institutional individual arrangements and property rights that create an incentive to channel individual economic effort into activities that bring the private rate of return close to the social rate of return (NORTH e THOMAS, 1973, p.1).

De acordo com North (1981, *apud* FIANI, 2002), uma das razões para tal permanência de direitos de propriedade se deve ao fato da ação do Estado transformar o estabelecimento de regras em um instrumento de barganha política, sem qualquer relação com eficiência econômica.

North entende que as instituições se tratam de "regras do jogo", ou seja, de um sistema de incentivos no meio do sistema de trocas. Quanto mais bem definidos forem os direitos de propriedade, mais eficientes tendem a ser as instituições como meio de incentivos ao desenvolvimento econômico.

Laffont e Tirole (1993), propõe uma aproximação mais rigorosa e realista das ideias do neo-institucionalismo, propondo a disciplina de uma teoria mais ampla do agente-principal[7].Este modelo deve incluir uma descrição completa dos objetivos tanto da firma como do regulador, além de informações da estrutura, e de instrumentos e restrições. Em relação à estrutura de informação e ao conjunto de esquemas regulatórios possíveis, devem sempre que possível refletir a realidade observada além dos custos contrafactuais. E quanto aos instrumentos e restrições, devem se adequar aos direitos de propriedades e leis, e quando possível, os direitos de propriedades e leis devem, eles mesmos, serem determinados endogenamente pela análise.

Fiani (2002) e Lopes (2013) analisaram o arcabouço teórico desenvolvido por North para o novo institucionalismo e mostraram a avaliação referente a como as sociedades que contam com grau de especialização mais elevado e com uma ampla divisão do trabalho são mais necessitadas de formulações das instituições e, portanto, da atuação do Estado. Sendo assim, o Estado é tido como responsável pelo desempenho da economia. Mas, por outro lado,

---

[6] O retorno relativo mede qual foi o retorno da aplicação de um insumo, comparado com outro insumo.

[7] A teoria do agente-principal considera dois atores que se relacionam por meio de transações de mercado – o agente e o principal, sendo que o retorno obtido pelo principal depende da ação do agente.

nas economias modernas, além do Estado, deve-se considerar uma estrutura mais complexa, que inclui também o papel de outros agentes, tais como os legisladores. Além disso, a complexidade das interações entre os agentes pode levar a uma necessidade de se redefinir algumas das “regras do jogo”, ou seja, dos princípios das instituições.

Ainda na linha de pensamento de North, autores como Fernandes (2002), Rocha (2004) e Lima (2010), definem o novo institucionalismo como o estudo dos processos políticos tendo como variável explicativa as instituições. A organização da vida política e do ambiente social se dão através das instituições, que são capazes de reduzir as incertezas e possibilitam a construção de expectativas. Ou seja, as estruturas institucionais afetam objetivos, capacidades e alianças entre os grupos políticos.

A análise de Stiglitz (2010) guarda similitudes com a leitura neo-institucionalista, na medida em que define o capital social como referente a organizações sociais que facilitam a coordenação para o alcance de benefícios mútuos. Ou seja, o capital social trata de conexões entre indivíduos que contam com relações de confiança capazes de melhorar o uso dos recursos individuais – aumenta benefícios de investimento em capital físico e humano.

O capital social também deve ser considerado como produtivo, e pode facilitar ou prejudicar determinadas ações. Portanto, trata-se de uma forma de controle social e, assim, a sinergia entre Estado e sociedade é capaz de produzir capital social.

Existe uma forte correlação positiva entre a modernidade econômica e o desempenho institucional. Neste contexto, de acordo com Rocha (2004), a política pública constitui um momento de mudança institucional que é produto da convergência momentânea dos problemas. Ela se constitui de um aglomerado de instituições e é capaz de moldar comportamentos.

Com base nos conceitos apresentados até aqui, pode-se perceber que o ambiente regulatório é capaz de influenciar as decisões dos agentes, e a forma como as firmas são administradas. Portanto, após a compreensão de como se deu a evolução da teoria das instituições, pode-se buscar entender como os conceitos expostos anteriormente se aplicam ao caso da legislação bancária e antitruste.

2.2 Princípios de defesa da concorrência

Atentando para a história de como se deram as instituições que promovem a política de defesa da concorrência, Motta e Salgado (2015) mostram como durante as décadas de 1880 e 1990, os Estados Unidos testemunharam eventos que resultaram em transformações nas indústrias manufatureiras, com melhorias em transporte e comunicação, de modo a permitir a exploração de economias de escala e de escopo, além das inovações jurídicas com a liberalização das leis de incorporação. Esses eventos contribuíram para a onda de fusões que se observou na época. Com isso, surgiu na segunda metade do século XIX, o interesse em se regular os mercados de forma a proibir tentativas de monopolização e restrições de comércio que pudessem reduzir a competição.

Salgado (1997) mostra como a política antitruste é influenciada, em particular, pela evolução da experiência norte-americana em relação a métodos de defesa da concorrência. O arcabouço institucional formal e informal dos Estados Unidos é tido como uma das principais causas do sucesso econômico do país.

Já na Europa, a legislação de defesa da concorrência surgiu mais recentemente, sendo que mesmo com a adoção da Regulação de Fusões em 1989[8], as fusões ainda não eram o objeto explícito da política de concorrência europeia. Atualmente, os principais objetivos de tal política são: *(i)* eficiência econômica e integração de mercado e; *(ii)*manutenção de mercados competitivos, que serve como instrumento para encorajar a eficiência industrial, a alocação ótima de recursos e o progresso técnico. Para a proibição de uma fusão, é necessário que se encontre uma posição dominante (que irá ocorrer se uma firma detiver poder econômico para influenciar os parâmetros da concorrência).

No Brasil, foi criado em 1962 a primeira lei antitruste, a ser aplicada pelo CADE, que, durante essa primeira fase se mostrou ineficaz. Portanto, em 1994 foi criada uma nova Lei de Defesa da Concorrência – Lei nº8.884, de 11 de junho de 1994 -, que estabeleceu importantes medidas para garantir o bom funcionamento do mercado e transformou o CADE em uma autarquia. Em 2000, a lei foi fortalecida pela inclusão de instrumentos de busca e apreensão e

[8] A Direção-Geral da Concorrência da Comissão Europeia, que contava com poderes de decisão e investigação para a aplicação da legislação concorrencial, teve seus poderem ampliados para o campo do controle de fusões em 1989 (WIGGER e BUCH-HANSEN, 2012).

implementou o programa de leniência[9], fazendo o Brasil ingressar no grupo de países que perseguem grandes cartéis internacionais (MOTTA e SALGADO, 2015). Uma apresentação mais detalhada do surgimento e funcionamento do CADE é apresentado mais adiante.

Laffont e Tirole (1993) destacam como os atos de concentração demandam atenção especial já que a política de defesa da concorrência envolve informações mais complexas do que muitas outras atividades regulatórias. Se trata de um tipo de política que lida com um alto nível de assimetria informacional e, além disso, a tomada de medidas pode ser problemática devido à dificuldade de se atribuir preços específicos aos bens no futuro.

A política de concorrência se trata de um "conjunto de leis que asseguram que a concorrência no mercado não seja restringida de maneira a reduzir o bem-estar econômico" (MOTTA e SALGADO, 2015). Portanto, é necessário se executar uma análise de operações de fusões e aquisições, que considere por um lado a elevação da "participação de mercado" (habilidade de uma empresa elevar preços acima do seu custo marginal de produção), que gera pressões anticompetitivas e, por outro lado, os efeitos de economia de custos. Ou seja, atos de fusão são capazes de provocar dois efeitos unilaterais, que atuam através de incentivos com sinais inversos.

Fernandes (2015), explicam que a elevação da "participação de mercado" é capaz de provocar um incentivo à elevação de preços, pois, em suma, empresas com uma maior fatia de mercado tendem a se defrontar com demandas menos elásticas para seus produtos, o que, consequentemente, reduz o excedente do consumidor (tal como acontece nos oligopólios). Além disso, a fusão de duas firmas elimina a rivalidade entre elas e, portanto, gera um efeito negativo sobre a competição no mercado, além de favorecer a colusão na indústria.

Por outro lado, quando duas firmas praticam uma fusão, conseguem unir suas capacidades produtivas, tecnológicas e gerenciais de forma a reduzirem seus custos marginais com uma melhor realocação de seus insumos na produção e, então, promoverem ganhos de escala. Essa redução nos custos pode implicar em queda dos preços aos consumidores, o que irá elevar seus excedentes (FERNANDES, 2015).

Para que uma fusão seja considerada eficiente produtiva[10], deve-se observar um aumento da produção ou melhora da qualidade de seus produtos, ao mesmo tempo em que se reduzem os custos de produção e/ou transação. Porém, argumentos de eficiência devem ser

[9] O Programa de Leniência do CADE é um dos principais instrumentos de combate a cartéis no Brasil. Ele permite que empresas ou indivíduos que participaram de alguma prática anticoncorrencial coletiva celebrem o Acordo de Leniência com o CADE.

[10] Quando, se tendo determinada tecnologia e determinados fatores de produção disponíveis, as firmas fundidas conseguem obter a maior produção possível de um bem, sem precisar sacrificar a produção de outro bem.

aceitos apenas se as economias de custos obtidas com a fusão não puderem ser alcançadas por outra forma alternativa (MOTTA e SALGADO, 2015).

Se tais ganhos de eficiência forem grandes o suficiente, as empresas envolvidas na fusão podem utilizar a estratégia de redução de preços no intuito de atrair novos consumidores, proporcionando um ganho de bem-estar tanto do consumidor quanto do produtor (aumenta excedente total). Mas, neste caso, é provável que as empresas externas à fusão incorram em prejuízos com a operação (MOTTA e SALGADO, 2015).

Tal divergência entre os efeitos de uma fusão torna necessária a avaliação feita por um regulador em busca de mensurar o efeito líquido da fusão sobre o bem-estar total da sociedade, sendo o *bem-estar* um conceito para medir a qualidade de desempenho de uma indústria. Motta e Salgado (2015) mostram como um aumento de preços tende a reduzir o excedente do consumidor e aumentar o excedente do produtor, sendo que, à medida que os preços sobem além do custo marginal de produção, o aumento dos lucros pelas empresas não compensa a redução do excedente do consumidor, causando uma redução no bem-estar social total. Mas, por outro lado, o conceito de bem-estar deveria ser interpretado não apenas de forma estática. Deve-se considerar que o bem-estar futuro importa assim como o bem-estar corrente: o menor preço pode até maximizar o bem-estar em termos estáticos, porém deve-se esperar menores investimentos por partes das empresas, o que implica em um bem-estar futuro reduzido.

Motta e Salgado (2015) mostram ainda que a prática de defesa de pequenas empresas, para que elas sobrevivam à concorrência quando não estão operando à escala eficiente de produção, não é compatível com os objetivos de se atingir máximo bem-estar econômico, pois a alocação ineficiente de recursos ajuda a manter os preços elevados. Se trata de um argumento de seleção darwiniana, em que as empresas mais eficientes sobreviverão à concorrência, enquanto as menos eficientes fecharão suas portas. A manutenção da concorrência nestes casos, pode até aumentar o bem-estar do consumidor, mas não promove uma alocação eficiente de Pareto[11], já que o excedente do produtor encolhe em comparação ao que teria em um caso de monopólio.

Por outro lado, com a concentração de mercado, existe a possibilidade de uma perda de bem-estar denominada ineficiência alocativa, que ocorre quando uma empresa que opera sob monopólio tem um custo mais alto do que se tivesse operando em um ambiente competitivo e; de uma perda de bem-estar denominada ineficiência dinâmica, que se refere à

[11] Uma situação é Eficiente de Pareto, se não for possível se atingir uma situação melhor para um indivíduo, sem piorar a de outro.

extensão na qual uma empresa introduz novos produtos no mercado. Isso ocorre porque, por não sofrer ameaças de concorrentes, a firma não se sente incentivada a investir em inovações e, assim, escolhe tecnologias mais ineficientes. Portanto, níveis intermediários de concorrência devem ser ótimos para inovação e eficiência produtiva (MOTTA e SALGADO, 2015).

Gama e Ruiz (2007) mostram que cabe a uma avaliação antitruste *(i)* a definição do mercado relevante[12]; *(ii)* a análise das condições de exercício de poder de mercado e; *(iii)* o exame das eficiências geradas; para então, tomar uma das três decisões possíveis, sendo elas: autorizar a fusão sem qualquer restrição, autorizar com a imposição de algum tipo de restrição, ou então, não autorizar a fusão.

Salgado (2003) e Gama e Ruiz (2007) mostram como o conceito de mercado relevante foi desenvolvido pela jurisprudência norte-americana, com o intuito de delimitar as fronteiras do espaço econômico. Para a determinação do mercado relevante devem-se considerar três dimensões: do produto, geográfica e temporal.

Em relação ao mercado relevante em termos do produto, existem três testes bastantes utilizados nas análises: *(i)* a estimação de elasticidades-preço cruzadas da demanda (mudança percentual na quantidade demandada de um produto B quando o preço de um produto A aumenta em 1%); *(ii)* a suposição de que, se dois produtos se encontram em um mesmo mercado, então a variação de seus preços no tempo devem ocorrer seguindo uma mesma direção (Teste de correlação de preços) e; *(iii)* o Teste do Monopolista Hipotético (TMH), que analisa a possível resposta dos consumidores diante de um aumento de preços de determinado produto por um monopolista hipotético.

Gama e Ruiz (2007) destacam também a necessidade de se considerar a substituibilidade da demanda pela oferta para a correta delimitação do mercado relevante. Ou seja, a restrição concorrencial virá do fato de que o aumento de preços irá atrair produtores que atualmente produzem outros bens, e não do fato de que uma parte da demanda irá se dirigir para produtos concorrentes (como acontece no caso de uma análise pelo lado da demanda).

Em relação ao mercado relevante em termos geográficos, é importante se considerar o papel das importações e dos custos de transporte. Motta e Salgado (2015) assumem que é possível se chegar a diferentes definições de mercado relevante, dependendo do ponto de partida da investigação.

[12] Unidade de análise para avaliação do poder de mercado, que define a fronteira de concorrência entre as firmas.

As agências antitrustes nos Estados Unidos enfatizavam a elasticidade da demanda em detrimento da oferta, pois o papel do consumidor deveria ser tido como foco na avaliação do poder de mercado. Portanto, a oferta é tratada em segundo plano, após a delimitação das fronteiras de mercado. Em seguida, deveriam ser tratadas as questões de barreiras à entrada de novas firmas, que são capazes de influenciar o poder de mercado. Isso se vale do fato de que em uma análise antitruste existem duas fontes básicas de competição: por um lado os produtores já instalados e, por outro, os potenciais entrantes do mercado (SALGADO, 2003).

De acordo com Motta e Salgado (2015), na presença de ameaça de entrada, existe pouco espaço para a política de defesa da concorrência, pois as forças de mercado reestabeleceriam um resultado social mais favorável sem a necessidade da ação antitruste. Existem quatro tipos básicos de barreiras à entrada: diferenciação de produtos, vantagens de custos, economias de escala e a necessidade de investimentos iniciais elevados. A possibilidade de entrada de novas empresas (ameaça crível) deve satisfazer três condições: deve se realizar em um período de tempo de até dois anos; a entrada deve ser provável e; a entrada deve ser suficiente para estipular preços nos patamares verificados antes do ato de concentração. Ou seja, deve satisfazer as condições de temporalidade, probabilidade e suficiência da entrada (GAMA e RUIZ, 2007).

Porém indústrias concentradas podem surgir mesmo quando não se observa barreias à entrada, pois existem outras razões que desestimulam entrantes, tais como: a expectativa de intensa competição no mercado; a existência de custos afundados[13] (endógenos) e; a existência de custos de transferência, em que os consumidores evitam mudar seu consumo para um produto novo (MOTTA e SALGADO, 2015).

Salgado (2003) realiza um trabalho de análise dos impactos de uma fusão no mercado de alguns produtos de higiene dental. Trata do caso Kolynos-Colgate, e mostra que para produtos mais baratos o consumidor é capaz de fazer testes entre as marcas e escolher a que mais lhe agrada. Sendo assim, o desejo por uma marca depende mais da qualidade do que da construção de imagem, o que pode tornar o mercado fortemente competitivo. Além disso, mostra que a utilização da propaganda pode por um lado fortalecer a competição ao elevar a elasticidade da demanda, mas pode também atuar na direção contrária ao diferenciar produtos que são por natureza quase idênticos.

Salgado (2003) continua argumentando como a elasticidade tende a ser mais alta para a população mais pobre, o que pode estimular a tomada de uma estratégia de discriminação de

[13] Também conhecidos como custos irrecuperáveis, ou seja, são recursos empregados na produção de ativos, que não podem ser recuperados.

preços[14]. Por outro lado, as rendas mais altas costumam ser menos sensíveis ao preço, porém mais sensíveis a inovação e marca. Tal preferência por marca pode caracterizar uma barreira à entrada, pois os consumidores irão preferir os produtos já estabelecidos no mercado.

Gama e Ruiz (2007) e Salgado (1997) mostram como o estudo da estrutura dos mercados concentrados se baseou em conceitos propostos por duas linhas de pensamentos que ficaram conhecidas como: Escola de Harvard (pensamento concebido na década de 30, por autores como Joe Bain e Gary Chamberlain) e a Escola de Chicago (abordagem desenvolvida a partir do final dos anos 60, por autores como Richard Posner, Robert Bork e George Stigler)[15].

A abordagem teórica da política antitruste desenvolveu-se a partir dos esforços de um grupo de teóricos, Mason e Bain dentre eles, a partir dos anos 1930, no que ficou conhecido como Escola de Harvard. A partir de estudos de caso de setores industriais, propuseram uma abordagem metodológica baseada no que foi denominado "modelo Estrutura-Conduta-Desempenho (ECD)", segundo o qual as condições básicas de oferta e demanda de uma economia afetam a estrutura do mercado (número e tamanho de empresas, formato das curvas de custo, barreiras à entrada, diversificação e etc.), que influenciam na tomada de condutas por parte das firmas. A estrutura influencia a conduta, que determina o desempenho da firma no mercado (DONSIMONI, GEROSKI e JACQUEMIN, 1984). Portanto, em um mercado concentrado, as margens de lucro serão maiores, pois as empresas irão apresentar uma alta coordenação.

Sendo assim, de acordo com Atkinson e Audretsch (2011), o foco da análise desenvolvida pela Escola de Harvard, está na estrutura de mercado, em que um ambiente com um pequeno número de firmas controlando uma porcentagem significativa da produção, se trataria de mercado suspeito de ser prejudicial. Portanto, a política antitruste deveria ser aplicada como forma de defender os consumidores e pequenos produtores, e promover o aumento da distribuição de riquezas.

Fagundes (1997) destaca como para a Escola de Harvard, a variável preço, tal como é feito pela ortodoxia neoclássica, assumia papel-chave na análise antitruste. A preocupação se concentrava no poder de mercado que seria capaz de promover um aumento de lucratividade além de facilitar a colusão. Portanto o mercado ideal seria aquele em que as firmas tivessem o

[14] Prática de cobrar diferentes preços para diferentes consumidores pelos mesmos produtos.
[15] O debate aqui apresentado envolvendo as duas escolas já tomou diferentes rumos que mudaram a visão dessas linhas de pensamento de forma separada, mas é importante entender os conceitos desenvolvidos e apresentados por elas.

menor tamanho possível, ou seja, argumentos de que atos de concentração poderiam gerar economias, não eram aceitos (FERRAZ, 2014).

Segundo Atkinson e Audretsch (2011), com a percepção dos excessos da abordagem da Escola de Harvard e com mudanças nas condições econômicas, incluindo o aumento da competição internacional e do dinamismo econômico, emergiram, no início da década de 1960, as ideias trazidas pela Escola de Chicago, que representaram um importante marco inovador nos conceitos da defesa da concorrência.

As ideias propostas por teóricos da Escola de Chicago defendiam que a concentração não deveria ser considerada como a variável principal em uma análise antitruste, rompendo com a tradição estruturalista e propondo a consideração em primeiro lugar das eficiências econômicas, ou seja, os benefícios potenciais de eficiência gerados por restrições e concentrações, passaram a ser reconhecidos. Consideram que, dado que o consumidor é racional, ele só pagará um preço mais alto por um produto se este for melhor (SALGADO, 1997). O principal foco da Escola de Chicago estava na eficiência, buscando sempre aumentar o bem-estar do consumidor (ATKINSON E AUDRETSCH, 2011).

Teóricos da Escola de Chicago consideravam a que a eficiência alocativa era mais abrangente do que a eficiência produtiva (proporção entre receitas e despesas de uma firma na produção de um bem) e, portanto, a primeira deveria ser objeto de preocupação pela política antitruste.

Segundo Motta e Salgado (2015), os autores ligados a Universidade de Chicago criticavam o intervencionismo das autoridades antitrustes e enfatizavam a racionalidade por trás das fusões, com efeitos sobre as eficiências. O ceticismo nas intervenções governamentais se justificava no posicionamento de que o mercado seria capaz de solucionar sozinho os problemas relacionados ao abuso de poder de mercado. Defendiam que o mercado era mais disciplinado do que os teóricos da Escola de Harvard pensavam, e uma intervenção do governo através da legislação antitruste poderia causar mais danos do que benefícios (ATKINSON E AUDRETSCH, 2011).

A Escola de Chicago é composta por diversos grupos de pensamentos, mas existem pontos de concordância entre eles: a dominância do mercado é resultado de uma superioridade em relação a eficiência; a única forma realmente preocupante de poder de mercado é a resultante de uma colusão entre oligopolistas e; as firmas que perseguem poder de mercado no lugar de aumento de eficiência, não irão obter lucros de monopólio, pois terão altos custos ao longo do processo em atividades na busca de renda.

As duas correntes teóricas abordadas são as principais, porém existem diversas críticas a cada uma. Uma desvantagem em relação aos princípios da Escola de Harvard se trata do fato de que grande parte das decisões tomadas nos estados unidos sob a influência desses princípios impediram firmas dominantes de competirem no mercado. Essas firmas poderiam ter beneficiado os consumidores, já que incorriam em custos menores (PIRAINO JR, 2007).

O modelo de Chicago também apresenta desvantagens: segundo Hovenkamp (1985), a Escola de Chicago diferencia o eficiente do ineficiente, porém não leva em consideração a distribuição de riqueza. Além disso, existe uma corrente de críticas que afirma que o modelo fundamentado na eficiência para aplicação de política antitruste é de difícil aplicação prática e; a política de defesa da concorrência não deveria manter seu foco apenas na eficiência, pois nos mercados reais existem outros fatores que devem também ser observados. A análise desenvolvida pelos teóricos da Escola de Chicago é estática, enquanto o mundo real é bastante dinâmico e composto por frequentes inovações (HOVENKAMP, 1985).

Tais críticas cederam espaço para uma "Nova Escola de Chicago", no final dos anos 1990. Nessa nova abordagem, a lei tem papel importante na regulação, pois se reconhece que disposições legais são capazes de influenciar o comportamento dos agentes, o qual, segundo a Escola de Chicago, seria influenciado basicamente pelas forças de mercado.

As escolas de Harvard e Chicago representam importantes referencias teóricos para a análise antitruste. Em um ato de concentração, ao mesmo tempo em que o poder de mercado precisa ser considerado, existe também o lado das eficiências geradas. Portanto, as duas correntes não são completamente excludentes, e a melhor opção seria considerar as lições dadas por ambas (FERRAZ, 2014).

No decorrer das discussões dos pensamentos dessas duas escolas, a legislação antitruste norte-americana foi se transformando em um instrumento de política econômica, em que a manutenção da competição seria a melhor forma de proteger o interesse público, guiado pela liberdade de iniciativa e igualdade de oportunidades. Portanto, o Congresso deve se preocupar com a eficiência econômica, que pode ser ameaçada pela presença de poder de mercado. Mas, como não é possível afirmar de maneira categórica os efeitos em termos de bem-estar de cada fusão, é necessário que sejam realizadas análises para cada caso de forma específica (SCHMALENSEE, 1982).

Em relação às restrições verticais[16], não devem estar relacionadas a tomada de poder de mercado e, portanto, são entendidas como uma forma de maximizar lucro através de

[16] Restrições impostas por produtores ofertantes de bens ou serviços em determinado mercado, sobre mercados relacionados verticalmente ao longo da cadeia produtiva.

formas mais eficientes de negócios. De acordo com Joskow (1991): *"vertical contractual arrangements were not inherently suspect and were not generally indicators of troublesome market power problems"*[17].

2.2.1 O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência

No Brasil, o Congresso criou em 1962 a primeira lei antitruste (Lei nº 4.137) e o ente a aplicá-la, o CADE, que promove a repressão ao abuso do poder econômico.

Em 1994, foi criada a Lei nº 8.884, durante o governo do presidente Fernando Henrique Cardoso. Com ela, o CADE foi transformado em uma autarquia, e foi conferido um mandato a seus membros no o intuito de fortalecimento da medida preventiva. As decisões do órgão passaram a ser proferidas por um colegiado composto por um presidente e seis conselheiros, em que para cada processo um dos conselheiros seria escolhido, através de sorteio, para fazer o relatório do caso. Passou a existir também um julgamento de mérito, em que se aplicaria um filtro capaz de permitir que a análise seja feita apenas sobre os casos que realmente poderiam acarretar em impactos no mercado.

O CADE tem por função coibir condutas abusivas e acordos ou fusões que reduzam ou dificultem a concorrência. De acordo com o Art. 54 da Lei, o CADE pode autorizar atos de concentração desde que: *(i)* tenham por objetivo aumentar a produtividade, qualidade e eficiência; *(ii)* os benefícios sejam distribuídos entre participantes do ato e consumidores; *(iii)* não impliquem em eliminação total da concorrência e; *(iv)* sejam observados os limites para se atingir os objetivos.

A Lei nº8.884/94, criou também o Termo de Compromisso de Desempenho (TDC), que viabilizou a tomada de remédios estruturais[18] e/ou comportamentais[19]. Assim, tornou-se possível aprovar operações que impliquem em certo nível de concentração econômica, desde que se ofereça uma contrapartida capaz de neutralizar o dano à concorrência, além se ser possível se exigir o compartilhamento dos benefícios com os consumidores (MOTTA, 2004).

---

[17] Os arranjos verticais contratuais não eram inerentemente suspeitos e geralmente não eram indicadores de problemas de poder de mercado (JOSKOW, 1991, tradução nossa).

[18] Remédios estruturais: alteram a alocação de direitos de propriedade e criam novar firmas; eles incluem o desinvestimento total ou parcial (MOTTA ET AL., 2003, apud CABRAL e MATTOS, 2016).

[19] Remédios comportamentais (ou não estruturais): impõe restrições aos direitos de propriedade das firmas. Podem consistir em compromissos das firmas participantes da fusão de não abusarem da utilização de determinados ativos (MOTTA ET AL., 2003, apud CABRAL e MATTOS, 2016).

Mesmo com a lei de 1994, haviam obstáculos para o exercício eficaz da defesa da concorrência no Brasil, dentre eles o desenho institucional falho e a necessidade de um corpo técnico qualificado. Portanto, em 2011 uma nova Lei entrou em vigor (Lei nº 12.529/2011) com algumas reformas. Dentre elas, a transformação do CADE em um autêntico Tribunal Administrativo, que permitiu a redução do número de casos sob a responsabilidade de sua decisão e, a ampliação dos mandatos dos seus membros. Com essa nova Lei, houve também, o fortalecimento dos mecanismos para estímulos a acordos de cessação de práticas e a implementação de acordos de leniência (MOTTA e SALGADO, 2015).

Pode-se perceber que a autoridade brasileira de defesa da concorrência passou por um aprimoramento ao longo dos anos. Com sua evolução, veio a introdução de conceitos de análise econômica nos casos julgados, tais como, mercado relevante, estrutura de mercado e barreiras à entrada.

2.3 Operações de fusão no setor financeiro

Existe no Brasil um debate em relação a qual instituição deveria exercer a função de analisar e julgar os atos de concentração dentro do setor financeiro, o que gera consequências econômicas e sociais, além de causar uma insegurança jurídica considerável. Portanto, deve-se buscar identificar e diferenciar os papéis das instituições destinadas a lidar com problemas específicos do sistema financeiro por um lado e, instituições voltadas para a aplicação de leis antitrustes por outro lado.

Dewatripont e Tirole (2012) argumentam que sanções *ex post* dentro do setor financeiro, são frequentemente inapropriadas, pois aumentam a pressão financeira em um momento no qual o país já passa por problemas financeiros. Além disso, destaca a importância de conhecimentos técnicos e da criação de conselhos fiscais independentes dotados de profissionais nas questões do mercado financeiro.

Em seu trabalho sobre a Crise Europeia, Dewatripont e Tirole (2012) mostram como o principal agravante da crise foi a alocação de risco tomada pelos bancos. Aceitava-se um nível de risco excessivamente alto, ao mesmo tempo em que contavam com a presença de alguns problemas tais como o risco moral[20] e a seleção adversa[21], sem as garantias necessárias.

[20] Possibilidade de que um agente econômico altere o seu comportamento de acordo com os diferentes ambientes que envolvem uma transação financeira.

Stiglitz (2010) e Bresser-Pereira (2009), ao analisarem a crise financeira de 2008 - que pode ser considerada como uma crise de confiança - também destacam a alta aceitação de riscos como prejudicial para a saúde financeira de um país. Stiglitz mostra como os bancos americanos não cumpriram sua missão social por não suportarem as consequências de seus empréstimos falhos e, como os incentivos dentro do sistema financeiro são dicotômicos, ou seja, as recompensas privadas e os retornos sociais não são alinhados. Com isso, argumenta que o sistema financeiro impôs um elevado custo ao restante da sociedade. Apesar disso, segundo Bresser-Pereira (2009), a atuação pronta e competente dos governos, que compreenderam a gravidade do problema, foi fundamental para conter o problema.

Para um melhor funcionamento do mercado financeiro, Dewatripont e Tirole (2012) e Stiglitz (2010) defendem que os países devem aceitar alguma perda de soberania no sentido de delegar poderes em conselhos fiscais independentes e, de acomodarem uma maior interferência na gestão de sua economia. Ou seja, a regulação é capaz de ajudar a lidar com os problemas de externalidades[22].

Além disso, Stiglitz (2010) argumenta que se deve prevenir que instituições bancárias se tornem excessivamente grandes, pois neste caso, uma crise de tal instituição pode causar danos severos para a economia.

Ponssard, Aspremont e Encaoua (2000), demonstram que assim como a estrutura de mercado afeta a política de defesa da concorrência, também as políticas são capazes de afetar igualmente a estrutura de mercado. Sendo assim, é necessário se considerar mudanças nos comportamentos de um setor e, lembrar que em algumas circunstâncias, tornar o mercado mais competitivo não é necessariamente benéfico para os consumidores.

2.3.1 A defesa da Concorrência no Setor Financeiro no Brasil

No contexto brasileiro, o CADE, como autoridade antitruste, possui competências para analisar se fusões e aquisições implicam em diminuição significativa de concorrência e se criam uma posição dominante em um mercado relevante de bens ou serviços. Portanto, deve avaliar se a operação se adéqua às normas de proteção da economia. O BACEN, por sua vez,

[21] Assimetria de informação que ocorre quando um dos envolvidos em uma transação possui informações privadas das quais o outro não tem como saber.
[22] Efeitos colaterais de uma decisão sobre terceiros, que não participam dela.

dispõe sobre o funcionamento das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional - SFN e, como órgão regulador, desempenha tanto uma regulação prudencial, visando a proteção dos depositantes, quanto uma regulação sistêmica, garantindo a estabilidade do sistema financeiro (TOLLINI, 2014).

O conflito de competência para o controle de atos de concentração de instituições financeiras existe desde o surgimento de um sistema antitruste no Brasil, em 1962, e da entrada em vigor da legislação que regula o Banco Central do Brasil, em 1964. O primeiro promoveu a criação do CADE e a atribuição a ele, dentre outras competências, da repressão aos atos de concentração que pudessem gerar abuso de poder. A legislação bancaria de 1964, por sua vez, definia o BACEN como órgão competente para fiscalizar as instituições financeiras, exercendo controles comportamental e estrutural.

Tal conflito descrito em torno da definição das competências de cada um desses dois órgãos é prejudicial ao próprio funcionamento do mercado, pois gera incertezas que comprometem a tomada de decisões do setor privado.

Para definir de quem é a competência para julgar eventuais fusões e aquisições no setor financeiro- do CADE, do Banco Central, ou dos dois conjuntamente -, Troster (2002) propõe a avaliação da questão do setor bancário ser ou não ser considerado como um setor diferente que demande regras próprias e uma autoridade regulatória e fiscalizadora específica.

O argumento defendido para a atribuição de responsabilidade ao Banco Central da avaliação de todas as questões relacionadas ao setor financeiro, se refere ao fato deste setor ser considerado como “especial”. Uma prova disso seria a existência, a cada momento, de um vasto número de regras de operação e restrições impostas às instituições financeiras.

A preocupação central acerca desse setor, que justifica esta extensa regulação com regras especiais, é o chamado “risco sistêmico”, ou seja, apesar dos desastres ocorrerem com relativa raridade, quando ocorrem têm consequências catastróficas. O risco sistêmico é uma variante do que se chama em economia de externalidade. São aqueles riscos sofridos pela sociedade, resultantes da atividade financeira, que não são incluídos nos cálculos de custos de serviços financeiros. Trata-se do risco de perder um benefício que é gerado como externalidade da atividade bancária, sendo a possibilidade de fazer depósitos à vista o principal benefício que pode ser citado. Portanto, o risco sistêmico que tanto preocupa os reguladores, é o de um colapso do sistema de depósitos à vista, já que ele é gerado como o subproduto de outra atividade (CARVALHO, 2002).

Rochet e Tirole (1996) definiram o “risco sistêmico” como uma propagação da angustia de um agente econômico para outros agentes ligados a este primeiro por transações

financeiras. Destacam que tal ansiedade imposta pelos riscos é mais forte para os bancos e reguladores do mercado financeiro.

No conflito de interesses entre CADE e Banco Central, deve-se considerar que, embora, o objetivo do CADE seja zelar pela livre concorrência no mercado, buscando impedir que preços abusivos sejam cobrados em um mercado altamente concentrado e, assim, ajudar a preservar o bem-estar do consumidor; quando se trata de fusões e aquisições bancárias, há o envolvimento de questões mais complexas do que a defesa do consumidor ou da concorrência. Se trata de operações capazes de afetar a credibilidade dos depositantes nas instituições envolvidas e, no caso de provocarem incertezas entre agentes financeiros, todo o sistema financeiro e a política monetária de um país podem ser afetados.

Em defesa à atuação do Banco Central, Troster (2002) argumenta que o problema conhecido como "corrida aos bancos" ocorre a partir do momento em que se disseminam simples boatos sobre dificuldades incorridas por uma instituição, o que não é raro num processo de negociação, especialmente quando for público e demorado, como é o caso dos processos submetidos ao CADE. Segundo Rochet e Tirole (1996), a falha de apenas um banco pode desencadear uma cadeia de falhas subsequentes e, assim, forçar o Banco Central a intervir como forma de colocar fim a esse processo contagioso.

Ao avaliar uma fusão ou aquisição, o BACEN também avalia a possibilidade de ela causar prejuízos aos consumidores e demais bancos do sistema e, portanto, a interferência do CADE nessa área seria tanto uma sobreposição de atividades, como poderia provocar custos econômicos e sociais devido às suas características e limitações (TROSTER, 2002).

Em oposição à defesa do Banco Central como principal instituição responsável pela análise de casos de concentração no setor financeiro, Carvalho (2002) argumenta que, mesmo que o setor financeiro possua características consideradas como "especiais", tais como defendido por Troster, outras operações bancárias ou instituições financeiras não ligadas ao sistema de pagamentos, dificilmente poderão ser associadas a um setor "especial". Além do mais, mesmo com tal consideração, o que se pode afirmar é que o sistema financeiro necessita de atenção de um regulador específico capaz de lidar com suas especificidades, mas não necessariamente que essa capacidade deve ser concentrada nas mãos do Banco Central.

Outro importante argumento utilizado pela defesa da participação do CADE na análise de operações de fusão e aquisição bancária, se trata do fato de que o BACEN tem uma função mais adjutória do que propriamente reguladora. Portanto, se não houver repercussões sobre a probabilidade de risco sistêmico, outras instituições podem intervir, como no caso de medidas de defesa do consumidor (SANTACRUZ, 2002).

Ainda em apoio ao CADE, Correa (2002) e Santacruz (2002) defendem que fusões bancárias devem ser submetidas aos órgãos antitrustes. Por um lado, as medidas regulatórias do BACEN reduzem a necessidade de se utilizar fusões e aquisições como instrumento de preservação de estabilidade do sistema bancário, tornando esse tipo de operação minoritária no universo de fusões e aquisições bancárias que deverão ocorrer. E por outro lado, a dinâmica concorrencial da indústria revela que tais atos de concentração podem provocar efeitos negativos sobre bem-estar econômico expressos principalmente na retração de empréstimos e no aumento de preços dos serviços bancários.

Um forte argumento apontado por Correa (2002) se baseia na profunda reforma, desde 1995, nos fundamentos da regulação prudencial e em uma significativa melhora na supervisão do sistema financeiro, que foi alcançada com o Programa de Incentivo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, o Proer[23]. Portando, não há razões para supor que um novo Proer será necessário em um futuro próximo. Pelo contrário, o êxito dessas medidas de regulação deverá fazer com que o BACEN necessite cada vez menos recorrer à indução de aquisições ou fusões entre bancos para garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional, como chegou a ser necessário até 1995, devido à deterioração financeira de certas instituições bancárias que se ocorreu no Brasil. Portanto, operações de concentração bancária deverão ser cada vez mais provocadas por razões próprias da indústria, o que envolve riscos ao bem-estar econômico e aos consumidores.

Santacruz (2002) defende que o CADE e as agências reguladoras são os meios mais moderno de intervenção do Estado na economia do país. O órgão pauta suas atuações exclusivamente na lei e é dotado de independência decisória e financeira. São mais ágeis que o Judiciário tanto na solução de conflitos como na repressão de abusos de poder econômico.

Um importante objetivo do poder público na intervenção e regulação dos mercados é o estímulo e fortalecimento da eficiência econômica e da competição empresarial. Porém, pelo lado do setor financeiro, não se observou evoluções na ação e identificação desse objetivo pelo órgão regulador, o Banco Central, que em geral toma suas decisões sem considerar o estímulo ao processo competitivo. Portanto, é preciso criar instrumentos legais e institucionais necessários para que o CADE passe a opinar no mercado bancário, dentro de procedimentos compatíveis com a regulamentação prudencial do setor (SANTACRUZ, 2002).

Uma solução alternativa ao conflito de competências exposto é proposta por Sundfeld (2002) e Oliveira (2001), que entendem que a complementaridade e harmonização de

[23] Programa econômico implementado em novembro de 1995, elaborado pelo Governo Fernando Henrique Cardoso, que teve por finalidade a recuperação das instituições brasileiras que sofriam problemas de caixa.

atribuições entre BACEN e CADE é perfeitamente possível, seja porque as normas aplicadas por cada uma dessas instituições são distintas, seja porque os objetivos são também distintos. Sundfeld (2002) analisa as competências do Banco Central do Brasil respaldadas pela Constituição da República, pela lei n.4.595/64[24], concluindo que à essa instituição foi dada a competência de realização de alguma espécie de regulação antitruste. Porém, a teologia da lei não tem como foco a promoção da concorrência no setor financeiro e, além disso, em nome de objetivos de política monetária, o BACEN poderia deixar de preservar a concorrência nesse setor. Ou seja, não há uma regulação antitruste propriamente dita confiada ao BACEN, mas apenas uma espécie atenuada de regulação antitruste que é totalmente subordinada aos objetivos da política monetária.

Trata-se de um caso que se encaixa no conceito de *common agency*, que segundo definição de Grossman e Helpman (1997) e Bernheim e Whinston (1986), se trata de uma relação multilateral, em que vários principais tentam influenciar as ações de um agente simultaneamente, ou seja, a ação escolhida pelo agente é capaz de afetar não apenas uma, mas várias outras partes (principais), cujas preferencias geralmente são conflitantes.

Bernheim e Whinston (1986) apresentam a seguinte interpretação: um indivíduo ou empresa particular está sujeito às restrições de não apenas um, mas vários planejadores ou níveis de governo que perseguem diferentes objetivos e, além disso, os autores mostram como os principais podem se beneficiar da atuação cooperativa entre eles. Ou seja, neste caso pode-se entender que o sistema financeiro se trata do agente, enquanto os dois órgãos que participam da regulação dos bancos (CADE e Banco Central), se tratam dos principais com diferentes objetivos sobre o agente. E ainda pela interpretação do trabalho de Bernheim e Whinston (1986), entende-se que a atuação conjunta do CADE e Banco Central seria capaz de trazer resultados benéficos a ambos.

Por outro lado, Grossman e Helpman (1997) mostram outra interpretação envolvendo situações que costumam aparecer nos processos que geram políticas econômicas, em que legisladores responderiam a pressões diversas, como por exemplo, pelos eleitores, contribuintes, mídia e etc. Neste caso, a questão apresentada neste trabalho demonstra a presença de duas questões principais demandando uma regulamentação específica: a defesa da concorrência por um lado, e a necessidade de um sistema financeiro estável, por outro lado.

Em ambas as interpretações apresentadas, o conceito de *common agency* pode ser aplicado para o caso dos atos de concentração envolvendo instituições financeiras. Se trata de

[24] Lei que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias.

um problema que envolve diferentes interesses e, portanto, desencadeia em diferentes focos de regulação. Além disso, também em ambas as interpretações apresentadas, a cooperação entre os agentes deve ser vista como benéfica, no sentido de proporcionar um menor custo.

Importantes questões que aparecem na literatura das *common agency*, se tratam da assimetria de informações e do risco moral. Porém, quando se considera a presença de vários principais, deve-se incluir também novas questões que permitam o alcance de um resultado eficiente tanto para principais envolvidos, como para o agente. Grossman e Helpman (1997) mostram como nos modelos de política econômica, os líderes devem se preocupar com a distribuição de renda, e como no caso de *common agency* (onde os grupos de interesse são os principais e o agente é o governo), o objetivo seria uma soma ponderada de utilidades entre os grupos de interesse. Ou seja, o governo se preocupa com o bem-estar social que considere todos os indivíduos. Portanto, no caso deste estudo, os formuladores de políticas deveriam considerar tanto os interesses do consumidor, interpretados pela defesa de um ambiente com concorrência, tanto os interesses dos bancos, que necessitam de um ambiente estável para funcionarem bem.

Oliveira (2001) demonstra que a escolha da melhor configuração institucional possível, que resolva a discussão envolvendo diferentes órgãos na regulação do mercado financeiro, não é um processo simples. Os diversos modelos possíveis apresentam vantagens e desvantagens dependendo de conjunturas e situações específicas. Para se fazer tal escolha existem cinco fatores relevantes a serem considerados: *(i)* flexibilidade institucional; *(ii)* capacidade de decisão em tempo econômico; *(iii)* custo burocrático de transação; *(iv)* minimização do risco de conflito de competências e; *(v)* minimização do risco de captura.

Existe uma multiplicidade de arranjos institucionais possíveis entre agências de regulação de cada setor da economia e autoridades de defesa da concorrência. As molduras institucionais variam de acordo com países distintos e, até mesmo, dentro de um mesmo país de acordo com cada segmento econômico. Tal variabilidade institucional reflete não apenas as diferentes opções de política, como também, diferentes estágios de desenvolvimento dos países (Oliveira, 2001).

O mais indicado para se buscar uma solução ao conflito, é observar as experiências de outros países em torno dessa discussão. Ao analisar os países da OCDE[25] - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico -, temos que a maioria das jurisdições são

[25] Organização internacional de 35 países que aceitam os princípios da democracia representativa e da economia de mercado.

revistas por reguladores prudenciais e por agências de defesa da concorrência conjuntamente, ou seja, se encaixam no caso de *common agency*.

Segundo Tollini (2014) e Salgado (2002), cada país possui suas peculiaridades quanto ao escopo de atuação e a influência da decisão de cada agência para o resultado final da operação; mas, na maioria dos países desenvolvidos, a tese de competências complementares entre autoridades da concorrência e da regulação financeira, tem sido a mais adotada. O controle de fusões bancárias na maioria dos países da OCDE envolve a aplicação de técnicas e procedimentos próprios da análise geral de fusões adaptadas às particularidades do setor bancário e, portanto, depende da cooperação entre as agências de regulação prudencial e concorrencial.

Antes de se fazer uma análise das experiências em legislação antitruste no mercado financeiro em outros países, devemos entender por um lado os impactos de uma crise bancária na economia de um país e, por outro, os efeitos de fusões bancárias.

2.3.2 Efeitos de fusões bancárias na economia de um país

De acordo com o trabalho de Troster (2002), existem três fatores que amplificam o risco de insolvência[26] do sistema financeiro: vulnerabilidade a corridas, falhas de informação, e mercados incompletos.

Uma corrida aos bancos ocorre quando os depositantes buscam retirar seus depósitos antes que os demais o façam, muitas vezes por boatos de problemas financeiros que podem nem existir. Essas corridas implicam em perdas de capital que levam muitas instituições à insolvência, apesar de solventes sem a ocorrência da corrida.

As falhas informacionais amplificam os demais riscos, pois uma vez que os depositantes não podem monitorar as atividades dos bancos, eles passam a depender de sinais para avaliar a solvência dos mesmos (ROCHET e TIROLE, 1996). Esses agentes devem guiar-se por boatos e percepções sobre o comportamento dos demais depositantes, onde, qualquer sinal indicando dificuldades dos bancos poderia ser o estopim para uma corrida. Sendo assim a presença de informações incompletas é importante para explicar as corridas e podem por si mesmas, causar a insolvência de um banco a princípio em boas condições.

[26] Situação em que o uma firma tem prestações a cumprir superiores aos rendimentos que recebe.

Outro ponto nas corridas a bancos é a questão dos mercados incompletos, especificamente, a falta de um mercado secundário de ativos dos bancos. Caso existisse tal mercado secundário, haveria a possibilidade de o banco obter recursos sem perdas expressivas de capital e, portanto, a vulnerabilidade a corridas seria menor.

Os bancos geralmente operam com uma alavancagem maior do que as demais empresas, isto é, o seu grau de endividamento é maior. Logo, a falência de um banco provoca um efeito dominó maior do que no caso de outras instituições. Além disso, restrições financeiras causadas por problemas sofridos pelos bancos afetam o crescimento econômico por reduzir o fluxo de recursos disponíveis para investimentos. Em caso de uma crise bancária, os efeitos são estritamente monetários que, portanto, afetam as variáveis monetárias e o multiplicador bancário[27] e, além disso, as perdas por correntistas, acionistas e demais credores diminuem a riqueza da economia. Sendo assim, essas crises impõem externalidades negativas para toda a sociedade.

Correa (2002) ressalta que uma frequente preocupação das autoridades antitrustes quando analisam fusões bancárias, se tratados efeitos dessas operações sobre as condições de oferta de crédito para pequenas e médias empresas. Além disso, uma outra consequência indesejável das concentrações bancárias é o aumento dos preços nos serviços bancários para as pessoas físicas.

Índices sobre o desempenho recente da indústria bancária sugerem que essas preocupações são empiricamente pertinentes. Diferentes estudos mostram que o impacto de fusões e aquisições de bancos ocorridas entre 1994 e 2000sobre a estrutura industrial, não foi desprezível.

Por outro lado, Gardinal e Francischetti (2016) mostraram como um ato de concentração bancária pode aumentar a concorrência entre os bancos. Para analisar os efeitos da incorporação do Banco HSBC pelo Banco Bradesco, os autores utilizaram o modelo de avaliação de desempenho e eficiência pela análise envoltória de dados (DEA), antes e após a incorporação do HSBC pelo Bradesco. Obtiveram como resultado, que o índice de eficiência DEA do Bradesco depois da aquisição do HSBC caiu 3% e se igualou ao seu maior concorrente, o Banco Itaú. Ou seja, foi observado um aumento da concorrência entre os bancos.

[27] Capacidade que os bancos possuem de ampliar a base monetária através da emissão de crédito.

2.4 Experiência Internacional

Antes de avançar na investigação sobre qual seria a legislação antitruste ideal para o setor bancário brasileiro, cabe colher alguns exemplos sobre as interações entre reguladores prudenciais e órgãos de defesa da concorrência tidas por outros países. A partir de relatórios da OCDE, podemos visualizar algumas características de alguns países.

Há países em que o aparato da regulação financeira inclui várias instituições, como por exemplo no caso dos Estados Unidos, onde o *Federal Reserve*, a *Federal Deposit Insurance Corporation* e o *Office for the Comptroller of the Currency*, compartilham a função regulatória do setor bancário.

Na Áustria, na Alemanha e no Reino Unido, a autoridade antitruste comunica-se com os reguladores prudenciais, não apenas com relação às fusões, mas também quanto a proteção do consumidor.

Na Áustria o compartilhamento é estimulado e reuniões regulares facilitam a elevada cooperação. No caso da Alemanha, a autoridade antitruste (Escritório Federal de Cartéis) informa à autoridade regulatória (Escritório Federal Supervisor do Sistema Bancário) toda vez que uma fusão bancária é proposta e, recebe a opinião do órgão, de forma que a cooperação entre essas autoridades flui suavemente. E no Reino Unido, o *Office of Fair Trading* consulta outros reguladores como o Banco da Inglaterra e a Autoridade de Serviços Financeiros a respeito de fusões bancarias. Os comentários por tais reguladores são levados em conta e as fusões neste setor são tratadas de forma similar a qualquer outra indústria.

Na Coréia do Sul, fusões envolvendo instituições financeiras são reportadas à autoridade regulatória (*Financial Supervisory Commission*), que avalia a operação. A autoridade antitruste (*Korean Fair Trade Commission* - KFTC), por sua vez, determina os efeitos da fusão sobre a concorrência, que refletem em um processo de revisão por parte da autoridade regulatória prudencial. Se as considerações do KFTC não forem consideradas, este pode abrir um processo de revisão da fusão.

Na lei de concorrência mexicana, que aplica-se totalmente aos casos de fusão no setor financeiro, a autoridade antitruste e o Ministério das Finanças e Crédito Público (MFPC), avaliam a fusão com base em seus próprios critérios e cada um dos órgãos podem bloquear a fusão, mesmo que outro não o faça. Ou seja, uma fusão pode não levantar questões de interesse público e mesmo assim ser indesejável da perspectiva da concorrência e vice-versa.

A lei de concorrência italiana define a competência ao Banco da Itália para garantir a competição no setor bancário, sendo que a estabilidade financeira das instituições é tida como um objetivo complementar. Entendem que a falta de estimulo concorrencial gera ineficiência e consequentemente, instabilidade. A organização interna do Banco assegura sua autonomia nas análises de competição, embora consulte a autoridade antitruste.

Como é ressaltado por Santacruz (2002), nas maiores economias do mundo, o mercado bancário convive harmoniosamente com a intervenção conjunta do banco central e do órgão de defesa da concorrência.

3 METODOLOGIA

3.1 Estudo de Eventos

O método de estudo de eventos foi desenvolvido dentro do ramo das finanças, em que é definido que os preços das ações capturam a informação pública disponível sobre os lucros futuros das firmas. Trata-se deum método útil, pois possui uma sólida fundamentação teórica e demanda dados que são públicos e facilmente disponíveis: os valores das ações, reduzindo assim, o problema de assimetria de informação neste tipo de estimação, o que permite uma avaliação objetiva e direta dos impactos de determinado evento. Portanto, o estudo de eventos possui um custo operacional e informacional baixo e pode se mostrar uma importante ferramenta para os reguladores de fusões.

Duso, Neven e Roller (2007), defendem ainda que uma importante vantagem em se trabalhar com o mercado de ações se deve ao fato de permitirem uma avaliação independente dos efeitos de uma fusão, ou seja, não é controlado pelos interessados e, portanto, pode ser visto como exógeno à decisão. Além disso, os dados referentes às reações do mercado de ações ficam disponíveis independente da fusão ser aprovada ou não e, são dados adequados para capturar os efeitos dinâmicos das fusões no desempenho das firmas. Destacam também a facilidade em se obter os dados e, comparam com a alternativa de se obter medidas de superávit do consumidor através de estimações de parâmetros da demanda, que em muitos casos não seria possível de ser realizada.

Outra vantagem da aplicação do estudo de eventos que deve ser mencionada, se trata da possibilidade de executar o método pouco tempo após a fusão, pois os dados necessários são relativos a um número limitado de dias em torno das datas dos eventos (BUCCIROSSI *et al*, 2006).

Porém, também existem inconvenientes em se utilizar dados do mercado de ações. Duso, Neven e Roller (2007), destacam que quando os participantes do mercado de ações contemplam várias fusões possíveis, o anúncio de uma fusão em particular pode influenciar a probabilidade de muitas configurações alternativas. Sendo assim, uma mudança nos preços das ações de uma empresa pode refletir mais a probabilidade de fusões alternativas, e não as consequências anticompetitivas da fusão anunciada. Ou seja, fusões tidas anteriormente

serviriam para estimular novas fusões, ao mostrar um "caminho a se seguir" para se alcançar maior eficiência e, seria este o aspecto influenciando alterações nos preços das ações.

Um segundo problema se trata da qualidade das informações fornecidas pelo estudo de eventos, que pode ser baixa. No entanto, existem evidências em apoio à hipótese semi-forte de eficiência no mercado de ações em relação às fusões. Ou seja, em geral a mudança nos preços das ações proporcionará uma estimativa imparcial das mudanças nos lucros das firmas, mesmo que essa estimativa possa não ser tão precisa (SCHWERT, 1996 *apud* Duso, Neven e Roller 2002).

De acordo com Buccirossi*et al* (2006), a principal limitação do estudo de eventos consiste no fato de que nem todos os agentes afetados são empresas e, portanto, não depende apenas de informações cotadas no mercado de ações.

Eckbo (1983, *apud* Aquino et al 2015) foi o primeiro a utilizar a técnica de estudo de eventos para a análise de fusões horizontais[28] com o objetivo de detectar efeitos unilaterais, ou seja, o efeito líquido causado por uma fusão, que por um lado se dá na geração de sinergias e, por outro, na elevação do poder de mercado. Suas ideias se baseiam em duas teorias discutidas a seguir: a teoria dos oligopólios e a teoria do mercado de capital eficiente.

3.2 Teoria do Oligopólio

Para entender os efeitos unilaterais de uma fusão entre duas firmas nos resultados das rivais, é apresentado um modelo ilustrativo clássico de oligopólio, tal como demonstrado por Fernandes (2015): modelo de Cournot[29] com produtos homogêneos e firmas com diferentes custos de produção. A álgebra das equações encontra-se resolvida no APÊNDICE A.

Em um mercado com n firmas, em que cada firma i define a quantidade q_i que irá produzir, a produção agregada será dada por $q = q_1 + \cdots + q_n$. O preço de mercado é dado pelo função linear inversa da demanda: $P = a + bq$, sendo $a, b > 0$. Denota-se $q_{-i} = q\text{-}q_i$, ou seja, q_{-i} é igual a soma da quantidade produzida por todas as outras firmas menos a quantidade produzida pela firma i. E, por fim, assume-se que o custo possui uma função linear com a forma $C_i(q_i) = c_i q_i$, em que $c_i \leq a \; \forall i = 1 \ldots n$.

[28] Ocorre quando duas firmas que pertencem a um mesmo segmento da indústria decidem juntar-se.
[29] Modelo econômico desenvolvido por Antoine Cournot, que descreve uma estrutura de indústria em que as empresas competem de acordo com a quantidade produzida pelos concorrentes.

A função de demanda inversa pode ser reescrita e interpretada como uma função de demanda residual da firma i:

$$P(q_i, q_{-i}) = (a - bq_{-i}) - bq_i \equiv d_i(q_{-i}) \quad (1)$$

A partir de (1), nota-se que se a firma i espera que a produção das demais firmas irá aumentar, ela irá contar com uma demanda residual menor. A firma i irá escolher uma quantidade q_i que maximize o seu lucro:

$$\pi_i = \big(a - b(q_i + q_{-i})\big)q_i - c_i q_i \quad (2)$$

As condições de primeira ordem que maximizam o problema são expressas como:

$$\frac{d\pi_i}{dq_i} = a - c_i - 2bq_i - bq_{-i} = 0$$

$$q_i(q_{-i}) = \frac{1}{2b}(a - c_i - bq_{-i}) \quad (3)$$

A equação (3) corresponde a melhor resposta da firma i, ou seja, pode-se perceber que pelo modelo de Cournot a melhor resposta possui inclinação negativa. Sendo assim, a melhor resposta da firma i a um aumento de produção agregada das firmas rivais, é a redução em sua produção. Em equilíbrio, a equação (3) deve ser satisfeita para todas as n firmas.

Considerando que $\sum_i q_i = q$; $\sum_i q_{-i} = (n-1)q$ e $\sum_{i=1}^{n} c_i = C$; e aplicando a soma das funções melhores respostas da firma i, nota-se que:

$$q = \frac{1}{2b}(na - C - b(n-1)q) \leftrightarrow q^* = \frac{na - C}{b(n+1)} \quad (4)$$

Substituindo esse resultado na função de melhor resposta para q_i (equação 3), e considerando que em equilíbrio $q_{-i} = q^* - q_i$, é possível encontrar a quantidade produzida pela firma i no equilíbrio de Cournot:

$$q_i^* = \frac{a - nc_i + C_{-i}}{b(n+1)} \quad (5)$$

Em que $C_{-i} \equiv \sum_{j \neq i} c_j$.

Em equilíbrio, a condição de primeira ordem pode ser escrita como:

$$bq_i = a - b(q_{-i} + q_i) - c_i = P(q^* - q_i) \quad (6)$$

Então, o lucro de equilíbrio pode ser calculado de acordo com a seguinte equação:

$$\pi_i^* = (P(q^*) - c_i)q_i^* = b(q_i^*)^2 = \frac{(a - nc_i + C_i)^2}{b(n+1)^2} \quad (7)$$

Supondo que o equilíbrio é uma função interior, de forma que todas as firmas estarão produzindo, isto é, $q_{-i} > 0 \; \forall i$, deve-se considerar a seguinte restrição:

$$c_i \leq \left(\frac{1}{n}\right)(a + C_{-i}) \tag{8}$$

Pode-se notar que, $\frac{d\pi_i}{dC_{-i}} \geq 0$, ou seja, no modelo de Cournot o lucro da firma i, denotado por μ_i, é positivamente relacionado com o nível de custo das firmas rivais, representado no modelo por C_{-i}. Isso quer dizer que quanto mais eficientes forem as firmas rivais, ou seja, quanto menor for C_{-i}, menor será o lucro da firma i. Esse resultado sugere que quando duas firmas se tornam mais eficientes como consequência de uma fusão, haverá uma redução no lucro das demais firmas participantes do mercado.

Além disso, como e $\sum_{i=1}^{n} c_i = C$, a equação do lucro da firma i (equação 7) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\pi_i^* = \frac{(a - C)^2}{b(n+1)^2} \tag{9}$$

Com isso, pode-se observar que, $\frac{d\pi_i}{dn} \leq 0$, ou seja, no modelo de Oligopólio de Cournot, o lucro da firma i, denotado por μ_i, é negativamente relacionado com o número de firmas presentes no mercado, n. Sendo assim, quando uma firma deixa de participar do mercado, espera-se um aumento no lucro das demais firmas que permanecerem em funcionamento.

Farrel e Shapiro (1990) realizaram um estudo a respeito de fusões horizontais em oligopólio de Cournot, e encontraram condições gerais em que qualquer fusão que não gere sinergias, causaria um aumento no nível de preços. Os autores estudaram os efeitos da produção, após um ato de concentração, no bem-estar social usando funções de custo e demanda e, descobriram que as fusões tipicamente elevam os preços. Para uma fusão ser capaz de abaixar o preço, seria necessário economias consideráveis de escala ou aprendizado.

3.3 Teoria do Mercado de Capital Eficiente

Para a aplicação do estudo de eventos, Eckbo (1983, *apud* Aquino *et al*, 2015) se baseou na hipótese de eficiência do mercado de ações (EMH), ou seja, considera que o valor das ações reflete o valor presente do fluxo de caixa das empresas; na hipótese de expectativas racionais (REH) dos agentes e; na hipótese de que algumas fusões anticompetitivas não são

boas apenas para as firmas de dentro das fusões – "*merging firms"* – mas também para as suas rivais. Sem as hipóteses de eficiência e expectativas racionais, a metodologia não seria válida, pois não seria possível estabelecer um padrão para as reações aos eventos analisados.

Se o mercado financeiro é eficiente e avalia que uma fusão será anticompetitiva, é sinalizada uma elevação no valor das ações das empresas rivais. Isso se deve ao fato da expectativa que se cria da elevação de preços dos produtos deste mercado, pois uma fusão retira um competidor do mercado e, além disso, o aumento dos preços da nova firma fundida permite que as rivais também aumentem os seus preços. Sendo assim, um ambiente menos competitivo também favorece as rivais (ECKBO, 1983).

Por outro lado, Eckbo (1983) mostra que se o mercado espera que uma fusão irá permitir ganhos significativos de eficiência produtiva por parte das *merging firms*, então o mercado sinaliza uma queda no preço das ações das rivais (já que estas passarão a competir com firmas que contam com custos mais baixos que os seus).

Sendo assim, de acordo com Santos (2015), podem ser feitas as seguintes interpretações econômicas: se os valores tanto das firmas participantes da fusão como de suas rivais aumentarem, a operação deve ser considerada como prejudicial à concorrência, pois haverá um aumento dos preços no mercado em questão, o que causa uma redução no excedente apropriado pelo consumidor. Por outro lado, se o valor das firmas que se fundiram aumentar e das rivais diminuir, a operação proporcionou um aumento de eficiência, o que favorece um ambiente de concorrência com a redução dos preços e, portanto, há um aumento no bem-estar do consumidor.

Existe ainda um caso incomum, em que o valor das firmas fundidas diminui enquanto o das concorrentes aumenta, de tal forma que a operação reduziria a eficiência das empresas envolvidas no ato de fusão, o que refletiria em um aumento de preços prejudicial à concorrência e ao bem-estar do consumidor. Por outro lado, se o valor tanto das empresas fundidas como das rivais diminuir, haverá aumento na competição, promovendo redução nos preços e elevação do excedente dos consumidores (SANTOS, 2015).

No caso de uma fusão possuir características anticompetitivas, o mercado irá sinalizar através do comportamento dos retornos anormais das firmas rivais (ou *outsiders*), da seguinte forma: no momento do anúncio da proposta de fusão, os retornos anormais obtidos pelas empresas rivais serão positivos, porém se a fusão for desafiada pela autoridade antitruste, as rivais irão apresentar retornos anormais negativos. No entanto, o próprio Eckbo admitiu que

mesmo uma fusão pró competitiva[30]pode gerar retornos anormais positivos para as rivais, uma vez que, tal fusão pode revelar para essas firmas que um possível caminho para a elevação de eficiência é a fusão com um concorrente (DAVIS e GARCÉS, 2009 *apud* AQUINO *et al*, 2015).

3.4 Metodologia

O cálculo dos retornos normais segue o método conhecido como modelo de mercado, que trata-se de um método simples que descreve como o preço de uma ação está relacionado ao valor de um índice de mercado e, portanto, gera resultados semelhantes a modelos alternativos de precificação de ativos, como por exemplo o CAPM[31]. O modelo de mercado, que consiste em uma regressão linear simples do retorno do ativo i sobre o retorno de mercado, foi utilizado por Eckbo (1983 *apud* Aquino *et al* 2015), para calcular os retornos normais:

$$\tilde{r}_{it} = \alpha_i + \beta_i \tilde{r}_{mt} + \tilde{\epsilon}_{it} \quad (10)$$

Onde: $\tilde{r}_{it}$ é o retorno logarítmico da firma i no período t; $\tilde{r}_{mt}$ é o retorno logarítmico da carteira de mercado no período t; α_i e β_i são coeficientes estimado pelo método Mínimos Quadrados Ordinários - MQO.

De acordo com Buccirossi *et al* (2006), a história passada do estoque de uma empresa é usada para estimar os parâmetros que regem esse modelo, e a partir de tais parâmetros estimados é possível determinar o valor hipotético que o estoque da empresa teria alcançado, se a fusão não tivesse ocorrido.

Stillman (1983, apud FERNANDES, 2015) utilizou a ideia desenvolvida por Eckbo incorporando algumas alterações. Em um primeiro passo, classificou diversos eventos para cada fusão, tais como: anúncio da proposta da fusão, queixas na autoridade antitruste, imposições de restrições pela autoridade antitruste, entre outros. Em seguida, estimou a equação (1) de Eckbo para cada empresa dentro da fusão, de forma a verificar se essas datas poderiam ser consideradas como eventos no sentido de demonstrarem algum retorno anormal. Realizou então a seguinte estimação:

[30] Segundo Eckbo (1983), uma fusão pró competitiva se refere aos casos de fusão em que prevalece o ganho eficiência por parte das firmas fundidas, ou seja, a redução de seus custos.
[31] Modelo de precificação de ativos financeiros utilizado para determinar a taxa de retorno de determinado ativo em relação a uma carteira de mercado diversificada.

$$R_{pt} = \alpha_p + \beta_p R_{mt} + \gamma_p D_t + E_{pt} \quad (11)$$

Sendo: R_{pt} o retorno de carteiras igualmente ponderadas compostas por ativos das rivais; R_{mt} o retorno da carteira de mercado com valor ponderado para o período t, D_t uma *dummy* que assume valor 1 quando o dia t é data de um evento e valor 0 caso contrário e E_{pt} o distúrbio da carteira das rivais em t. A variável *dummy* capta os retornos anormais dos ativos.

Duso, Nevel e Roller (2002), utilizaram o estudo de eventos com o objetivo de analisar as decisões de controle de fusão da União Europeia (UE). Para isso consideraram uma amostra de 164 diferentes decisões de controle de fusão da UE e, analisaram as consequências anticompetitivas dessas fusões através da reação dos preços do mercado de ações das firmas rivais, bem como colecionaram evidências sobre se o mercado de ações havia antecipado de forma correta quais fusões seriam anticompetitivas. Para cada caso identificaram as firmas participantes da fusão e as firmas concorrentes da decisão (rivais), e calcularam o retorno anormal na data do anúncio pela imprensa, bem como a alteração anormal no valor de capital próprio. Um dos resultados que obtiveram se trata do fato deque as decisões tomadas pela comissão europeia são pouco sensíveis aos interesses das empresas e, também, não são puramente explicadas pelo interesse em se proteger o excedente do consumidor. Mas por outro lado, existem outros fatores que exerceram papel significativo nas análises, tais como, definição de mercado e efeitos sobre a indústria.

Duso, Gugler e Yurtoglu (2010), verificaram a capacidade do estudo de eventos de capturar ex-ante os efeitos sobre a lucratividade pós fusão tanto das firmas dentro da fusão, como das rivais. Demonstram a capacidade do método em captar os efeitos de um ato de concentração sobre os lucros das rivais ainda no momento do anúncio da fusão. Uma vez que uma fusão quando anticompetitiva é capaz de beneficiar as rivais, saber ex-ante se as firmas irão lucrar com a fusão é de extremo interesse para as agências reguladoras (DUSO, GUGLER e YURTOGLU, 2010 *apud* AQUINO *et al,* 2015).

Primeiro, utilizaram a estimação para retornos normais, ou seja, retornos que ocorreriam caso a fusão não ocorresse, tal como proposto por Eckbo (equação 10) .Posteriormente, propuseram uma estimação para calcular os retornos anormais ocasionados por um evento (que como se pode ver, nada mais são, do que os erros das estimações de retornos normais), dados pela diferença entre o retorno observado e o retorno esperado estimado:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (12)$$

E, por fim, os retornos anormais devem ser somados ao longo de cada janela de intervalo de tempo, de forma a obter o retorno anormal acumulado:

$$AAR_{i,m,t} = \sum_{t=-m}^{t=m} AR_{it} \quad (13)$$

A medida de lucratividade ex-ante é o produto do somatório dos retornos anormais acumulados com o valor de mercado da firma:

$$MV_{AAR_{i,m,n}} = MV_{it} \,.\, AAR_{i,m,t} \quad (14)$$

Buccirossi *et al* (2006), aplicaram a teoria do estudo de eventos nos preços das ações dos principais concorrentes da fusão BICC-Pirelli. O principal resultado que obtiveram, foi que os concorrentes não contaram com ganhos com o evento da fusão, mas os clientes sim, sugerindo que a incorporação gerou um aumento de eficiência, com queda nos preços, e não aumento de poder de mercado. Portanto, pode-se dizer que o mercado financeiro esperava que a fusão fosse pro-competitiva e que a Comissão aceitasse a fusão. A realização desta metodologia para este caso foi considerada bem-sucedida pelos autores, porque foi capaz de fornecer resultados claros sobre o efeito da fusão. Obtiveram resultados menos significativos ao usar janelas maiores, mas ressaltaram que isso se devia ao fato de que não houve vazamentos de informação.

Garcia, Sato e Caselani (2004), utilizaram o estudo de eventos em casos envolvendo instituições do sistema financeiro. Buscaram analisar a relação entre maiores níveis de transparência das empresas e a criação de valor para os acionistas, refletida no preço da ação cotada no mercado brasileiro. Testaram a hipótese de que a emissão de ADRs[32] (*American Depositary Receipts*) de empresas brasileiras não exerceria impacto na valoração das empresas, refletido no preço das ações das empresas do mercado acionário brasileiro.

Obtiveram como resultados, retornos anormais para o preço das ações das empresas, demonstrando que o evento da concessão de registro de ADRs exerceu impacto na valoração das empresas. Observaram que no período próximo ao evento, houve uma acentuada evolução dos retornos anormais, indicando um efeito positivo da concessão do registro da ADR. Sendo assim, os autores defendem que no sentido de fortalecer o mercado brasileiro, é importante que as firmas mantenham informações de qualidade capazes de minimizar assimetrias de informação, e proporcionar confiança aos investidores.

[32] As ADRs foram criadas em 1927 para atender os investidores americanos que desejavam adquirir ações de empresas não sediadas nos EUS. A emissão de ADRs para uma firma, exige a adoção de ele possua padrões elevados de transparência (GARCIA, SATO e CASELANI, 2010).

A metodologia de estudo de eventos apresenta algumas restrições, como: só pode ser aplicada para casos que envolvam empresas com capital aberto, já que utiliza dados do mercado de ações e; quando se trata de empresas multinacionais ou quando os mercados em questão corresponderem a apenas uma parte de suas atividades, fica difícil identificar os efeitos do evento sobre o valor da firma como um todo (SANTOS, 2015). Porém, como neste trabalho o método é aplicado a bancos comerciais que possuem capital aberto e, se trata de valores no mercado de ações brasileiro para empresas com atividades no Brasil (com a fusão, o Bradesco assumiu as operações do HSBC no Brasil), estas restrições podem ser contornadas.

3.5 Caso HSBC-Bradesco

O estudo de evento permite a identificação da presença de efeitos anticompetitivos gerados pela tomada de um ato de concentração, que causam uma perca de bem-estar por parte dos consumidores. Neste ponto, considerando a literatura que diz que na presença de tais consequências ao consumidor deve-se haver uma intervenção da autoridade antitruste, pode-se usar os resultados obtidos pelo estudo de eventos para argumentar se uma intervenção do CADE seria justificada nos casos de atos de concentração no sistema financeiro.

Considerando a hipótese de que o valor das ações de uma instituição respondem rapidamente às mudanças de informações – de forma que os preços dos ativos irão se ajustar de forma praticamente instantânea à ocorrência de uma fusão no setor - e; as hipóteses descritas por Eckbo de eficiência do mercado de ações e, de que algumas fusões anticompetitivas não são boas apenas para as empresas dentro das fusões mas também para as suas rivais; o estudo de eventos pode ser utilizado para o caso da fusão entre os bancos Bradesco e HSBC do Brasil[33].

Campbell, Lo e Mackinlay (1997) propõem a elaboração de um estudo de eventos seguindo os seguintes passos:

i. Definição do evento;

ii. Identificação das empresas com potencial para serem atingidas pela fusão – firmas rivais;

[33] O Bradesco concluiu compra do HSBC Brasil em 2016.

iii. Definição das datas dos eventos relevantes, em que uma escolha comum é a data em que aparecem as primeiras notícias na imprensa a respeito da fusão;

iv. O cálculo dos retornos normais (R), anormais (AR) e dos retornos anormais acumulados (AAR);

v. Realização de testes estatísticos para avaliar a significância dos retornos obtidos no passo anterior e;

vi. Interpretação dos resultados e conclusão.

Fernandes (2015) define ainda que se deve partir da hipótese de que o evento é exógeno, ou seja, ainda não foi precificado pelo mercado. No caso de uma anormalidade se mostrar significante, o evento terá impacto sobre os retornos das empresas e, de acordo com Buccirossi *et al* (2006), é possível se observar os efeitos de uma fusão verificando o sinal de qualquer retorno anormal em torno da data do evento em questão.

Seguindo esses passos para a elaboração de um estudo de eventos, a análise começa com a definição do evento como a fusão entre os bancos Bradesco e HSBC do Brasil, que foi aprovada no dia 08 de junho de 2016.

Em seguida, deve-se definir as empresas a serem consideradas além das envolvidas na fusão, ou seja, as rivais (*outsides the merging*). Para definir tais empresas, foram utilizados dados retirados do *site* Banco Central para o ano da fusão (2016) discriminando quais seriam os bancos com maior participação no mercado bancário a partir dos ativos totais (Tabela 1); e também, a análise de mercado relevante apresentada no Voto feito pelo CADE para o ato de concentração em questão (Ato de Concentração nº 08700.010790/2015-41), apresentada no Quadro 1.

Tabela 1 - Participação Bancária – Ativos Totais (março 2016)

Instituição	Cidade	Ativo Total (mil R$)	Participação (%)
BB	Brasília – DF	1.443.043.788	17,41
ITAU	São Paulo –SP	1.204.787.151	14,54
BRADESCO	Osasco – SP	924.557.045	11,16
SANTANDER	São Paulo– SP	676.006.483	8,16
BTG PACTUAL	Rio de Janeiro - RJ	221.860.650	2,68
HSBC	Curitiba – PR	174.823.643	2,11
SAFRA	São Paulo – SP	140.819.270	1,70
Outros		3.500.862.546	42,24

FONTE: BRASIL. Banco Central, 2016.

Quadro 1 - Ranking por banco para produtos selecionados

BANCO	Dep. à Vista	Crédito Livre PF	Consig. PF	Financ. Habitacional	Financ.de Veículos	Cartão de Crédito	Seg. de Pessoas	Dep. Prazo e Poup.
BB	1º	2º	1º	4º	1º	2º	-	2º
Itaú	2º	1º	3º	2º	3º	1º	1º	3º
Bradesco	3º	3º	4º	3º	4º	3º	2º	4º
CEF	4º	5º	2º	1º	5º	6º	3º	1º
Santander	5º	4º	5º	5º	2º	4º	-	5º
HSBC	6º	6º	6º	6º	6º	5º	4º	6º

FONTE: BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência, 2015.

A parir dos dados da Tabela 1, é possível observar que os bancos envolvidos na fusão, Bradesco e HSBC, detinham 11,16% e 2,11% de participação no mercado, respectivamente. Em relação ao Quadro 1, é apresentado o Ranking por banco para produtos selecionados, que foi utilizado no Voto do conselheiro João Paulo de Resende para a definição do mercado relevante de produto. De acordo com o Voto, o depósito à vista é um dos principais produtos das instituições financeiras, além de ser considerado o principal benefício oriundo das atividades bancárias. Com as informações da Tabela 1 e do Quadro 1, pode-se definir o Banco do Brasil e o Itaú como os principais bancos rivais à operação de fusão analisada.

O próximo passo é definir as datas relevantes para a análise. De acordo com Buccirossi *et al* (2006), a seleção da data do primeiro anúncio da fusão é fundamental ao realizar um estudo de eventos, já que o objetivo é capturar o momento exato em que a notícia sobre a fusão atingiu o mercado de ações e, se esta data estiver correta, pode-se assumir que qualquer alteração nos preços das ações das empresas relevantes nesse dia pode ser interpretada como as expectativas do mercado de ações sobre os efeitos da fusão. Portanto, o primeiro evento a ser considerado neste trabalho se trata *:(i)* da data em foi noticiada a fusão entre os bancos pela mídia (03 de agosto de 2015) – evento 1. Os próximos eventos analisados foram:*(ii)*o dia da notificação de interesse de fusão feito pelos envolvidos no ato de concentração ao CADE – evento 2 (27 de outubro de 2015); *(iii)* o dia em que a fusão foi aprovada pelo CADE (08 de junho de 2016) – evento 3 e; *(iv)*o dia em que os clientes do HSBC migraram definitivamente para o Bradesco (10 de outubro de 2016) – evento 4. Essas informações foram obtidas por publicações da mídia e pelo voto do caso feito pelo CADE.

O interesse em se considerar os eventos 2 e 3 se deve às alterações realizadas na estrutura do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, a partir da implementação da

Nova lei do CADE, em 2011. As mudanças de maior repercussão da lei referem-se à revisão dos atos de concentração, em que nos termos da nova lei, o controle de concentrações empresariais deixou der ser a posteriori. Ou seja, após a Nova lei, qualquer fusão ou aquisição deve ser submetida previamente e somente poderá ser concluída após a aprovação do CADE.

Por fim, a utilização do último evento considerado (evento 4), se deve ao interesse em se considerar um momento que marca o fim de qualquer incerteza quando à operação, como por exemplo a possibilidade de um bloqueio da fusão por parte do CADE. Ou seja, após o momento em que clientes migram para o Bradesco, marcando o fim definitivo da atuação do HSBC, já se pôde observar a aprovação do CADE e a finalização da fusão.

Finalmente, seguindo os passos de Eckbo (1983) e Duso, Gugler e Yurtoglu (2010), deve-se realizar o cálculo dos retornos normais, anormais e dos retornos anormais acumulados. Primeiramente, obtém-se o retorno que normalmente ocorre através da regressão abaixo, tal como proposto por Eckbo, a ser realizada por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), ou seja, é feito um exercício contrafactual:

$$MV_{AAR_{i,m,n}} = MV_{it} \,.\, AAR_{i,m,t} \tag{15}$$

Esta regressão deve ser realizada para um período de tempo anterior à data do evento, conhecido como "janela de estimação", que deve ser suficientemente extensa para que se obtenham parâmetros com propriedades econométricas adequadas para a realização dos testes estatísticos. Portanto, considera-se dados diários de200 dias anteriores à data de cada evento.[34]

Utilizando os retornos normais obtidos pela janela de estimação, pode-se apurar os retornos anormais causados pelo evento (tal como exposto pela equação 12):

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} = R_{it} - (\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 r_{mt}) \tag{12}$$

Ou seja, o retorno anormal é obtido pela diferença entre retorno efetivo (observado) e retorno normal (retorno esperado calculado). O somatório dos retornos anormais obtidos fornece o valor do retorno anormal acumulado (tal como na equação 13):

$$AAR_{i,m,t} = \sum_{t=-m}^{t=m} AR_{it} \tag{13}$$

O retorno anormal acumulado deve ser calculado devido ao fato de que o retorno no dia do evento pode não ser capaz de capturar todos as informações referentes à fusão, já que enquanto alguns agentes podem tomar conhecimento da fusão antes mesmo do anúncio na imprensa, por outro lado, outros agentes podem demorar mais alguns dias para se informarem do caso. Portanto, para calcular este efeito, define-se a "janela do evento" como um período

[34] O tamanho da janela de estimação foi baseado no que foi utilizado pelo trabalho de Aquino *et al* (2015).

no qual se supõe que todas as informações relevantes tenham chegado ao mercado (Buccirossi *et al,* 2006). Sendo assim, a estatística relevante passa a ser o retorno anormal acumulado ao longo deste período (AAR), que é tido como a soma do retorno obtido na data da fusão, mais os retornos anormais dos dias imediatamente anteriores e posteriores a esta data, que ajudam a capturar mais precisamente a expectativa sobre os efeitos da fusão.

São definidas 3 janelas de eventos neste trabalho, seguindo o que foi utilizado por Fernandes (2015): (10:10), contendo 10 cotações diárias anteriores ao evento e 10 posteriores; e da mesma forma, (5:5) e (3:3).

Para a realização dos procedimentos de testes, é preciso se obter a variância do retorno amostral, tal como proposto por Mackinlay (1997):

$$\sigma^2(AR_{it}) = \sigma^2_{\epsilon i} + \frac{1}{L_1}\left[1 + \frac{R_{mt} - \hat{\mu}_m}{\hat{\sigma}^2_m}\right] \quad (16)$$

Em que L_1 representa o tamanho da janela de estimação, $\hat{\mu}_m$ representa a média de R_{mt} e $\hat{\sigma}_m$ representa a variância R_{mt}.

A variância é composta por dois componentes: a variância do erro e a variância adicional decorrente do erro amostral das estimativas dos coeficientes da regressão, sendo que em mostras suficientemente grandes, o segundo termo desaparece. Neste caso, a variância do retorno anormal (AR) é $\sigma^2_{AR} = \sigma^2_{\epsilon}$e; a variância do retorno anormal acumulado é $\sigma^2_{AAR} = L_2\sigma^2_{\epsilon}$, sendo L_2o número de dias da janela do evento.

Por fim, tendo os valores das variâncias, é possível verificar a significância dos valores de AR e AAR através do teste de distribuição t de Student com L_1-2gl, ou pela aproximação da estimação t pela normal patrão, sob a hipótese nula (Ho) de que não existem retornos anormais.

$$t_{AR} = \frac{AR - 0}{\hat{\sigma}^2_{AR_{it}}} = \frac{AR}{\sigma_\epsilon} \quad (17)$$

$$t_{AAR} = \frac{AAR - 0}{\hat{\sigma}^2_{AAR_i}} = \frac{AAR}{\sigma_\epsilon} \quad (18)$$

Essa abordagem se baseia na hipótese de que os retornos seguem distribuições normais, o que pode não ser o caso. Portanto, é aconselhável que se utilize o método descrito acima como forma de se obter os primeiros resultados e, então, se realize outros testes como forma de avaliar a robustez. A seguir, são apresentados dois testes que dispensam a hipótese de normalidade dos retornos: *Bootstrap* e Ranque Generalizado. A escolha destes dois testes a serem aplicados, foi baseado nos testes apresentados e aplicados pelo trabalho de Aquino *et al* (2015).

3.5.1 *Bootstrap*

Em amostras pequenas, é interessante o estudo do desempenho dos estimadores. Os métodos de reamostragem, ou métodos que dependem da retirada de amostras repetidas, permitem quantificar incertezas calculando erros padrões e intervalos de confiança, bem como realizar testes de significância.

Sua utilização exige menos suposições (não requerem que as distribuições sejam normais, nem que as amostras sejam grandes), e geralmente fornecem respostas mais precisas do que os métodos tradicionais. Além disso, são bastante similares para um grande número de estatísticas, não exigem novas fórmulas para cada estatística e, possuem função pedagógica (aprimoram a intuição fornecendo analogias concretas com os conceitos teóricos).

Para realização do teste, deve-se retirar da amostra original $(y_1, y_2, \dots, y_n)$, uma amostra de tamanho n com reposição, chamada de$B_j = (y_1^*, y_2^*, \dots y_n^*)$. Essa é a amostra *Bootstrap* e cada y_i^* é uma escolha aleatória de $(y_1, y_2, \dots, y_n)$. Isso deve ser feito para $j = 1,2, \dots, m$ e então calcula-se cada uma das amostras *Bootstrap* B_j. A distribuição de $\widehat{\theta_j}$ é a distribuição *Bootstrap* do estimador θ.

Para a aplicação do teste *Bootstrap* utilizou-se 1000 reamostras aleatórias. A distribuição *Bootstrap* aproxima-se da forma e dispersão da distribuição amostral, no entanto se concentra no valor da estatística original, e não no valor do parâmetro de interesse. Sendo assim, o teste consiste em gerar várias amostras artificiais e obter a distribuição empírica das estatísticas $\mathrm{t_{AR}}$ e $\mathrm{t_{AAR}}$, descritas anteriormente.

De acordo com Marais (1984), deve-se utilizar os resíduos e estimativas dos dados reais para gerar séries artificiais da variável dependente e, assim, realizar novas regressões e novos valores para as estatísticas avaliadas ($\mathrm{t_{AR}}$ e $\mathrm{t_{AAR}}$). Os passos para a realização do teste de Bootstrap consistem em:

i) Estimar a regressão $r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \epsilon_{it}$ por MQO, para $t = 1, \dots, L_1$

ii) Obter os coeficientes $\hat{\alpha}_\mathrm{i}$ e $\hat{\beta}_\mathrm{i}$, a variância $\hat{\sigma}_\varepsilon^2$ e a série de resíduos $\widehat{\epsilon_t}$.

iii) Computar as estatísticas de teste$\mathrm{t_{AR}}$ e $\mathrm{t_{AAR}}$.

iv) Selecionar aleatoriamente $L_1 + L_2$ observações do vetor $(\hat{\epsilon}_t, rm_t)$, em que $t = 1, \dots, L_1$, sendo L_1 o tamanho da janela de estimação e L_2 o tamanho da janela de eventos, conforme descrito anteriormente.

v) Tratar $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$como os parâmetros reais para computar $L_1 + L_2$ retornos artificiais, ou seja, cria-se uma nova série de variáveis dependentes usando a seleção obtida pelo item anterior.

vi) Com essa nova série de retornos artificiais, deve-se fazer uma nova regressão do modelo de mercado, obtendo novos estimadores $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$e $\hat{\sigma}_\varepsilon^2$. Com esse novo conjunto de estimações, pode-se calcular os retornos anormais e anormais acumulados, além dos testes t_{AR} e t_{AAR}.

vii) Então, deve-se repetir os passos anteriores um grande número de vezes e obter a distribuição empírica das estatísticas definidas por t_{AR} e t_{AAR}.

viii) Por fim, deve-se calcular os valores críticos ao nível de significância de 5%.

3.5.2 Teste de Ranque Generalizado

Um outro teste que prescinde da hipótese de normalidade dos retornos é o teste não paramétrico de ranque, desenvolvido originalmente por Corrado (1989), Corrado e Zivney (1992) e Kolari e Pynnonen (2011). O teste consiste em avaliar se o Retorno Anormal Acumulado Padronizado segue ou não o padrão encontrado nos retornos. Baseia-se no retorno anormal padronizado (RAP) ou no retorno anormal acumulado padronizado (RAAP), da janela de evento.

$$RAP_p = \frac{RA_t}{\sigma_{RA}} \tag{19}$$

$$RAAP = \frac{RAA}{\sigma_{RAA}} \tag{20}$$

Deve-se construir a série U_t a partir dos retornos anormais acumulados generalizados ($RAAG_t$), que possui $L_1 + 1$ elementos:

$$U_t = \frac{Rank(RAAG_t)}{L_1 + 2} - \frac{1}{2}, \quad t = 1,2, \dots L_1, \tau \tag{21}$$

Os retornos anormais acumulados generalizados ($RAAG_t$) são definidos pelo vetor $RAAG_t = \{RAP_1, RAP_2, \dots, RAP_{l_1}, RAAP_\tau\}$, que se trata da união do conjunto formado pelos retornos anormais ocorridos em períodos da janela de estimação L_1, com o conjunto unitário do retorno acumulado da janela de evento $RAAP_\tau$. Ou seja, o retorno acumulado (padronizado) é considerado só mais um ponto na série de retornos anormais.

Tendo conhecimento desta série, é possível se calcular a estatística *t-grank*, conforme definido por Kolari e Pynnonen (2011):

$$t\ grank = Z_\tau \left(\frac{L_1 - 1}{L_1 - Z_\tau^2}\right)^{1/2} \tag{22}$$

Onde:

$$Z_\tau = \frac{U_\tau}{\sigma_U} \tag{23}$$

$$\sigma_U^2 = \frac{\sum_t U_t^2}{L_1 + 1} \tag{24}$$

Kolari e Pynnonen (2011) demonstram que, sob a hipótese nula de que o efeito competitivo do evento (no caso, a fusão) é neutro, a estatística *t-grank* segue uma distribuição *t-Student* com $L_1 - 1$graus de liberdade.

A interpretação do *t-grank* é a mesma do teste t padrão, ou seja, gera-se uma estatística e em seguida, com o auxílio dos valores críticos padronizados, verifica-se se este valor está ou não dentro da área de rejeição da hipótese nula. Além disso, devido a presença de um grande número de observações na janela de estimação (L_1), a inferência pode ser realizada através da normal padrão.

4 BASE DE DADOS

Para a análise por estudo de eventos, deve-se buscar cotações diárias das ações dos principais bancos definidos a partir dos dados do Banco Central e do Voto feito pelo CADE para a fusão em questão: valores de mercado das instituições financeiras envolvidas e atingidas pela fusão e cotações diária da carteira de mercado. Sendo que, neste trabalho, para o retorno de mercado é utilizado o índice IBOV (Bovespa), e como rivais são considerados os dois bancos com maior participação de mercado (como mostra a Tabela 1 e o Quadro 1): Banco do Brasil (BBAS3.SA) e Itaú (ITUB4.SA). Esses dados são retirados do site Yahoo Finanças. É considerado ainda o Bradesco (BBDC3.SA), como forma de analisar os retornos apresentados pela firma que adquiriu o outro banco envolvido na fusão – Banco HSBC.

Existem algumas limitações quanto à utilização de dados baseados no valor das ações pois nem todas as firmas possuem ações cotadas em bolsas e, tal método aplica-se somente à fusões e aquisições horizontais. Porém, como neste trabalho é feita uma análise dos principais bancos comerciais brasileiros, que se tratam de empresas de capital aberto, não será um problema obter os valores de suas cotações em bolsas.

Para a estimação dos modelos para retornos normais, anormais e anormais acumulados, bem como a estimação do teste de hipótese t, foi utilizado o Excel. E para a estimação dos testes *Bootstrap* e Ranque Generalizado, foi utilizado o pacote “Event Study” do R.

5 RESULTADOS

Na apresentação dos resultados é destacado o retorno observado pelos bancos rivais (Banco do Brasil e Itaú) e pelo Bradesco; o retorno observado de mercado (considerando a cotação da carteira de mercado); os retornos estimados (ou normais) para os bancos analisados; o retorno anormal para cada cotação diária considerada em volta da data do evento e; por fim, os retornos anormais acumulados, feitos também para cada cotação diária da janela de eventos. Os três testes apresentados anteriormente foram aplicados para se avaliar os retornos anormais e os retornos anormais acumulados, também para cada cotação diária considerada, feito dia a dia ao longo da janela de evento, inclusive no caso do resultado acumulado, em que se considerou o acumulado a cada dia.

Os resultados são apresentados primeiramente para o rival Banco do Brasil, em seguida para o rival Itaú e, por fim, para o banco do Bradesco, como firma participante da fusão. Embora seja mais comum na literatura do estudo de eventos, que se utilize uma carteira de rivais que considera os preços das ações dos rivais considerados conjuntamente, aplicando um peso a cada rival, neste trabalho se optou por considerar os dois bancos rivais de forma separada. Isso foi feito com o intuito de evitar que o resultado de um primeiro banco influenciasse os resultados do segundo, o que poderia gerar resultados duvidosos. Porém, o que se pôde observar ao analisar os rivais de forma separada, foi que ambos apresentaram um comportamento parecido com a ocorrência dos eventos considerados.

Foram apresentadas tabelas para cada tamanho de janela de evento considerada. A seguir estão expostos os resultados para as janelas com 10 cotações anteriores à data do evento, e 10 posteriores. Isso porque nesta janela de tamanho maior, pode-se observar mais informações e, também, os resultados obtidos apresentaram maior significância estatística após a aplicação dos testes. Os demais tamanhos para a janela de eventos estão disponíveis no APÊNDICE B. Porém, apesar da proposição de se considerar diferentes tamanhos de janelas de eventos, é importante ressaltar que os resultados obtidos pelos três tipos considerados foram no geral parecidos, seguindo sempre uma mesma trajetória.

O primeiro evento a ser considerado foi a data em que a mídia noticiou a negociação de fusão entre os bancos Bradesco e HSBC – 03 de agosto de 2015. Os resultados obtidos pelo Banco do Brasil, como banco rival às firmas participantes da fusão em questão, considerando a janela de evento de tamanho [10:10], são apresentados abaixo. Os resultados

considerando os demais tamanhos de janela de eventos se encontram disponíveis nas Tabelas 14 e 15, dispostas no APÊNDICE B.

Tabela 2 - Evento 1, Janela (10:10) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
20/07/2015	-0,025	-0,027	-0,025	0,000	0,000
21/07/2015	-0,001	-0,023	-0,021	0,020	0,020
22/07/2015	-0,048	-0,012	-0,011	-0,037	-0,017
23/07/2015	-0,016	-0,037	-0,034	0,018	0,001
24/07/2015	-0,010	-0,021	-0,019	0,010	0,011
27/07/2015	0,030	-0,012	-0,012	0,042	0,053*#
28/07/2015	-0,001	-0,002	-0,003	0,001	0,054*#
29/07/2015	0,044	-0,005	-0,005	0,050	0,104*#
30/07/2015	-0,017	-0,001	-0,002	-0,016	0,088*#
31/07/2015	0,023	0,017	0,014	0,009	0,098*#
03/08/2015	0,009	-0,020	-0,019	0,028	0,1258#
04/08/2015	-0,036	0,003	0,002	-0,037	0,088*#
05/08/2015	0,012	-0,007	-0,007	0,019	0,107*#
06/08/2015	-0,028	-0,001	-0,002	-0,026	0,081*#
07/08/2015	-0,029	-0,002	-0,003	-0,027	0,054*#
10/08/2015	0,026	0,023	0,019	0,007	0,061*#
11/08/2015	0,012	0,001	0,000	0,012	0,074*#
12/08/2015	-0,044	0,006	0,004	-0,048	0,025
13/08/2015	-0,044	0,023	0,020	-0,063*#	-0,038
14/08/2015	-0,008	-0,005	-0,005	-0,003	-0,041
17/08/2015	-0,017	-0,019	-0,018	0,001	-0,040

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo Bootstrap; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Os resultados apresentados nesta primeira tabela demonstram a presença dos efeitos de uma fusão anticompetitiva, tal como descrito por Eckbo (1983). Ou seja, o Banco do Brasil, como sendo uma firma rival, apresentou retornos anormais acumulados positivos nos valores das ações diárias ao redor da data do evento em questão, que se mostraram bastante significativos pelos testes t e *Bootstrap*. Isso significa que a ocorrência do evento em questão foi capaz de proporcionar aumento no valor das ações do rival Banco do Brasil.

Ao se considerar janelas de eventos menores (expostas no APÊNDICE B), também foi possível se observar retornos anormais acumulados positivos no valor das ações do Banco do Brasil, embora com menor significância.

O mesmo esvento foi considerado também para a análise dos retornos de um segundo banco rival, o Itaú. Os resultados para a maior janela de eventos se encontram na Tabela 3 abaixo, e os resultados para as demais janelas se encontram nas Tabelas 16 e 17, dispostas no APÊNDICE B.

Tabela 3 - Evento 1, Janela (10:10) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
20/07/2015	-0,006	-0,027	-0,019	0,012	0,012
21/07/2015	-0,008	-0,023	-0,016	0,007	0,020
22/07/2015	-0,016	-0,012	-0,008	-0,007	0,012
23/07/2015	-0,042	-0,037	-0,025	-0,017	-0,004
24/07/2015	-0,004	-0,021	-0,014	0,010	0,005
27/07/2015	-0,002	-0,012	-0,009	0,007	0,012
28/07/2015	0,018	-0,002	-0,002	0,020	0,033
29/07/2015	0,010	-0,005	-0,004	0,014	0,046*#
30/07/2015	-0,012	-0,001	-0,001	-0,011	0,035*#
31/07/2015	0,028	0,017	0,010	0,018	0,053*#
03/08/2015	-0,005	-0,020	-0,014	0,009	0,062*#
04/08/2015	-0,024	0,003	0,001	-0,025	0,036*#
05/08/2015	-0,002	-0,007	-0,005	0,003	0,040*#
06/08/2015	-0,004	-0,001	-0,001	-0,002	0,037*#
07/08/2015	-0,029	-0,002	-0,002	-0,027	0,010
10/08/2015	0,013	0,023	0,014	-0,001	0,009
11/08/2015	-0,002	0,001	0,000	-0,002	0,007
12/08/2015	-0,029	0,006	0,003	-0,032	-0,025
13/08/2015	-0,035	0,023	0,014	-0,050*#	-0,075*#
14/08/2015	-0,001	-0,005	-0,004	0,003	-0,072*#
17/08/2015	-0,010	-0,019	-0,013	0,003	-0,070*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Os resultados apresentados pelo Itaú seguiram um comportamento bastante parecido com o observado no caso do Banco do Brasil. Houve a presença de retornos anormais acumulados positivos nas cotações dos dias imediatamente anteriores e posteriores à data do evento considerado. Ou seja, o Itaú também se trata de uma rival seguindo o comportamento descrito por Eckbo para o caso de firmas anticompetitivas.

Da mesma forma com o que ocorre para o Banco do Brasil, resultados parecidos com os expostos acima também aparecem para as janelas menores da análise feita ao banco Itaú (APÊNDICE B), embora com menor significância.

A partir dos resultados apresentados pelos dois bancos rivais analisados, é perceptível a presença de efeitos anticompetitivos causado pela ocorrência do evento 1. Ou seja, com o anúncio feito pela mídia das negociações de fusão entre dois bancos, o mercado sinalizou um aumento anormal no valor das ações dos bancos rivais à fusão. Consequentemente, espera-se que os consumidores finais incorram com uma queda em seus excedentes.

Por fim, foi analisado também como o valor das ações da firma envolvida na fusão - no caso o Bradesco - se comportaram após a divulgação da notícia de sua fusão com o banco HSBC. Os resultados para o primeiro tamanho de janela de evento considerado se encontram

na Tabela 4 abaixo, e os resultados para as demais janelas se encontram nas Tabelas 18 e 19 do APÊNDICE B.

Tabela 4 - Evento 1, Janela (10:10) – Bradesco

Data	R Bradesco	R BVM	E Bradesco	AR	AAR
20/07/2015	-0,007	-0,027	-0,020	0,013	0,013
21/07/2015	-0,004	-0,023	-0,017	0,013	0,025
22/07/2015	-0,003	-0,012	-0,009	0,007	0,032
23/07/2015	-0,045	-0,037	-0,027	-0,019	0,013
24/07/2015	0,002	-0,021	-0,015	0,017	0,030
27/07/2015	0,003	-0,012	-0,010	0,013	0,043*#
28/07/2015	0,018	-0,002	-0,002	0,021	0,064*#
29/07/2015	0,026	-0,005	-0,004	0,031	0,094*#
30/07/2015	-0,013	-0,001	-0,002	-0,011	0,083*#
31/07/2015	0,016	0,017	0,010	0,006	0,089*#
03/08/2015	-0,009	-0,020	-0,015	0,006	0,094*#
04/08/2015	-0,011	0,003	0,001	-0,011	0,083*#
05/08/2015	0,005	-0,007	-0,006	0,011	0,094*#
06/08/2015	-0,004	-0,001	-0,002	-0,002	0,092*#
07/08/2015	-0,025	-0,002	-0,003	-0,023	0,069*#
10/08/2015	0,008	0,023	0,014	-0,007	0,062*#
11/08/2015	0,000	0,001	-0,001	0,001	0,063*#
12/08/2015	-0,027	0,006	0,003	-0,029	0,033
13/08/2015	-0,014	0,023	0,015	-0,028	0,005
14/08/2015	-0,007	-0,005	-0,004	-0,003	0,002
17/08/2015	-0,018	-0,019	-0,014	-0,004	-0,002

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018

Os resultados obtidos pelo Bradesco apresentam retornos anormais acumulados positivos para os dias em torno da data do evento analisado, ou seja, o mercado entende que o Bradesco poderia se tornar mais eficiente com a sua fusão com o banco HSBC. Esse fato condiz com a teoria de que a fusão entre duas firmas permite que elas se tornem mais lucrativas após unirem suas capacidades.

O próximo momento a ser analisado se trata da data da notificação ao CADE feita pelos bancos Bradesco e HSBC de intenção de fusão, em 27 de outubro de 2015. Os resultados obtidos para o Banco do Brasil considerando a primeira janela de evento se encontram na Tabela 5 abaixo, e os resultados para as demais janelas se encontra no APENDICE B, nas Tabelas 20 e 21.

Tabela 5 - Evento 2, Janela (10:10) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
13/10/2015	-0,083	-0,013	-0,010	-0,073*#$	-0,073*#$
14/10/2015	-0,009	-0,040	-0,029	0,020	-0,053*#
15/10/2015	-0,014	0,019	0,012	-0,026	-0,079*#$
16/10/2015	-0,018	-0,007	-0,007	-0,011	-0,090*#$
19/10/2015	0,044	0,002	-0,001	0,045	-0,045
20/10/2015	-0,032	-0,007	-0,007	-0,026	-0,071*#$
21/10/2015	0,012	-0,001	-0,002	0,015	-0,056*#
22/10/2015	0,015	0,043	0,028	-0,013	-0,069*#$
23/10/2015	-0,014	0,016	0,009	-0,023	-0,092*#$
26/10/2015	-0,020	0,002	-0,001	-0,019	-0,111*#$
27/10/2015	0,013	-0,010	-0,009	0,022	-0,089*#$
28/10/2015	-0,017	-0,012	-0,010	-0,007	-0,096*#$
29/10/2015	-0,048	-0,025	-0,019	-0,029	-0,126*#$
30/10/2015	0,030	-0,010	-0,009	0,039	-0,086*#$
03/11/2015	0,088	0,088	0,059	0,030	-0,057*#
04/11/2015	0,004	-0,007	-0,007	0,011	-0,046
05/11/2015	0,049	-0,006	-0,006	0,055*#	0,009
06/11/2015	-0,049	-0,019	-0,015	-0,034	-0,026
09/11/2015	-0,024	0,007	0,003	-0,027	-0,053*#
10/11/2015	0,009	0,012	0,007	0,002	-0,051*#
11/11/2015	0,008	0,022	0,013	-0,006	-0,056*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

É possível observar que a ocorrência da notificação feita ao CADE de interesse de fusão entre os Bancos Bradesco e HSBC parece ter influenciado negativamente o valor das ações do seu rival Banco do Brasil. Houve um retorno anormal acumulado negativo nas ações diárias ao redor do dia do evento que se mostraram bastante significativos pelos três testes utilizados (teste t, Bootstrap e t-Rank).

Ao se considerar janelas de evento menores (resultados se encontram no APÊNDICE B), esses resultados anormais negativos no valor das ações do Banco Brasil também puderam ser observados, embora com menor significância.

O mesmo esvento foi considerado também para a análise dos retornos de um segundo banco rival, o Itaú. A Tabela 6 abaixo apresenta os resultados para a janela de evento de tamanho [10:10] (os resultados para os demais tamanhos de janela se encontram disponíveis no APÊNDICE B, nas Tabelas 22 e 23).

O banco Itaú apresentou resultados com um comportamento bastante parecido com os observados pelo Banco do Brasil: também houve uma redução anormal nos valores das ações do rival ao redor da data do evento, principalmente quando se considera uma janela de eventos mais extensas (Janela 10:10 apresentada na tabela 6).

Tabela 6 - Evento 2, Janela (10:10) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
13/10/2015	-0,053	-0,013	-0,008	-0,045*#	-0,045*#
14/10/2015	-0,009	-0,040	-0,023	0,014	-0,032
15/10/2015	-0,017	0,019	0,009	-0,026	-0,057*#
16/10/2015	-0,015	-0,007	-0,005	-0,010	-0,067*#
19/10/2015	0,024	0,002	0,000	0,024	-0,043*#
20/10/2015	-0,020	-0,007	-0,005	-0,015	-0,059*#
21/10/2015	-0,007	-0,001	-0,002	-0,006	-0,064*#
22/10/2015	0,021	0,043	0,022	-0,001	-0,065*#
23/10/2015	-0,007	0,016	0,007	-0,014	-0,079*#
26/10/2015	-0,015	0,002	0,000	-0,014	-0,093*#
27/10/2015	-0,006	-0,010	-0,007	0,001	-0,092*#
28/10/2015	0,007	-0,012	-0,008	0,014	-0,078*#
29/10/2015	-0,027	-0,025	-0,015	-0,013	-0,091*#
30/10/2015	0,018	-0,010	-0,007	0,025	-0,066*#
03/11/2015	0,064	0,088	0,046	0,018	-0,048*#
04/11/2015	0,002	-0,007	-0,005	0,008	-0,040*#
05/11/2015	0,012	-0,006	-0,005	0,017	-0,023
06/11/2015	-0,015	-0,019	-0,012	-0,004	-0,027
09/11/2015	-0,026	0,007	0,002	-0,028	-0,055*#
10/11/2015	0,006	0,012	0,005	0,001	-0,054*#
11/11/2015	0,027	0,022	0,011	0,017	-0,037*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Portanto, o resultado apresentado por este segundo evento mostra um comportamento contrário à teoria de efeitos anticompetitivos: com o anuncio de intenção de fusão feia ao CADE, os bancos rivais sofreram uma redução anormal nos valores de suas ações ao longo dos dias ao redor da data do evento. Sendo assim, entende-se que as firmas rivais incorreriam com prejuízos após a ocorrência do evento, e os consumidores, por outro lado, poderiam desfrutar de preços melhores quanto aos serviços das rivais.

Por um lado, esses resultados podem ser interpretados como uma contradição à teoria de efeitos anticompetitivos. Porém, considerando as hipóteses de agentes racionais e de que o valor das ações se ajustam de forma praticamente instantânea, pode-se argumentar que os ajustes nos retornos dos bancos rivais já teriam sido feitos na ocorrência do evento 1, quando a fusão havia sido noticiada pela primeira vez. Depois disso, novas notícias da fusão poderiam não causar os mesmos efeitos nos retornos, posto que os agentes já teriam incluído as informações na tomada de suas expectativas anteriormente. Ou seja, pode-se entender que o evento 2 não se trata de um evento de interesse para o cálculo de retornos anormais.

Além disso, o evento 2 pode ser caracterizado como um momento de incerteza, pois se trata da ocorrência da notificação ao CADE de interesse de fusão por parte dos dois bancos

interessados. Ou seja, nesta data, existem dúvidas quanto à tomada de decisão do CADE, que poderia ser favorável a fusão ou não.

Finalmente, foi analisado também como os valores das ações da firma envolvida na fusão (o Bradesco) se comportaram após anunciarem a intenção de se fundirem com o Banco HSBC. Os resultados são apresentados na Tabela 7 abaixo para a primeira janela de eventos considerada, e nas Tabelas 24 e 25 que se encontram no APÊNDICE B para as demais janelas.

Tabela 7 - Evento 2, Janela (10:10) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Brad	AR	AAR
13/10/2015	-0,056	-0,013	-0,009	-0,047*#	-0,047*#
14/10/2015	0,002	-0,040	-0,025	0,026	-0,021
15/10/2015	-0,007	0,019	0,009	-0,016	-0,037
16/10/2015	-0,012	-0,007	-0,006	-0,006	-0,043*#
19/10/2015	-0,003	0,002	-0,001	-0,002	-0,045*#
20/10/2015	-0,016	-0,007	-0,006	-0,010	-0,055*#
21/10/2015	-0,007	-0,001	-0,002	-0,005	-0,060*#
22/10/2015	0,012	0,043	0,023	-0,011	-0,071*#
23/10/2015	-0,015	0,016	0,007	-0,023	-0,094*#
26/10/2015	0,003	0,002	-0,001	0,004	-0,090*#
27/10/2015	0,000	-0,010	-0,007	0,007	-0,083*#
28/10/2015	0,015	-0,012	-0,009	0,024	-0,059*#
29/10/2015	-0,039	-0,025	-0,016	-0,023	-0,082*#
30/10/2015	-0,003	-0,010	-0,008	0,005	-0,076*#
03/11/2015	0,058	0,088	0,049	0,009	-0,067*#
04/11/2015	-0,006	-0,007	-0,006	0,000	-0,067*#
05/11/2015	0,011	-0,006	-0,006	0,017	-0,050*#
06/11/2015	-0,017	-0,019	-0,013	-0,005	-0,055*#
09/11/2015	-0,029	0,007	0,002	-0,031	-0,086*#
10/11/2015	-0,009	0,012	0,005	-0,014	-0,100*#
11/11/2015	0,014	0,022	0,011	0,003	-0,097*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Embora se trate da firma envolvida na fusão, o Bradesco também apresentou resultados de acordo com a tendência seguida por seus rivais. Ou seja, os valores das ações ao redor da data do evento apresentaram retornos anormais acumulados negativos e significativos, principalmente quando se considera uma janela de evento maior.

Uma possível explicação para este fato seria a interpretação de que a fusão poderia estar ocorrendo como uma forma de recuperar a lucratividade de um dos bancos envolvidos no ato de concentração, ou seja, neste caso a fusão seria tomada como consequência de dificuldades incorridas por uma das firmas envolvidas. Porém, considerando os resultados

apresentados pelos bancos rivais, que também apresentaram retornos anormais negativos, a ocorrência deste mesmo comportamento para os retornos do Bradesco deve estar mais ligado a outros acontecimentos presentes no momento do evento 2, não controlados na análise de estudo de eventos, do que propriamente da notificação de intenção de fusão feita ao CADE, que parece não se tratar de um evento de interesse de fato.

É importante ressaltar que os retornos anormais observados se tratam apenas do resultado acumulado. Quando se considera um dia em isolado não é possível se aceitar a hipótese de presença de retorno anormal. Porém, ao se considerar o acumulado do período, tal anormalidade dos retornos se torna perceptível, o que demostra uma trajetória negativa seguida pouco ao pouco ao longo dos dias, de forma que no final do período se torna um resultado negativo mais significativo.

O terceiro evento a ser considerado se trata da data em que a fusão entre Bradesco e HSBC foi aprovada – 08 de junho de 2016. As tabelas a seguir mostram o comportamento das ações das mesmas firmas consideradas anteriormente, para os dias ao redor deste terceiro evento (resultados encontram-se também no APÊNDICE B, para os casos de estudo de eventos usando os tamanhos menores de janelas de evento).

Tabela 8 - Evento 3, Janela (10:10) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
24/05/2016	-0,060	-0,006	-0,009	-0,051	-0,051
25/05/2016	0,029	-0,004	-0,007	0,037	-0,015
27/05/2016	-0,019	0,006	0,003	-0,023	-0,037
30/05/2016	0,017	-0,012	-0,015	0,032	-0,005
31/05/2016	0,004	-0,005	-0,008	0,012	0,006
01/06/2016	0,006	0,008	0,005	0,002	0,008
02/06/2016	0,020	0,010	0,007	0,013	0,021
03/06/2016	0,024	0,027	0,024	-0,001	0,020
06/06/2016	-0,010	-0,012	-0,015	0,005	0,025
07/06/2016	-0,012	-0,013	-0,016	0,005	0,030
08/06/2016	0,031	0,036	0,033	-0,001	0,028
09/06/2016	-0,003	0,000	-0,003	0,000	0,028
10/06/2016	-0,049	-0,040	-0,043	-0,006	0,022
13/06/2016	0,008	-0,014	-0,017	0,026	0,048
14/06/2016	-0,035	-0,005	-0,008	-0,027	0,021
15/06/2016	-0,001	0,023	0,020	-0,021	0,000
16/06/2016	0,006	-0,004	-0,007	0,012	0,012
17/06/2016	-0,012	-0,004	-0,007	-0,005	0,007
20/06/2016	0,037	0,036	0,033	0,004	0,011
21/06/2016	-0,045	0,017	0,014	-0,058$	-0,047
22/06/2016	-0,003	0,002	-0,001	-0,003	-0,050

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Neste terceiro momento, o Banco do Brasil, como rival, apresentou retornos anormais positivos no momento da ocorrência do evento. Ou seja, se trata do caso descrito por Eckbo de fusões anticompetitivas, em que as rivais podem se beneficiar de uma fusão tida por outras firmas. Porém, tais resultados não se mostraram significativos basicamente para nenhum dos três testes considerados, e para nenhum dos três tamanhos de janelas considerado.

A data de aprovação da fusão entre os bancos Bradesco e HSBC foi analisada também para o Itaú.

Assim como o Banco do Brasil, o Itaú apresentou retornos anormais em geral positivos em torno da data do evento, porém os resultados anormais não foram significativos para nenhum dos três testes considerados, e em nenhum dos três tamanhos de janelas analisados. Ou seja, a aprovação da fusão parece não acarretar em anormalidades no valor das ações das firmas rivais à fusão. Se trata de um caso em que o evento possui um efeito neutro sobre o desempenho das rivais.

Tabela 9 - Evento 3, Janela (10:10) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
24/05/2016	-0,001	-0,006	-0,005	0,004	0,004
25/05/2016	-0,005	-0,004	-0,004	0,000	0,004
27/05/2016	-0,010	0,006	0,003	-0,013	-0,009
30/05/2016	0,000	-0,012	-0,009	0,009	0,000
31/05/2016	-0,022	-0,005	-0,005	-0,017	-0,017
01/06/2016	0,014	0,008	0,004	0,011	-0,007
02/06/2016	0,011	0,010	0,006	0,006	-0,001
03/06/2016	0,003	0,027	0,017	-0,015	-0,016
06/06/2016	-0,010	-0,012	-0,010	0,000	-0,016
07/06/2016	0,016	-0,013	-0,011	0,027	0,011
08/06/2016	0,015	0,036	0,023	-0,008	0,003
09/06/2016	-0,002	0,000	-0,001	-0,001	0,002
10/06/2016	-0,051	-0,040	-0,029	-0,022	-0,021
13/06/2016	0,004	-0,014	-0,011	0,016	-0,005
14/06/2016	-0,014	-0,005	-0,005	-0,010	-0,015
15/06/2016	-0,005	0,023	0,015	-0,020	-0,034
16/06/2016	0,018	-0,004	-0,004	0,022	-0,012
17/06/2016	-0,002	-0,004	-0,004	0,001	-0,011
20/06/2016	0,017	0,036	0,024	-0,007	-0,018
21/06/2016	0,000	0,017	0,010	-0,011	-0,029
22/06/2016	-0,017	0,002	0,000	-0,018	-0,046*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

O evento três foi observado também para os resultados apresentados pelo Bradesco, como firma que obteve os serviços do HSBC somados a seus próprios serviços. A Tabela 10

apresenta os resultados para a janela de evento de tamanho [10:10], e as Tabelas 30 e 31, do APÊNDICE B apresentam os resultados para as janelas de eventos de tamanhos [5:5] e [3:3].

Tabela 10 - Evento 3, Janela (10:10) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Itaú	AR	AAR
24/05/2016	0,007	-0,006	-0,006	0,013	0,013
25/05/2016	-0,007	-0,004	-0,005	-0,002	0,011
27/05/2016	-0,014	0,006	0,003	-0,016	-0,005
30/05/2016	-0,004	-0,012	-0,010	0,007	0,002
31/05/2016	-0,037	-0,005	-0,005	-0,032	-0,030
01/06/2016	0,011	0,008	0,004	0,007	-0,022
02/06/2016	0,017	0,010	0,005	0,012	-0,011
03/06/2016	0,018	0,027	0,018	0,000	-0,011
06/06/2016	-0,008	-0,012	-0,010	0,002	-0,008
07/06/2016	0,002	-0,013	-0,011	0,014	0,006
08/06/2016	0,022	0,036	0,024	-0,002	0,003
09/06/2016	0,002	0,000	-0,002	0,004	0,007
10/06/2016	-0,031	-0,040	-0,031	0,000	0,007
13/06/2016	0,013	-0,014	-0,012	0,025	0,032
14/06/2016	-0,016	-0,005	-0,005	-0,010	0,021
15/06/2016	-0,005	0,023	0,015	-0,020	0,001
16/06/2016	0,014	-0,004	-0,004	0,018	0,019
17/06/2016	0,002	-0,004	-0,004	0,006	0,026
20/06/2016	0,015	0,036	0,024	-0,010	0,016
21/06/2016	0,011	0,017	0,010	0,001	0,017
22/06/2016	0,003	0,002	0,000	0,004	0,020

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Quando se considera uma janela de 5 dias em torno da data do evento (Tabela 32, APÊNDICE B), é possível observar um retorno anormal acumulado positivo e significativo para o Bradesco. Sendo assim, a fusão desta firma com o HSBC parece ter rendido benefícios captados pelo valor de sua cotação que se mostra com uma trajetória de crescimento. Provavelmente isso se deve ao ganho de eficiência proporcionado pela junção das capacidades produtivas das duas firmas.

Os resultados apresentados pelo Bradesco, bem como por ambos os bancos rivais, não foram significativos aos testes aplicados. Portanto existe uma neutralidade do evento 3, ou seja, a data de aprovação da fusão por parte do CADE não foi capaz de alterar a percepção do mercado quanto aos retornos apresentados pelos bancos analisados. Talvez essa neutralidade ocorra pelo fato do evento 3 (assim como o evento 2) não se tratar de um evento de fato, já que informações referentes a fusão analisada já teriam sido incorporadas no valor das ações anteriormente. Mas, por outro lado, talvez essa neutralidade seja uma consequência da

incerteza que existe no Brasil em relação a efetividade das decisões do CADE em atos de concentrações envolvendo instituições financeiras. Ou seja, os agentes poderiam simplesmente optar por esperar por uma decisão do Banco Central ao invés de confiar na posição do CADE.

O último evento a ser analisado se trata do dia em que os clientes do HSBC migraram definitivamente para o Bradesco. O primeiro banco rival a ser analisado é o Banco do Brasil. Os resultados para a janela de eventos de tamanho [10:10] se encontram dispostos abaixo, e os resultados para os demais tamanhos de janelas de eventos aplicados encontram-se nas Tabelas 32 e 33 do APÊNDICE B:

Os resultados obtidos pelos três tamanhos de janela de eventos demostram a presença de retornos anormais acumulados positivos a partir dos dias posteriores a data em que clientes do HSBC passaram a utilizar dos serviços do Bradesco.

Tabela 11 - Evento 4, Janela (10:10) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
26/09/2016	-0,011	-0,016	-0,015	0,004	0,004
27/09/2016	0,008	0,007	0,007	0,001	0,006
28/09/2016	0,019	0,009	0,009	0,010	0,016
29/09/2016	-0,029	-0,022	-0,021	-0,008	0,008
30/09/2016	0,008	0,011	0,011	-0,003	0,004
03/10/2016	0,024	0,035	0,034	-0,010	-0,006
04/10/2016	0,003	-0,009	-0,008	0,011	0,005
05/10/2016	0,023	0,011	0,011	0,012	0,017
06/10/2016	0,031	0,003	0,003	0,028	0,045
07/10/2016	0,024	0,018	0,017	0,007	0,052
10/10/2016	0,007	0,006	0,006	0,001	0,053
11/10/2016	-0,023	-0,024	-0,023	0,000	0,053
13/10/2016	0,017	0,006	0,005	0,012	0,065*#$
14/10/2016	0,026	0,006	0,006	0,020	0,085*#$
17/10/2016	0,059	0,006	0,005	0,053	0,138*#$
18/10/2016	0,021	0,002	0,002	0,019	0,158*#$
19/10/2016	-0,019	0,022	0,022	-0,040	0,118*#$
20/10/2016	0,021	0,020	0,020	0,001	0,119*#$
21/10/2016	0,012	0,000	0,000	0,012	0,131*#$
24/10/2016	-0,008	0,003	0,003	-0,011	0,120*#$
25/10/2016	-0,024	-0,014	-0,013	-0,010	0,110*#$

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap;* $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Nos dias anteriores a tal data, o retorno anormal já apresenta tendências positivas, mas isso só se torna significativo após a data do evento. Este é um resultado interessante pois demonstra que a extinção definitiva de um dos concorrentes do mercado considerado parece

ter sido capaz de gerar efeitos positivos às firmas rivais. Ou seja, foi possível observar a presença dos efeitos anticompetitivos descritos por Eckbo.

Em relação ao segundo banco rival considerado, o Itaú, chegou-se aos resultados apresentados pela Tabela 12, para a janela de eventos de tamanho [10:10] (os resultados encontrados com a aplicação dos demais tamanhos de janelas de eventos se encontram no APÊNDICE B):

Os resultados encontrados pelo Itaú estão de acordo com os resultados encontrados pela primeira rival analisada (Banco do Brasil). Com isso, os efeitos anticompetitivos que geram valoração das ações das rivais, foram perceptíveis em ambas as rivais analisadas.

Tabela 12- Evento 4, Janela (10:10) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
26/09/2016	-0,008	-0,016	-0,010	0,002	0,002
27/09/2016	0,011	0,007	0,005	0,007	0,009
28/09/2016	0,007	0,009	0,006	0,001	0,010
29/09/2016	-0,025	-0,022	-0,014	-0,012	-0,001
30/09/2016	-0,002	0,011	0,007	-0,009	-0,011
03/10/2016	0,023	0,035	0,023	0,001	-0,010
04/10/2016	0,009	-0,009	-0,005	0,014	0,004
05/10/2016	0,020	0,011	0,007	0,012	0,017
06/10/2016	0,008	0,003	0,002	0,006	0,023
07/10/2016	0,009	0,018	0,011	-0,002	0,021
10/10/2016	0,001	0,006	0,004	-0,003	0,018
11/10/2016	-0,003	-0,024	-0,015	0,012	0,030
13/10/2016	0,011	0,006	0,004	0,008	0,037*#
14/10/2016	0,019	0,006	0,004	0,015	0,052*#
17/10/2016	0,022	0,006	0,004	0,018	0,070*#
18/10/2016	-0,078	0,002	0,001	-0,079*#	-0,009
19/10/2016	-0,016	0,022	0,015	-0,031	-0,040*#
20/10/2016	0,003	0,020	0,013	-0,010	-0,050*#
21/10/2016	-0,002	0,000	0,000	-0,002	-0,052*#
24/10/2016	-0,009	0,003	0,002	-0,011	-0,063*#
25/10/2016	-0,005	-0,014	-0,009	0,004	-0,059*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

A extinção dos serviços prestados pelo HSBC com a transferência de sua carteira de clientes para o cuidado do Bradesco marcou um momento de retornos anormais positivos para os bancos rivais considerados. Sendo assim, com a ocorrência deste evento os bancos passaram a obter preços mais elevados pela prestação de seus serviços, o que causa uma redução no excedente dos consumidores.

Em relação ao Itaú, embora nos dias imediatamente posteriores à data do evento, seja possível observar a presença de retornos anormais positivos, condizente com a teoria de fusões com efeitos anticompetitivas, nos dias seguintes a estes, os retornos anormais passam a ser negativos. Uma possível explicação para esse comportamento pode ser dada pela seguinte interpretação: em uma primeira fase, com a redução de um banco participando da competição, juntamente com o fim das expectativas de obterem novos clientes anteriormente pertencentes ao HSBC, o banco Itaú pôde cobrar maiores preços na prestação de seus serviços e, em uma segunda fase, passa a existir a percepção de um competidor que se tornou mais eficiente após a ocorrência do evento – o Bradesco e, portanto, o banco Itaú teria uma nova redução no valor de seus retornos.

Por fim, foi analisado também os valores das ações do Bradesco, para o período em que passaram a contar definitivamente com os clientes anteriormente participantes da carteira de clientes do HSBC. Os resultados para a janela de eventos de tamanho [10:10] se encontram na Tabela 13 abaixo, e para os demais tamanhos de janela de eventos, nas Tabelas 36 e 37 do APÊNDICE B.

Tabela 13 - Evento 4, Janela (10:10) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Brad	AR	AAR
26/09/2016	-0,007	-0,016	-0,011	0,004	0,004
27/09/2016	0,005	0,007	0,005	0,000	0,004
28/09/2016	0,006	0,009	0,006	0,000	0,004
29/09/2016	-0,018	-0,022	-0,015	-0,003	0,001
30/09/2016	0,001	0,011	0,007	-0,006	-0,005
03/10/2016	0,002	0,035	0,024	-0,022	-0,026
04/10/2016	0,010	-0,009	-0,006	0,017	-0,010
05/10/2016	0,015	0,011	0,007	0,008	-0,002
06/10/2016	0,004	0,003	0,002	0,003	0,000
07/10/2016	0,015	0,018	0,012	0,004	0,004
10/10/2016	0,006	0,006	0,004	0,002	0,006
11/10/2016	0,001	-0,024	-0,017	0,018	0,023
13/10/2016	0,002	0,006	0,004	-0,002	0,022
14/10/2016	0,007	0,006	0,004	0,003	0,025
17/10/2016	0,011	0,006	0,003	0,007	0,032
18/10/2016	0,025	0,002	0,001	0,024	0,056*#
19/10/2016	-0,007	0,022	0,015	-0,022	0,034*#
20/10/2016	0,005	0,020	0,014	-0,008	0,026
21/10/2016	-0,009	0,000	0,000	-0,008	0,018
24/10/2016	-0,010	0,003	0,002	-0,012	0,006
25/10/2016	-0,004	-0,014	-0,010	0,006	0,012

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Os valores das ações do Bradesco, como firma participante da fusão, apresentaram também uma elevação após a efetivação da fusão, que pode estar relacionada ao fato de passarem a contar com um maior número de clientes sob os seus serviços. Tais resultados se mostram significantes apenas para alguns dias, mas ainda assim existiram.

A ocorrência de retornos anormais positivos no banco Bradesco pode ser explicada por dois motivos: o aumento da quantidade de seus clientes, com a migração dos antigos clientes do HSBC para o seu cuidado proporciona retornos maiores para o banco e, além disso, após a data desse acontecimento o Bradesco pode aumentar de fato seus preços, pois é coerente se pensar em antes dessa data, ele estaria mantendo preços atrativos para não estimular a migração dos antigos clientes do HSBC para bancos concorrentes.

Mais uma vez é importante destacar que a tendência anormal positiva observada tanto pelas duas rivais analisadas como pela firma participante da fusão, pode ser feita apenas para os resultados acumulados. Ou seja, as elevações nos valores das ações em dias isolados não podem ser consideradas como variações anormais, mas quando se considera o resultado acumulado dos dias ao longo do período que se segue a data de migração dos clientes do HSBC para o Bradesco, os retornos anormais positivos passam a ser mais perceptíveis e significativos.

6 CONCLUSÃO

A metodologia de estudo de eventos deve ser considerada como de grande utilidade, especialmente na análise antitruste, pois conta com uma base teórica sólida que exige dados que são públicos e facilmente disponíveis, os preços das ações das empresas de capital aberto. Os agentes de mercado absorvem informações novas muito rapidamente, o que facilita a aplicação do método de uma forma rápida, dias após a ocorrência de um evento. Além disso, embora o número de empresas listadas na bolsa de valores seja limitado, quando se trata de questões de análise de concorrência, grande parte das fusões importantes incluem empresas com capital aberto.

Considerando a agilidade da aplicação do método, uma proposta interessante para a aplicação do método do estudo de eventos, se trata de sua utilização como forma de se aplicar um filtro para posteriores análises. Ou seja, quando se envolve a análise de atos de concentração, pode-se realizar o estudo de eventos para coletar primeiros resultados e, caso estes sejam relevantes, deve-se então buscar a realização de outras análises mais específicas. Essa proposta pode ser de grande utilidade para órgãos reguladores, como o CADE.

O estudo desenvolvido por Eckbo (1983) defende que uma fusão horizontal entre duas firmas é capaz de gerar efeitos que sejam positivos não apenas para as firmas que participam da fusão, mas também para as firmas rivais. A análise para um caso de fusão dentro do setor financeiro: Bradesco e HSBC, não foi capaz de evidenciar a presença dos efeitos descritos por Eckbo nem no momento do anuncio da intenção de fusão entre os dois bancos ao CADE e nem no momento da aprovação de tal fusão. Porém ,a presença dos efeitos anticompetitivos descrito por Eckbo, pôde ser observada em dois momentos para ambas as firmas rivais analisadas: no evento da divulgação da notícia de que os bancos Bradesco e HSBC negociavam uma fusão e; a partir do momento em que a fusão passou a existir de fato, com a extinção dos serviços prestados anteriormente pelo HSBC, para a atuação exclusivamente do Bradesco, que adquiriu os clientes antes pertencentes ao primeiro.

No primeiro momento analisado, a notícia de negociação de fusão entre dois bancos comerciais parece ter influenciado o retorno observado nas cotações na bolsa de valores dos bancos rivais. Esse resultado está de acordo com a teoria de Eckbo de efeitos anticompetitivos de uma fusão. Ou seja, a fusão entre Bradesco e HSBC parece ser benéfica não só para os bancos de dentro da fusão, como também para os bancos rivais (Banco do Brasil e Itaú). Sendo assim, existe a possibilidade de se haver um aumento de preços dos serviços bancários

como consequência da saída de um dos competidores do mercado (HSBC). Tal fato pode provocar uma redução do bem-estar do consumidor.

Em relação ao segundo evento considerado, não só o efeito anticompetitivo não foi observado, como, por outro lado, pôde ser observado um efeito oposto, com a perca de valor tanto das firmas rivais como do Bradesco. Em relação as rivais, isso pode ocorrer pela expectativa de que o Bradesco teria tal crescimento e ganho de eficiência, que pudesse prejudicar as rivais. Porém, nesse caso não faria muito sentido se encontrar os retornos anormais negativos encontrados também pelo Bradesco.

Existe ainda a possibilidade do retorno anormal negativo do Bradesco ser devido a uma interpretação por parte do mercado, de que a fusão se dava em função do baixo rendimento de uma das firmas envolvidas. Porém, levando em conta os resultados apresentados conjuntamente por três importantes bancos do sistema financeiro brasileiro (Branco do Brasil, Itaú e Bradesco), que demostram uma tendência de queda no valor de suas ações, parece ser mais provável de ter ocorrido algum outro evento não controlado nesta pesquisa influenciando os resultados. O que se pode argumentar no entanto, é que considerando as hipóteses de agentes racionais e de que o valor das ações se ajustam de forma praticamente instantânea, o evento da notificação de interesse de fusão feito ao CADE pode não ser capaz de influenciar os retornos da maneira como a teoria de Eckbo propõe, posto que os agentes já tinham conhecimento da fusão, mesmo que ela ainda não tivesse sido oficializada. Ou seja, não se trata de um evento de interesse e, o evento que importa de fato, se trata do primeiro.

Em relação ao terceiro evento, a ausência de significância dos resultados obtidos demonstra um efeito neutro da data da aprovação da fusão entre o Bradesco e o HSBC sobre o valor das firmas rivais, e também sobre o valor do Bradesco. Ou seja, como este evento também não foi capaz de alterar os valores das ações das rivais, e ainda considerando a possibilidade da notícia já ter sido incorporada no valor das ações dos bancos anteriormente, este evento pode não se tratar de um evento de interesse de fato.

E, por fim, pela análise do último evento considerado, é possível observar a presença dos efeitos anticompetitivos descritos por Eckbo para a data em que a fusão entre os bancos é efetivada (momento em que o banco HSBC é finalmente extinto). Ou seja, ambas as rivais consideradas apresentaram retornos anormais positivos nos dias que se seguiram a data de migração dos clientes que eram do HSBC para o Bradesco. Com isso, o ato de fusão permitiu benefícios não apenas para os bancos participantes da fusão, como também para as rivais, devido à redução de um dos competidores na participação de mercado (HSBC).

Uma possível explicação para a importância deste último evento se trata da noção de que depois desta data o Bradesco poderia abandonar qualquer suspeita de que clientes antigos do HSBC mudariam de banco, da mesma forma com que acabariam as expectativas dos bancos rivais de conquistarem tais clientes. Assim, este evento poderia marcar a mudança de uma fase em que os bancos optavam por cobrar preços mais atrativos, para uma nova fase de acréscimos nos preços cobrados pelos serviços ofertados pelos bancos.

De acordo com a literatura apresentada neste trabalho e com as ideias discutidas a respeito da atuação do CADE, como órgão de defesa da concorrência e, do Banco Central, como órgão de regulação prudencial, nas análises de fusão dentro do setor financeiro, a evidência encontrada nos resultados da análise por estudo de eventos serve como justificativa para que tanto o Banco Central como o CADE possam atuar de maneira conjunta e coordenada nos casos em questão.

Pôde ser observado tanto retornos anormais (negativos) que dificilmente se explicam unicamente pelo evento da fusão (observado no caso do segundo evento considerado), como também foi observado a presença de efeitos anticompetitivos que, como são capazes de afetar o excedente do consumidor, carecem de uma análise por parte do órgão de regulação antitruste.

Ou seja, nenhum dos dois órgãos envolvidos na discussão devem ser excluídos da análise de atos de concentração que envolvam firmas participantes do sistema financeiro. Portanto, o estudo realizado neste presente trabalho apresenta resultados capazes de propor uma forma aparentemente eficaz para a regulação do sistema financeiro, oferecendo suporte à ideia de como é importante a contribuição de ambas as partes (CADE e Banco Central) para uma tomada de decisão mais assertiva.

Além da possibilidade de aplicação de diferentes métodos de análise de impactos para o caso de atos de concentração envolvendo bancos, tais como: simulações[35] e diferenças em diferenças[36] (além do método de estudo de eventos), existe também a possibilidade de se ampliar a aplicação do método utilizado neste trabalho, o estudo de eventos. Neste caso, pode-se por exemplo aplicar o método também a outros setores da economia como uma forma de comparar o comportamento dos retornos do setor financeiro com os obtidos pelos demais

[35] As simulações consistem em modelar a natureza da competição em mercados específicos: utilizam as características do mercado (como por exemplo a natureza dos produtos) para formular equações que descrevam a sua dinâmica. Em seguida, essas equações são calibradas com observações diretas do mercado que estabeleçam parâmetros do modelo (SANTOS, 2015).

[36] O método de diferenças em diferenças consiste em comparar dois grupos: o grupo de tratamento, submetido à uma política, e um grupo de controle, que possui características semelhantes ao primeiro, mas não foi atingido pela política. Além disso, a comparação entre os grupos é feita entre um período de tempo antes da implementação da política, e um depois (SANTOS, 2015).

setores da economia. Isso permitiria se chegar a afirmações mais assertivas a respeito de um evento estar de fato influenciando os retornos dos bancos analisados ou não. Esse caso se trata de uma forma alternativa de se utilizar conceitos propostos pelos modelos de diferenças em diferenças, que embora não possam ser aplicados para o caso deste estudo, podem servir como inspiração para uma forma de se aplicar o método de estudo de eventos que permita a comparação entre setores. Os seja, poderia se imaginar que o setor financeiro se trata do grupo de tratamento, enquanto outros setores econômicos seriam referentes a grupos de controle e, então, seria possível uma comparação entre os retornos observados por esses dois grupos.

No Brasil, existe a previsão legal tanto para que o CADE como para que o Banco Central possam proceder com análises dos atos de concentração de instituições financeiras. Atualmente, entre as diversas emendas à medida provisória 784, que amplia os poderes punitivos do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), existe uma proposta para que seja de competência exclusiva do Banco Central a atuação e análise em questões referentes a atos de concentração no setor financeiro. Porém o debate continua e o conflito de interesses ainda está em aberto.

Como visto no parágrafo anterior, atualmente, ainda prevalece no Brasil a defesa de que o CADE poderia ser excluso da análise de fusões entre bancos e, por esse motivo, se optou neste trabalho, por analisar o efeito de decisões do CADE em cima os retornos dos bancos rivais e do Bradesco (o que foi dado pelos eventos 2 e 3). Porém, existe ainda a possibilidade de se seguir o estudo aqui apresentado aplicando o método de estudo de eventos aos eventos específicos do Banco Central como forma de verificar como os retornos dos bancos reagiriam a esses eventos, tais como: a aprovação da fusão por parte do Banco Central que ocorreu em 30 de dezembro de 2015[37], e a divulgação pelo BACEN do Acordo em Controle de Concentração feita no dia 04 de julho de 2016.

Deve-se destacar que, como pôde ser observado ao longo do trabalho, o debate apresentado neste estudo já perdura há muitos anos e não se trata de uma questão de resposta simples e objetiva. Portanto, é importante a continuidade de pesquisas acerca dessa discussão, seja considerando o estudo de eventos, como método bastante relevante, seja com a aplicação de outros métodos de análise de impactos.

Inclusive, em 2017 o Banco Central e o CADE tomaram uma importante iniciativa de instituir um Grupo de Trabalho (GT) para a realização de estudos e pesquisas sobre a defesa da concorrência no âmbito do SFN. Este grupo deve proceder com discussões relativas aos

[37] Conforme Acordo em Controle de Concentração, publicado pelo Banco Central

limites de suas atuações e a formas de possíveis cooperações entre os órgãos. Esta iniciativa demonstra uma aproximação entre as duas instituições.

REFERÊNCIAS

ATKINSON, Robert D.; AUDRETSCH, David B..Economic Doctrines and Approaches to Antitrust. **Ssrn Electronic Journal**, [s.l.], p.1-34, 2011. Elsevier BV. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1750259.

BARBORA, Cleber. **Investigação econômica sobre o sistema brasileiro de defesa da concorrência, 2000 a 2004.** 2006. 205 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2006.

BERNHEIM, B. Douglas; WHINSTON, Michael D..Common Agency.**Econometrica**, [s.l.], v. 54, n. 4, p.923-942, jul. 1986. JSTOR. http://dx.doi.org/10.2307/1912844.

BRASIL. Banco Central. Sistema de Informação do Banco Central. **Sistema Financeiro Nacional.** 2016.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência. Sistema Eletrônico de Informação. **Ato de Concentração nº 08700.010790/2015-41**. 2015.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A crise financeira de 2008. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1, p.133-149, mar. 2009.

BUCCIROSSI. P; CIARI,L. DUSO, T.;FRIDOLFSSON,O.;SPAGNOLO, G;VITALE, C. **Ex-Post Review of Merger Control Decisions**. European Commission, 2006.

CAMPBELL, J.Y.; LO, A.W.; MACKINLAY, A. C.The Econometrics of Financial Markets.**Princeton University Press**, 1997.

CARVALHO, Fernando Cardim de. O papel do Banco Central no processo de regulação financeira: reflexões a partir do Caso Finasa. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro.** 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002. Cap. 3. p. 257-265

CORRADO, Charles J.. Event studies: A methodology review. **Accounting & Finance**, [s.l.], v. 51, n. 1, p.207-234, 20 out. 2010. Wiley-Blackwell. http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629x.2010.00375.x.

CORREA, Paulo. As concentrações bancárias no Brasil devem ser controladas pelos órgãos antitrustes? In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. Concorrência **e Regulação no Sistema Financeiro.** 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002. Cap. 3. p. 277-286.

D'ASPREMONT, Claude; ENCAOUA, David; PONSSARD, Jean-pierre. Competition policy and game-theory: reflections based on the cement industry case. In: NORMAN, George; THISSE, Jacques-françois. **Market Structure and Competition Policy:** Game-Theoretic Approaches. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. Cap. 1. p. 9-30

DAVIS, P.; GARCÉS, E. **Quantitative Techniques for Competition and Antitrust Analysis**. Princeton University Press, 2009.

DEWATRIPONT, Mathias; TIROLE, Jean. Macroeconomic Shocks and Banking Regulation. **Journal Of Money, Credit And Banking,** [s.l.], v. 44, p.237-254, dez. 2012. Wiley-Blackwell. http://dx.doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00559.x.

DIXIT, Avinash; GROSSMAN, Gene m.; HELPMAN, Elhanan. Common Agency and Coordination: General Theory and Application to Government Policy Making. **Journal Of Political Economy**, [s.l.], v. 105, n. 4, p.752-769, ago. 1997. University of Chicago Press. http://dx.doi.org/10.1086/262092.

DONSIMONI, Marie-paule; GEROSKI, Paul; JACQUEMIN, Alexis. Concentration Indices and Market Power: Two Views. **The Journal Of Industrial Economics**, [s.l.], v. 32, n. 4, p.419-434, jun. 1984. JSTOR.http://dx.doi.org/10.2307/2098227.

DUSO, Tomaso; GUGLER, Klaus; YORTOGLU, Burcin. Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data. **International Review of Law and Economics**,186-192, 2010 *apud* FERNANDES, Pedro Rafael Lopes. **Análise das decisões do CADE com uso de estudos de eventos.** 2015. 33f. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós Graduação em Economia, CAEN, Fortaleza - CE, 2015.

DUSO, Tomaso; NEVEN, Damien j.; RÖLLER, Lars-hendrik. The Political Economy of European Merger Control: Evidence using Stock Market Data. **The Journal Of Law And Economics**, [s.l.], v. 50, n. 3, p.455-489, ago. 2007. University of Chicago Press.

ECKBO, B. Espen. - Horizontal Merges, Collusion, and Stockholder Wealth. **Journal of FinancialEconomics**.11, 241-273, 1983.

ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 38., 2010, Salvador. **Estabilidade Financeira e Estrutura de Mercado: evidências internacionais.** Brasília: Anpec, 2010. 16 p. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2010/inscricao/arquivos/000-4abc6a579380808b2bd0230d00b8c4fe.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2016.

FAGUNDES, J. **Economia Institucional**: Custos de Transações e Impactos sobre Política de Defesa da Concorrência. Texto pata Discussão, número 407, IE/UFRJ. 1997

FARRELL, Joseph; SHAPIRO, Carl. Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis. **The American Economic Review.** [s. I.], p. 107-126. mar. 1990.

FERNANDES, Antônio Sérgio Araújo. O capital social e a análise institucional e de políticas públicas. **Revista de Administração Pública,** Rio de Janeiro, v. 36, n. 3, p.375-398, maio 2002. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rap/article/view/6444/5028>. Acesso em: 02 jun. 2017.

FERNANDES, Pedro Rafael Lopes. **Análise das decisões do CADE com uso de estudos de eventos.** 2015. 33f. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós Graduação em Economia, CAEN, Fortaleza - CE, 2015.

FERRAZ, André Santos. AS ABORDAGENS TEÓRICAS SOBRE ATOS DE CONCENTRAÇÃO DAS ESCOLAS DE HARVARD E DE CHICAGO. **Revista de Defesa da Concorrência**, Brasília, v. 2, n. 2, p.180-206, out. 2014. Disponível em: <http://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/view/124>. Acesso em: 31 jan. 2018.

FIANI, Ronaldo. Estado e Economia no Institucionalismo de Douglass North. **Revista de Economia Política,** Rio de Janeiro, v. 23, n. 2, p.135-149, abr. 2003. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/90-9.pdf>. Acesso em: 29 maio 2017.

FIANI, Ronaldo. Crescimento econômico e liberdades: a economia política de Douglass North. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1, p.45-62, jan. 2002. Semestral.

GAMA, Marina Moreira; RUIZ, Ricado Machado. A práxis antitruste no Brasil: uma análise do CADE no período 1994-2004. **Economia e Sociedade,** Campinas, v. 16, n. 2 (30), p.233-258, ago. 2007. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642822>. Acesso em: 24 jun. 2017.

GARCIA, Fábio G.; SATO, Lívia G.; CASELANI, César N. **O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras**. In: 4o Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2004.

GARDINAL, Ricardo Rangel; FRANCISCHETTI, Carlos Eduardo. Aplicação da Análise por Envoltória de Dados (DEA) na Aquisição do Banco HSBC Brasil pelo Banco Bradesco. **Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep,** Piracicaba, v. 3, n. 1, p.50-64, jun. 2016. Disponível em: <reficontunimep.com.br/ojs/index.php/Reficont/article/view/44>. Acesso em: 25 jun. 2017.

HALL, Peter A.; TAYLOR, Rosemary C. R.. Political Science and the Three New Institutionalisms. **Political Studies.** Cambridge, p. 936-957. dez. 1996.

HOVENKAMP, Herbert. Antitrust Policy after Chicago. **Michigan Law Review**, [s.l.], v. 84, n. 2, p.213-284, nov. 1985. JSTOR. http://dx.doi.org/10.2307/1289065.

JOSKOW, Paul. The Role of Transaction Cost Economics in Antitrust and Public Utility Regulatory Policies. **Journal Of Law, Economics And Organization,** Oxford, p. 53-83. 1991.

KOLARI, James W.; PYNNONEN, Seppo. Nonparametric rank tests for event studies. **Journal Of Empirical Finance**, [s.l.], v. 18, n. 5, p.953-971, dez. 2011. Elsevier BV. http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2011.08.003.

LAFFONT, Jean-jacques; TIROLE, Jean. **A Theory of Incentives in Procurement and Regulation.**[s.i.]: Mit Press, 1993. 705 p.

LIMA, Luciana Leite. Análise de Políticas Públicas: Considerações sobre a Utilidade da Perspectiva Neo-Institucional e do Conceito de Autonomia Relativa do Estado. **Revista Sociais e Humanas**, [S.l.], v. 19, n. 2, p. 101-110, jun. 2010. ISSN 2317-1758. Disponível em: <https://periodicos.ufsm.br/sociaisehumanas/article/view/1386/807>. Acesso em: 22 jun. 2017.

LOPES, Herton Castiglioni. Instituições e crescimento econômico: os modelos teóricos de Thorstein Veblen e Douglass North, **Revista de Economia Política,** [s.l.], v. 33, n. 4, p.619-637, dez. 2013. Fap UNIFESP (SciELO).

MACKINLAY, A. Craig. Event Studies in Economics and Finance, **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39., 1997.

MARCH, Games G.; OLSEN, Johan P.. The New Institutionalism: Organizational Factors in Political Life, **American Political Science Review,** Cambridge University Press, p. 734-749. dez. 1983.

MORAES, Bruna Márcia Machado et al. Análise das práticas anticompetitivas notificadas ao Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE), **Diálogos Interdisciplinares,** Mogi das Cruzes, v. 5, n. 2, p.42-57, jan. 2016. Disponível em: <https://revistas.brazcubas.br/index.php/dialogos/about>. Acesso em: 7 out. 2016.

MARAIS, M. Laurentius. An Application of the Bootstrap Method to the Analysis of Squared, Standardized Market Model Prediction Errors, **Journal Of Accounting Research**, [s.l.], v. 22, p.34-54, 1984. JSTOR. http://dx.doi.org/10.2307/2490857

MOTTA, Massimo. **Competition Policy:** Theory and Practice. Nova York: Cambridge University Press, 2004. 616 p.

MOTTA, Massimo; SALGADO, Lucia Helena. **Política da Concorrência:** teoria e prática e sua aplicação no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

NORTH, Douglass C. **Structure and change in economic history**. New York: W. W. Norton & Co, 1981 *apud* FIANI, Ronaldo. Crescimento econômico e liberdades: a economia política de Douglass North, **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1, p.45-62, jan. 2002. Semestral.

NORTH, Douglass C..Institutions. In: NORTH, Douglass C.. **The Journal of Economic Perspectives.** 5. ed. Winter: American Economic Association, 1990. p. 97-112. Disponível em: <http://kysq.org/docs/North_91_Institutions.pdf>. Acesso em: 29 maio 2017.

NORTH, Douglass C.; THOMAS, Robert Paul. **The Rise of the Western World:** A New Economic History. Cambridge: Cambridge University Press, 1973. 170 p.

OECD (2000) **Mergers in Financial Services,** Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs Commitee on Competition Law and Policy, DAFFE/CLP (2000) 17.

OLIVEIRA, Gesner. **Defesa da concorrência e regulação:** o caso do setor bancário. 49. ed.São Paulo: Eaesp - Gvpesquisa, 2001. 81 p. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/3092>. Acesso em: 01 nov. 2016.

PIRAINO JR., Thomas A. Reconciling the Harvard and Chicago Schools*:* a new antitrust approach for the 21st century, **Indiana Law Journal**, v. 82, p. 346-409, 2007.

ROCHA, Roberto. A avaliação da implementação de políticas públicas a partir da perspectiva neo-institucional: avanços e validade, **Caderno Ebape,** Rio de Janeiro, v. 2, n. 1, p.1-12, mar. 2004. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/cadernosebape/article/view/4877>. Acesso em: 02 jun. 2017.

ROCHET, Jean-charles; TIROLE, Jean. Interbank Lending and Systemic Risk, **Journal Of Money, Credit And Banking**, [s.l.], v. 28, n. 4, p.733-762, nov. 1996. JSTOR. http://dx.doi.org/10.2307/2077918.

SALGADO, Lúcia Helena. O diálogo entre a teoria econômica e a política antitruste. In: SALGADO, Lúcia Helena. **A economia política da ação antitruste.** Rio de Janeiro: Singular, 1997. Cap. 1. p. 26-80.

SALGADO, Lúcia Helena. Análise da concentração bancária sob o prisma da concorrência. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro**. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002. Cap. 3. p. 267-276.

SALGADO, L. H. Caso 1: o caso Kolynos-Colgate e a introdução da economia antitruste na experiência brasileira. In: MATTOS, C. (Org.). A revolução do antitruste no Brasil: a teoria econômica aplicada a casos concretos. São Paulo: Singular, 2003.

SANTACRUZ, Ruy. Regulação de mercados e defesa da concorrência: o caso do setor bancário. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro.** 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002. Cap. 3. p. 297-309.

SANTOS, Carolina Tojal Ramos dos. Avaliação ex-post da politica de defesa da concorrencia: metodologias e aplicações, **Revista de Defesa da Concorrência**, Brasília, v. 3, n. 1, p.87-107, maio 2015.

SCHMALENSEE, R. Antitrust and the New Industrial Economics, **The American Economic Review**, v. 72, n.2, p. 24-28, 1982.

SCHNEIDER, Andressa Caroline. Repensando o Conflito Positivo de Competência entre BACEN e CADE sob a Perspectiva Principio lógica e do Diálogo das Fontes. **Cadernos do Programa de Pós-graduação em Direito – Ppgdir./UFRGS**, João Pessoa, v. 11, n. 2, p.264-291, 31 dez. 2016. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. http://dx.doi.org/10.22456/2317-8558.58844.

SILVA, Marcos Soares da. **Avaliações do Processo de Concentração-Competição no Setor Bancário Brasileiro.** Brasília: Banco Central do Brasil, 2014. 27 p.

SOUZA, Sérgio Aquino de; SILVA, Lucia Helena Salgado e. **Análise econômica da defesa da concorrência no Brasil.** Rio de Janeiro: Ipea, 2015. 80 p. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/7462>. Acesso em: 03 jan. 2018.

STIGLITZ, Joseph, **Incentives and the Performance of America's Financial Sector**. Testemunho na audiência sobre Compensação na Indústria Financeira, 22 de janeiro de 2010. Disponível em: <https://financialservices.house.gov/media/file/hearings/111/stiglitz.pdf>. Acesso em: 22 de junho de 2017.

STILLMAN, R. – Examining antitruste policy to wards horizontal mergers, **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 225-240, 1983 *apud* FERNANDES, Pedro Rafael Lopes. **Análise das decisões do CADE com uso de estudos de eventos.** 2015. 33f. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós Graduação em Economia, CAEN, Fortaleza - CE, 2015.

SUNDFELD, Carlos Ari. Concorrência e regulação no sistema financeiro. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro.** 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002. Cap. 1. p. 29-47.

TOLLINI, Priscilla Tardelli. 23 Complementaridade entre agente regulador e autoridade da concorrência: o caso do sistema financeiro, **Revista de Defesa da Concorrência,** Brasília, v. 2, n. 2, p.23-42, nov. 2014.

TROSTER, Roberto Luis. Os bancos são diferentes? In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro.** 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002. Cap. 3. p. 287-295.

VEBLEN, Thorstein. **The Instinct of Workmanship, and the State of the Industrial Arts.** New York: The Macmillan Company, 1914. 391 p.

APÊNDICE A – Demonstração da Algébrica de equações da Teoria do Oligopólio.

Equação (4):

$$q = \frac{1}{2b}(na - C - b(n-1)q)$$

$$2bq = na - C - bq(n-1)$$

$$2bq + bq(n-1) = na - C$$

$$bq\big(2 + (n+1)\big) = na - C$$

$$bq(n+1) = na - C$$

$$q = \frac{na - C}{b(n+1)}$$

Equação (5):

Pela equação (3):

$q_i(q_{-i}) = \frac{1}{2b}(a - c_i - bq_{-i})$em que o $q_{-i} = q^* - q_i$

$$q_i = \frac{1}{2b}(a - c_i - bq^* - bq_i)$$

Equação (4):

$$q^* = \frac{na - C}{b(n+1)}$$

Substituindo a equação (4) na equação (2):

$$q_i = \frac{a}{2b} - \frac{c_i}{2b} - \frac{b}{2b}\left[\frac{na - C}{b(n+1)}\right] + \frac{bq_i}{2b}$$

$$2bq_i = a - c_i - b\left[\frac{(na - C)}{b(n+1)}\right] + bq_i$$

$$bq_i = \frac{ab(n+1) - c_i b(n+1) - b(na - C)}{b(n+1)}$$

$$q_i = \frac{an + a - c_i n - c_i - na + C}{b(n+1)} = \frac{a - nc_i + C - c_i}{b(n+1)}$$

$$q_i = \frac{a - nc_i + c_{-i}}{b(n+1)}$$

Equação (6):

Pela condição de primeira ordem:

$a - c_i - 2bq_i - bq_{-i} = 0$

$a - c_i - bq_{-i} = 2bq_i = bq_i + bq_i$

$bq_i = a - c_i - bq_{-i} - bq_i$

$bq_i = a - c_i - b(q_{-i} - q_i)$

Equação (8):

Temos que:

$$q_i = \frac{a - nc_i + c_{-i}}{b(n+1)}$$

Em que: $a, b > 0$ *e* $q_i > 0 \forall i$. Então:

$a - nc_i + c_{-i} > 0$

$-nc_i > -a - c_{-i}$

$$c_i \leq \frac{(a + c_{-i})1}{n}$$

APÊNDICE B – Resultados para janelas de eventos de tamanhos [5:5] e [3:3].

Tabela 14 - Evento 1, Janela (5:5) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
27/07/2015	0,030	-0,012	-0,012	0,042	0,042
28/07/2015	-0,001	-0,002	-0,003	0,001	0,043
29/07/2015	0,044	-0,005	-0,005	0,049	0,093*#
30/07/2015	-0,017	-0,001	-0,002	-0,016	0,077*#
31/07/2015	0,023	0,017	0,014	0,009	0,087*#
03/08/2015	0,009	-0,020	-0,019	0,027	0,114*#
04/08/2015	-0,036	0,003	0,002	-0,037	0,077*#
05/08/2015	0,012	-0,007	-0,007	0,019	0,095*#
06/08/2015	-0,028	-0,001	-0,002	-0,026	0,069*#
07/08/2015	-0,029	-0,002	-0,003	-0,027	0,043
10/08/2015	0,026	0,023	0,019	0,007	0,050*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 15 - Evento 1, Janela (3:3) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
29/07/2015	0,044	-0,005	-0,005	0,049	0,049
30/07/2015	-0,017	-0,001	-0,002	-0,016	0,033
31/07/2015	0,023	0,017	0,014	0,009	0,043
03/08/2015	0,009	-0,020	-0,018	0,027	0,070*#
04/08/2015	-0,036	0,003	0,002	-0,037	0,032
05/08/2015	0,012	-0,007	-0,007	0,018	0,051*#
06/08/2015	-0,028	-0,001	-0,002	-0,026	0,024

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 16 - Evento 1, Janela (5:5) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
27/07/2015	-0,002	-0,012	-0,009	0,007	0,007
28/07/2015	0,018	-0,002	-0,002	0,020	0,027
29/07/2015	0,010	-0,005	-0,004	0,014	0,041*#
30/07/2015	-0,012	-0,001	-0,001	-0,011	0,030
31/07/2015	0,028	0,017	0,010	0,018	0,047*#
03/08/2015	-0,005	-0,020	-0,014	0,009	0,056*#
04/08/2015	-0,024	0,003	0,001	-0,025	0,031
05/08/2015	-0,002	-0,007	-0,005	0,003	0,034*#
06/08/2015	-0,004	-0,001	-0,001	-0,002	0,032
07/08/2015	-0,029	-0,002	-0,002	-0,027	0,004
10/08/2015	0,013	0,023	0,014	-0,001	0,003

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 17 - Evento 1, Janela (3:3) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
29/07/2015	0,010	-0,005	-0,004	0,014	0,014
30/07/2015	-0,012	-0,001	-0,001	-0,011	0,002
31/07/2015	0,028	0,017	0,010	0,018	0,020
03/08/2015	-0,005	-0,020	-0,014	0,008	0,028
04/08/2015	-0,024	0,003	0,001	-0,025	0,003
05/08/2015	-0,002	-0,007	-0,005	0,003	0,006
06/08/2015	-0,004	-0,001	-0,001	-0,003	0,004

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 18 - Evento 1, Janela (5:5) – Bradesco

Data	R Bradesco	R BVM	E Bradesco	AR	AAR
27/07/2015	0,003	-0,012	-0,010	0,013	0,013
28/07/2015	0,018	-0,002	-0,002	0,021	0,033
29/07/2015	0,026	-0,005	-0,004	0,030	0,064*#
30/07/2015	-0,013	-0,001	-0,002	-0,011	0,052*#
31/07/2015	0,016	0,017	0,010	0,005	0,058*#
03/08/2015	-0,009	-0,020	-0,015	0,005	0,063*#
04/08/2015	-0,011	0,003	0,001	-0,012	0,052*#
05/08/2015	0,005	-0,007	-0,006	0,010	0,062*#
06/08/2015	-0,004	-0,001	-0,002	-0,002	0,060*#
07/08/2015	-0,025	-0,002	-0,002	-0,023	0,037
10/08/2015	0,008	0,023	0,014	-0,007	0,030

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 19 - Evento 1, Janela (3:3) – Bradesco

Data	R Bradesco	R BVM	E Bradesco	AR	AAR
29/07/2015	0,026	-0,005	-0,004	0,030	0,030
30/07/2015	-0,013	-0,001	-0,002	-0,012	0,019
31/07/2015	0,016	0,017	0,010	0,005	0,024
03/08/2015	-0,009	-0,020	-0,015	0,005	0,029
04/08/2015	-0,011	0,003	0,001	-0,012	0,017
05/08/2015	0,005	-0,007	-0,006	0,010	0,028
06/08/2015	-0,004	-0,001	-0,002	-0,002	0,026

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 20 - Evento 2, Janela (5:5) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
20/10/2015	-0,032	-0,007	-0,007	-0,026	-0,026
21/10/2015	0,012	-0,001	-0,002	0,015	-0,011
22/10/2015	0,015	0,043	0,028	-0,013	-0,024
23/10/2015	-0,014	0,016	0,009	-0,023	-0,046
26/10/2015	-0,020	0,002	-0,001	-0,019	-0,065*#
27/10/2015	0,013	-0,010	-0,009	0,022	-0,043
28/10/2015	-0,017	-0,012	-0,010	-0,007	-0,050*#
29/10/2015	-0,048	-0,025	-0,019	-0,029	-0,079*#
30/10/2015	0,030	-0,010	-0,009	0,039	-0,039
03/11/2015	0,088	0,088	0,059	0,030	-0,009
04/11/2015	0,004	-0,007	-0,007	0,011	0,002

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 21 - Evento 2, Janela (3:3) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
22/10/2015	0,015	0,043	0,028	-0,013	-0,013
23/10/2015	-0,014	0,016	0,009	-0,023	-0,035
26/10/2015	-0,020	0,002	-0,001	-0,019	-0,054*#
27/10/2015	0,013	-0,010	-0,009	0,022	-0,032
28/10/2015	-0,017	-0,012	-0,010	-0,007	-0,039
29/10/2015	-0,048	-0,025	-0,019	-0,029	-0,068*#
30/10/2015	0,030	-0,010	-0,009	0,040	-0,028

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 22 - Evento 2, Janela (5:5) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
20/10/2015	-0,020	-0,007	-0,005	-0,015	-0,015
21/10/2015	-0,007	-0,001	-0,002	-0,005	-0,021
22/10/2015	0,021	0,043	0,022	-0,001	-0,021
23/10/2015	-0,007	0,016	0,007	-0,014	-0,035*#
26/10/2015	-0,015	0,002	-0,001	-0,014	-0,049*#
27/10/2015	-0,006	-0,010	-0,007	0,001	-0,048*#
28/10/2015	0,007	-0,012	-0,008	0,015	-0,033
29/10/2015	-0,027	-0,025	-0,015	-0,013	-0,046*#
30/10/2015	0,018	-0,010	-0,007	0,025	-0,020
03/11/2015	0,064	0,088	0,046	0,018	-0,002
04/11/2015	0,002	-0,007	-0,005	0,008	0,006

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 23 - Evento 2, Janela (3:3) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
22/10/2015	0,021	0,043	0,022	-0,001	-0,001
23/10/2015	-0,007	0,016	0,007	-0,014	-0,014
26/10/2015	-0,015	0,002	-0,001	-0,014	-0,028
27/10/2015	-0,006	-0,010	-0,007	0,001	-0,027
28/10/2015	0,007	-0,012	-0,008	0,015	-0,012
29/10/2015	-0,027	-0,025	-0,015	-0,012	-0,025
30/10/2015	0,018	-0,010	-0,007	0,025	0,001

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 24 - Evento 2, Janela (5:5) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Brad	AR	AAR
20/10/2015	-0,016	-0,007	-0,006	-0,010	-0,010
21/10/2015	-0,007	-0,001	-0,002	-0,005	-0,015
22/10/2015	0,012	0,043	0,023	-0,010	-0,026
23/10/2015	-0,015	0,016	0,007	-0,022	-0,048*#
26/10/2015	0,003	0,002	-0,001	0,004	-0,044*#
27/10/2015	0,000	-0,010	-0,008	0,007	-0,036
28/10/2015	0,015	-0,012	-0,009	0,024	-0,012
29/10/2015	-0,039	-0,025	-0,016	-0,023	-0,035
30/10/2015	-0,003	-0,010	-0,008	0,005	-0,030
03/11/2015	0,058	0,088	0,048	0,010	-0,020
04/11/2015	-0,006	-0,007	-0,006	0,000	-0,020

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 25 - Evento 2, Janela (3:3) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Brad	AR	AAR
22/10/2015	0,012	0,043	0,022	-0,010	-0,010
23/10/2015	-0,015	0,016	0,007	-0,022	-0,033
26/10/2015	0,003	0,002	-0,001	0,004	-0,028
27/10/2015	0,000	-0,010	-0,008	0,007	-0,021
28/10/2015	0,015	-0,012	-0,009	0,024	0,003
29/10/2015	-0,039	-0,025	-0,016	-0,023	-0,020
30/10/2015	-0,003	-0,010	-0,008	0,005	-0,014

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 26 - Evento 3, Janela (5:5) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
01/06/2016	0,006	0,008	0,005	0,002	0,002
02/06/2016	0,020	0,010	0,007	0,013	0,014
03/06/2016	0,024	0,027	0,024	0,000	0,014
06/06/2016	-0,010	-0,012	-0,015	0,005	0,018
07/06/2016	-0,012	-0,013	-0,016	0,005	0,023
08/06/2016	0,031	0,036	0,033	-0,001	0,022
09/06/2016	-0,003	0,000	-0,003	0,000	0,022
10/06/2016	-0,049	-0,040	-0,043	-0,006	0,016
13/06/2016	0,008	-0,014	-0,017	0,026	0,041
14/06/2016	-0,035	-0,005	-0,008	-0,027	0,015
15/06/2016	-0,001	0,023	0,020	-0,021	-0,006

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 27 - Evento 3, Janela (3:3) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
03/06/2016	0,024	0,027	0,024	-0,001	-0,001
06/06/2016	-0,010	-0,012	-0,015	0,004	0,004
07/06/2016	-0,012	-0,013	-0,016	0,005	0,008
08/06/2016	0,031	0,036	0,033	-0,001	0,007
09/06/2016	-0,003	0,000	-0,003	0,000	0,007
10/06/2016	-0,049	-0,040	-0,043	-0,006	0,001
13/06/2016	0,008	-0,014	-0,017	0,026	0,026

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 28 - Evento 3, Janela (5:5) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
01/06/2016	0,014	0,008	0,004	0,011	0,011
02/06/2016	0,011	0,010	0,006	0,006	0,016
03/06/2016	0,003	0,027	0,017	-0,015	0,002
06/06/2016	-0,010	-0,012	-0,010	0,000	0,002
07/06/2016	0,016	-0,013	-0,011	0,027	0,028
08/06/2016	0,015	0,036	0,023	-0,008	0,020
09/06/2016	-0,002	0,000	-0,001	-0,001	0,020
10/06/2016	-0,051	-0,040	-0,029	-0,022	-0,003
13/06/2016	0,004	-0,014	-0,011	0,016	0,013
14/06/2016	-0,014	-0,005	-0,005	-0,010	0,003
15/06/2016	-0,005	0,023	0,015	-0,020	-0,016

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 29 - Evento 3, Janela (3:3) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
03/06/2016	0,003	0,027	0,017	-0,015	-0,015
06/06/2016	-0,010	-0,012	-0,010	0,000	-0,015
07/06/2016	0,016	-0,013	-0,011	0,027	0,012
08/06/2016	0,015	0,036	0,023	-0,008	0,004
09/06/2016	-0,002	0,000	-0,001	-0,001	0,003
10/06/2016	-0,051	-0,040	-0,029	-0,022	-0,020
13/06/2016	0,004	-0,014	-0,011	0,016	-0,004

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 30 - Evento 3, Janela (5:5) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Itaú	AR	AAR
01/06/2016	0,011	0,008	0,004	0,008	0,008
02/06/2016	0,017	0,010	0,005	0,012	0,019
03/06/2016	0,018	0,027	0,018	0,001	0,020
06/06/2016	-0,008	-0,012	-0,011	0,002	0,022
07/06/2016	0,002	-0,013	-0,012	0,014	0,036
08/06/2016	0,022	0,036	0,024	-0,002	0,034
09/06/2016	0,002	0,000	-0,002	0,004	0,038*#
10/06/2016	-0,031	-0,040	-0,031	0,000	0,038*#
13/06/2016	0,013	-0,014	-0,012	0,025	0,063*#
14/06/2016	-0,016	-0,005	-0,006	-0,010	0,053*#
15/06/2016	-0,005	0,023	0,015	-0,020	0,033

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 31 - Evento 3, Janela (3:3) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Itaú	AR	AAR
03/06/2016	0,018	0,027	0,018	0,000	0,000
06/06/2016	-0,008	-0,012	-0,011	0,002	0,003
07/06/2016	0,002	-0,013	-0,012	0,014	0,017
08/06/2016	0,022	0,036	0,024	-0,002	0,015
09/06/2016	0,002	0,000	-0,002	0,004	0,018
10/06/2016	-0,031	-0,040	-0,031	0,000	0,018
13/06/2016	0,013	-0,014	-0,012	0,025	0,043*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 32 - Evento 4, Janela (5:5) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
03/10/2016	0,024	0,035	0,034	-0,010	-0,010
04/10/2016	0,003	-0,009	-0,008	0,011	0,001
05/10/2016	0,023	0,011	0,011	0,012	0,013
06/10/2016	0,031	0,003	0,003	0,028	0,041
07/10/2016	0,024	0,018	0,017	0,007	0,048
10/10/2016	0,007	0,006	0,006	0,001	0,049
11/10/2016	-0,023	-0,024	-0,023	0,000	0,049
13/10/2016	0,017	0,006	0,006	0,012	0,061*#
14/10/2016	0,026	0,006	0,006	0,020	0,081*#
17/10/2016	0,059	0,006	0,005	0,053	0,134*#
18/10/2016	0,021	0,002	0,002	0,019	0,153*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap;* $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 33 - Evento 4, Janela (3:3) – Banco do Brasil

Data	R BB	R BVM	E BB	AR	AAR
05/10/2016	0,023	0,011	0,011	0,012	0,012
06/10/2016	0,031	0,003	0,003	0,028	0,040
07/10/2016	0,024	0,018	0,017	0,007	0,047
10/10/2016	0,007	0,006	0,006	0,001	0,048
11/10/2016	-0,023	-0,024	-0,023	0,000	0,048
13/10/2016	0,017	0,006	0,005	0,012	0,060*#
14/10/2016	0,026	0,006	0,006	0,020	0,080*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap;* $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 34 - Evento 4, Janela (5:5) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
03/10/2016	0,023	0,035	0,023	0,001	0,001
04/10/2016	0,009	-0,009	-0,006	0,014	0,015
05/10/2016	0,020	0,011	0,007	0,012	0,027
06/10/2016	0,008	0,003	0,002	0,006	0,034
07/10/2016	0,009	0,018	0,011	-0,002	0,031
10/10/2016	0,001	0,006	0,004	-0,003	0,029
11/10/2016	-0,003	-0,024	-0,015	0,012	0,041*#
13/10/2016	0,011	0,006	0,004	0,008	0,048*#
14/10/2016	0,019	0,006	0,004	0,015	0,063*#
17/10/2016	0,022	0,006	0,004	0,018	0,081*#
18/10/2016	-0,078	0,002	0,001	-0,079*#	0,002

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 35 - Evento 4, Janela (3:3) – Itaú

Data	R Itaú	R BVM	E Itaú	AR	AAR
05/10/2016	0,020	0,011	0,007	0,012	0,012
06/10/2016	0,008	0,003	0,002	0,006	0,018
07/10/2016	0,009	0,018	0,012	-0,002	0,016
10/10/2016	0,001	0,006	0,004	-0,003	0,013
11/10/2016	-0,003	-0,024	-0,015	0,012	0,025
13/10/2016	0,011	0,006	0,004	0,008	0,033
14/10/2016	0,019	0,006	0,004	0,015	0,048*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 36 - Evento 4, Janela (5:5) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Brad	AR	AAR
03/10/2016	0,001	0,001	0,024	-0,022	-0,022
04/10/2016	0,007	0,004	-0,006	0,017	-0,005
05/10/2016	0,010	0,005	0,007	0,008	0,003
06/10/2016	0,003	0,002	0,002	0,003	0,005
07/10/2016	0,010	0,005	0,012	0,004	0,009
10/10/2016	0,004	0,002	0,004	0,002	0,011
11/10/2016	0,000	0,001	-0,017	0,018	0,028
13/10/2016	0,001	0,001	0,003	-0,002	0,027
14/10/2016	0,004	0,003	0,004	0,003	0,030
17/10/2016	0,007	0,004	0,003	0,007	0,037*#
18/10/2016	0,017	0,008	0,001	0,024	0,061*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

Tabela 37 - Evento 4, Janela (3:3) – Bradesco

Data	R Brad	R BVM	E Brad	AR	AAR
05/10/2016	0,010	0,005	0,007	0,008	0,008
06/10/2016	0,003	0,002	0,002	0,003	0,011
07/10/2016	0,010	0,005	0,012	0,004	0,014
10/10/2016	0,004	0,002	0,004	0,002	0,016
11/10/2016	0,000	0,001	-0,017	0,017	0,034
13/10/2016	0,001	0,001	0,003	-0,002	0,032
14/10/2016	0,004	0,003	0,004	0,003	0,035*#

*significativo a 5% pelo teste t; #significativo a 5% pelo *Bootstrap*; $significativo a 5% pelo t-Ranque Generalizado
Fonte: A autora, 2018.

APÊNDICE C – Estatísticas de Regressão.

Banco do Brasil

Tabela 38 - Estatística de Regressão (evento 1)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-0,0009	-0,0009	-0,0007
Inclinação	0,89738	0,89092	0,88726
R-quadrado	0,45718	0,45512	0,44999
Erro Padrão	0,02548	0,02538	0,02542
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 39 - Estatística de Regressão (evento 2)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
intercepto	-0,00175	-0,00197	-0,00202
inclinacao	0,68992	0,688036	0,689974
R-quadrado	0,260239	0,251158	0,251105
Erro Padrão	0,024825	0,025358	0,025317
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 40 - Estatística de Regressão (evento 3)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
intercepto	-0,00299	-0,00295	-0,00288
inclinacao	1,000952	0,997266	0,998088
R-quadrado	0,385528	0,377939	0,378287
Erro Padrão	0,031947	0,031991	0,031847
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 41- Estatística de Regressão (evento 4)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-3,1E-05	-1,4E-05	-1,6E-06
Inclinação	0,96414	0,965593	0,961683
R-quadrado	0,385876	0,3885	0,388734
Erro Padrão	0,029222	0,028875	0,028752
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Itaú

Tabela 42 - Estatística de Regressão (evento 1)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-0,00067	-0,00064	-0,00051
Inclinação	0,659933	0,659933	0,659149
R-quadrado	0,502254	0,505276	0,503011
Erro Padrão	0,017119	0,016998	0,016981
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 43- Estatística de Regressão (evento 2)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-1,32E-03	-0,0015314	-1,63E-03
Inclinação	0,54173798	0,53833385	0,539792
R-quadrado	0,32150023	0,31072489	0,311129
Erro Padrão	0,01679612	0,01711339	0,017066
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 44 - Estatística de Regressão (evento 3)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-1,30E-03	-1,38E-03	-1,31E-03
Inclinação	0,69085028	0,690213	0,690972
R-quadrado	0,42142008	0,420068	0,420338
Erro Padrão	0,02046439	0,020278	0,020196
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 45 - Estatística de Regressão (evento 4)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	1,06E-04	5,11E-05	1,26E-04
Inclinação	0,64305808	0,644706	0,643563
R-quadrado	0,41220206	0,414695	0,415626
Erro Padrão	0,01844896	0,018256	0,018194
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Bradesco

Tabela 46 - Estatística de Regressão (evento 1)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-1,16E-03	-1,02E-03	-8,55E-04
Inclinação	0,68704795	0,684494399	0,683176372
R-quadrado	0,421965298	0,422989295	0,42069301
Erro Padrão	0,02095344	0,020810658	0,020777357
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 47 - Estatística de Regressão (evento 2)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-1,77E-03	-1,98E-03	-2,05E-03
Inclinação	0,575888637	0,568435303	0,569455252
R-quadrado	0,269395501	0,26170442	0,262251207
Erro Padrão	0,02024044	0,020378241	0,02029364
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 48 - Estatística de Regressão (evento 3)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-1,79E-03	-1,94E-03	-1,85E-03
Inclinação	0,722972074	0,722866451	0,723853744
R-quadrado	0,459953986	0,45594908	0,456186053
Erro Padrão	0,0198048	0,019743922	0,019670689
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.

Tabela 49 - Estatística de Regressão (evento 4)

	janela [10:10]	janela [5:5]	janela [3:3]
Intercepto	-3,99E-04	-4,21E-04	-4,28E-04
Inclinação	0,68618874	0,685717466	0,678067291
R-quadrado	0,461842784	0,463553977	0,457676955
Erro Padrão	0,017795651	0,017582689	0,017598281
Observações	210	205	203

Fonte: A autora, 2018.